

Respuesta del Precio de las Acciones a la Información Aportada por Niveles y Componentes del Resultado Contable.

Juan A. Rueda Torres
*Departamento de Contabilidad y Economía Financiera
Universidad de Sevilla*

Versión preliminar:
Mayo 2003.

Dirigir comentarios a:

Juan A. Rueda Torres
Departamento de Contabilidad y Economía Financiera
Universidad de Sevilla
Avenida Ramón y Cajal, 1
41018 Sevilla
Telf. 954 557616
Fax 954 557569

E-mail: jrueda@us.es

El autor agradece los comentarios recibidos sobre una versión previa de este trabajo por los participantes en el XXVI Congreso Anual de la *European Accounting Association*, celebrado en Sevilla del 2 al 4 de abril de 2003.

Respuesta del Precio de las Acciones a la Información Aportada por Niveles y Componentes del Resultado Contable.

Resumen

Este trabajo analiza la respuesta contemporánea y diferida de los precios de una muestra de acciones negociadas en la Bolsa de Madrid respecto al resultado inesperado, sus niveles y componentes, de los ejercicios cerrados desde enero de 1991 hasta diciembre de 2000, contrastando la existencia de una posible infra-reacción. Esta hipótesis predice un retraso sistemático en la revisión al alza (a la baja) del valor de las compañías que revelan un resultado inesperado positivo (negativo), supuesto una *proxy* de la revisión en las expectativas de sus cash-flows futuros. El resultado inesperado se estima utilizando tres modelos alternativos de series temporales, y la respuesta del mercado se mide utilizando las rentabilidades anormales (ajustadas por el mercado y por tamaño) capitalizadas sobre dos ventanas de doce meses hasta (desde) el tercer (cuarto) mes tras el cierre de cada ejercicio. La evidencia hallada indica que la respuesta a un beneficio neto inesperado negativo es oportuna, mientras que la reacción ante una cifra de beneficio neto o resultado ordinario antes de impuestos superior a la esperada en el ejercicio actual se difiere a lo largo del año siguiente a su conocimiento. Esa infra-reacción ante las *buenas* noticias sólo es evidente para las empresas pequeñas, y la respuesta diferida del mercado sólo es significativa cuando el resultado inesperado positivo obedece, al menos en parte, a que los gastos (ingresos) financieros netos son inferiores (superiores) a las expectativas, y está motivada exclusivamente por una reacción retardada a ese componente.

Palabras clave: Relación resultado-precio, Eficiencia del mercado, Infra-reacción.

Respuesta del Precio de las Acciones a la Información Aportada por Niveles y Componentes del Resultado Contable.

1. Introducción.

La investigación empírica ha documentado regularidades en el comportamiento del precio de las acciones no explicables por la teoría financiera y, en particular, inconsistentes (o *anómalas*) con respecto a la hipótesis conjunta de eficiencia del mercado y validez de un modelo particular de equilibrio rentabilidad-riesgo. En este contexto, DeBondt y Thaler [1985, 1987] evidenciaron la reversión de las rentabilidades de los títulos observadas a largo plazo y de magnitud extrema sobre el mercado, atribuyendo esta violación de la hipótesis de eficiencia a la sobre-reacción inicial de los inversores en la formación de sus expectativas ante una larga serie de *buenas y malas* noticias y la posterior corrección de las mismas. Por su parte, Jegadeesh y Titman [1993] constataron una correlación positiva de las rentabilidades anormales extremas acumuladas sobre un intervalo de tres a doce meses, lo que se puede interpretar como consistente con una infra-reacción del mercado a las *buenas y malas* noticias recibidas más recientemente.

En línea con la hipótesis de infra-reacción, cabe plantear si ese sesgo en la formación de las expectativas de los inversores puede vincularse específicamente a las noticias aportadas por la cifra contable de resultados, como un tipo particular de información públicamente disponible. No en vano, diversos trabajos anteriores al referido de Jegadeesh y Titman, desde el estudio pionero de Ball y Brown [1968], documentaron una rentabilidad anormal significativamente positiva (negativa) acumulada sobre un período anterior y posterior a la fecha de anuncio de un resultado superior (inferior) al esperado, como si los precios no descontaran de inmediato esa información pública mostrando un *post-earnings-announcement drift*. Los trabajos de Ou y Penman [1989b], Lev y Thiagarajan [1993] y Abarbanell y Bushee [1997] demuestran la relevancia de diversos ratios financieros al encontrar una significativa relación de los mismos con las rentabilidades observadas cuando se conocen esas señales, y ello puede ser explicado por su capacidad para predecir los resultados futuros. Ou y Penman [1989a] y Abarbanell y Bushee [1998] constatan entonces que la respuesta contemporánea del precio de las acciones no es completa, y los inversores parecen infra-utilizar información relevante a la hora de fijar el precio de las acciones.

Este fenómeno se muestra robusto después de controlar las diferencias en riesgo y contrastar otras explicaciones consistentes con la hipótesis de eficiencia.

Otros estudios particularmente influyentes en la caracterización como *anómalo* del comportamiento de los precios subsiguiente al anuncio de resultados son los de Foster, Olsen y ShleVIN [1984] y Bernard y Thomas [1989, 1990], específicamente orientados al análisis de la respuesta al anuncio trimestral de resultados. Ball [1992] y Bernard [1993] llevan a cabo una exhaustiva revisión de la evidencia acumulada a este respecto hasta principios de los noventa, y Fama [1998] se refiere al fenómeno del *post-earnings-announcement drift* como la única anomalía documentada “bajo sospecha”.

La investigación más reciente se ha orientado a tratar de explicar si la tendencia de los precios tras el anuncio de resultados trimestrales documentada por Bernard y Thomas [1990] obedece a un sesgo del mercado en la comprensión del proceso estocástico que genera esos resultados. Bernard y Thomas [1990], Rangan y Sloan [1998] y Brown y Han [2000] sostienen que los inversores asumen *ingenuamente* que los resultados trimestrales siguen un *camino aleatorio estacional*, y desconocen la posibilidad de utilizar el resultado del trimestre actual para predecir los resultados de los cuatro trimestres siguientes.¹ Sin embargo, Ball y Bartov [1996] apuntan que los inversores pueden ser más sofisticados de lo que sugieren Bernard y Thomas, y conocen la autocorrelación de las diferencias estacionales entre los resultados trimestrales, pero subestiman su magnitud en un 50 por 100 por término medio. Por su parte, Soffer y Lys [1999] demuestran que esa autocorrelación no se estima cuando se conoce el resultado del trimestre actual, sino que se descuenta gradualmente en los precios a lo largo del trimestre siguiente. Otros trabajos de Bartov et al. [2000] y Hirshleifer et al. [2002] examinan si la tendencia de los precios post-anuncio es conducida por los inversores individuales, sin llegar a resultados concluyentes al respecto.

Mientras la continuación de la respuesta de los precios tras el anuncio de resultados constituye una anomalía ampliamente documentada en el mercado norteamericano, hay un significativo vacío en esta área de investigación para otros mercados. En particular, Booth et al. [1996, 1997] documentan una respuesta diferida a

¹ Foster [1977], Griffin [1977], Brown y Rozeff [1979], y Freeman y Tse [1989] encuentran que una diferencia positiva (negativa) del resultado correspondiente al trimestre actual sobre el resultado del mismo trimestre del año anterior es seguida por diferencias estacionales del mismo signo y magnitud decreciente en los tres trimestres siguientes, y por una diferencia negativa (positiva) en el cuarto trimestre.

los resultados anuales anunciados por las empresas en Finlandia, más importante para aquéllas que realizan ajustes de sus resultados con propósitos fiscales. Por su parte, Liu et al. [2000] encuentran evidencia de una infra-reacción significativa de los inversores en el Reino Unido con respecto a la información aportada por los resultados semestrales, medida utilizando las cifras de resultados, rentabilidades y pronósticos de analistas.

A la vista de la escasa evidencia hallada en mercados distintos del norteamericano, creemos oportuno investigar la reacción de los inversores al anuncio de resultados en el mercado español, teniendo en cuenta que su menor liquidez y volumen negociado podrían propiciar la existencia de ineficiencias en la formación de los precios.² Como observan Liu et al. [2000], una aparente ineficiencia que es exclusiva de un mercado concreto podría ser debida a factores culturales, institucionales o, simplemente, ser propia de las bases de datos utilizadas reiteradamente en la investigación (*data-mining*), mientras que su reproducción en otros mercados apuntaría a un error sistemático de los inversores en el procesamiento de la información disponible. Por otra parte, una cuestión ausente de la investigación es la existencia de una respuesta diferencial a distintos niveles y componentes del resultado contable. Únicamente, Booth et al. [1997] encuentran una infra-reacción más acusada al resultado contable *ajustado* utilizado por los analistas.

A partir de una muestra de empresas no financieras negociadas en la Bolsa de Madrid, este trabajo tiene como primer objetivo analizar la relación entre la información aportada por la cifra de resultados correspondiente a los ejercicios cerrados desde enero de 1991 hasta diciembre de 2000 y la reacción contemporánea y diferida del precio de las acciones, contrastando la existencia de una posible infra-reacción de los inversores. Un segundo objetivo consiste en analizar la respuesta con respecto a otros niveles de resultado distintos del beneficio neto, así como a los componentes del beneficio neto, a fin de determinar si existe una respuesta diferencial a los mismos.³ Este contraste se lleva a cabo para la muestra completa y para las submuestras de: (i) observaciones

²Los trabajos de Forner y Marhuenda [2001] y García-Ayuso y Rueda [2003] constatan la continuidad (reversión) de las rentabilidades a corto (largo) plazo en el mercado español, pero no asocian estas regularidades a una posible infra (sobre) reacción con respecto a la información aportada por la contabilidad.

³La existencia de una respuesta diferencial del mercado a los diferentes componentes de la cifra de resultados es contrastada, entre otros, por los trabajos de Livnat y Zarowin [1990] y Ali y Pope [1995].

positivas y negativas de los niveles y componentes inesperados del resultado, y (ii) empresas pequeñas y grandes en términos de capitalización bursátil medida al término de cada año, sin que sea de esperar una respuesta asimétrica con respecto a las mismas.

La información que aporta la cifra de resultados, sus niveles y componentes se estima utilizando tres modelos alternativos de series temporales, asumiendo un modelo de *recorrido aleatorio* con un parámetro (*drift*) de tendencia, y otros dos modelos de *recorrido aleatorio puro* y de *reversión a la media*. Ante la falta de rentabilidades diarias y de la fecha exacta de anuncio de resultados, la respuesta del mercado se mide utilizando las rentabilidades anormales (ajustadas por el mercado y por tamaño) capitalizadas a lo largo de una ventana de doce meses que finaliza tres meses tras el cierre del ejercicio actual, sobre la que suponemos se conoce aquella información, y sobre la ventana de doce meses siguiente. En línea con los estudios de asociación o relevancia, la metodología empleada consiste en la regresión de esas rentabilidades anormales actuales y futuras sobre la cifra actual inesperada de beneficio neto y de sus diferentes niveles y componentes.

La evidencia hallada indica que la revelación de un beneficio neto distinto del esperado se percibe como relevante (o es una *proxy* válida de la revisión en las expectativas de los cash-flows futuros). No obstante, y aunque a priori no cabe esperar una asimetría en la respuesta del mercado según el *signo* de las noticias recibidas, la reacción a un beneficio neto inesperado negativo es oportuna, mientras que el descuento de la información proporcionada por una cifra de beneficio neto superior a la esperada en el ejercicio actual se difiere a lo largo del año siguiente a su conocimiento. Dado que los componentes extraordinarios del beneficio neto no se perciben como relevantes, la respuesta retardada es incluso más acusada con respecto a un resultado ordinario antes de impuestos superior al esperado. Asimismo, esa infra-reacción ante las *buenas* noticias aportadas por la cifra de resultado ordinario o total sólo es evidente respecto de las empresas pequeñas, para las que la respuesta diferida del mercado sólo es significativa cuando el resultado inesperado positivo obedece, al menos en parte, a que los gastos (ingresos) financieros netos son inferiores (superiores) a las expectativas, y está motivada exclusivamente por una reacción retardada a ese componente.

El resto del trabajo se organiza en cuatro epígrafes. El siguiente epígrafe describe la muestra de empresas empleada en el estudio empírico. En el epígrafe tercero se

definen las variables utilizadas para medir el resultado inesperado y la respuesta del mercado. El epígrafe cuarto presenta los resultados de la investigación empírica sobre la respuesta contemporánea y retardada a la cifra de resultados, sus niveles y componentes, utilizando un análisis preliminar de correlación y un análisis de regresión. Finalmente, en el epígrafe quinto resumimos los principales aspectos de la evidencia hallada a modo de conclusión.

2. Muestra.

Para la realización del estudio empírico utilizamos una base de datos contables y bursátiles de 148 empresas no financieras negociadas en la Bolsa de Madrid durante el período comprendido entre enero de 1990 y marzo de 2001, reuniendo un conjunto de 1036 observaciones empresa-año.

En esa base de datos retuvimos las empresas no financieras para las que se dispone de la siguiente información: (i) cuentas de resultados correspondientes, al menos, a dos ejercicios anuales consecutivos $T-1$ y T ($T = 1991, \dots, 2000$); (ii) valor de capitalización en la fecha de cierre del ejercicio $T-1$; y (iii) al menos cuatro observaciones de las rentabilidades mensuales de las acciones ordinarias (ajustadas por dividendos, ampliaciones de capital y *splits*) realizadas a lo largo del período de doce meses que finaliza el tercer mes tras el cierre del ejercicio T y/o del ejercicio $T+1$. En relación con este tercer criterio y para el año $T=2000$, la inclusión de las empresas en la muestra sólo exige la disponibilidad de sus rentabilidades en el período de doce meses finalizado el tercer mes tras el fin del ejercicio cerrado en 2000, dado que la base de datos utilizada incluye las rentabilidades realizadas hasta marzo de 2001 inclusive.

La muestra resultante está compuesta por un panel de 916 observaciones empresa-año para el período 1991-2000, tras descartar 2 observaciones correspondientes a dos empresas que cambiaron su fecha de cierre contable durante ese período, correspondientes a 141 empresas. El número de empresas por año crece progresivamente a lo largo del período muestral, desde un mínimo de 58 para 1991 hasta un máximo de 113 en 2000. Para el período 1991-1999, en el que disponemos de la rentabilidad en los doce meses siguientes al anuncio de la cifra de resultados de los ejercicios cerrados en esos nueve años, y podemos contrastar la posible respuesta

diferida de los precios a esa información, el panel de observaciones disponibles se reduce a 796, correspondientes a 129 empresas.⁴

La tabla 1 refleja la distribución de las empresas incluidas en la muestra en el período 1991-2000, según el número de años de ese período que permanecen en la muestra y su sector económico atendiendo a la clasificación del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM). Podemos apreciar que la muestra analizada incluye mayoritariamente empresas que permanecen admitidas a negociación durante los diez años del período muestral, y algo más de la mitad permanecen ocho o más años consecutivos. Asimismo, un análisis comparado de la ponderación de los diferentes sectores en la muestra y en la composición del IGBM en el año 2000 (excluidas las empresas financieras) revela que la muestra utilizada en nuestro estudio empírico es suficientemente representativa de la composición del mercado bursátil español.

[Insertar tabla 1]

3. Variables Empleadas en el Estudio.

Para contrastar la reacción contemporánea y diferida a la información aportada por la cifra de resultados, es preciso especificar las variables a utilizar en el estudio empírico para medir el resultado anunciado en el ejercicio actual e *inesperado* para el mercado, así como la respuesta *anormal* (o ajustada por riesgo) del precio de las acciones en el ejercicio actual y siguiente.

3.1 Estimación del Resultado Inesperado.

A efectos de estimar el resultado inesperado, asumimos que las cifras de resultado (beneficio neto o distribuible) anual son las realizaciones de un *recorrido aleatorio* definido por el siguiente modelo:

$$B_{iT} = B_{i,T-1} + \varphi_T + \varepsilon_{iT} \quad [1]$$

donde el resultado inesperado ε_{iT} es una perturbación aleatoria (*ruido blanco*), distribuida normalmente con media cero y varianza y autocorrelación cero, y el resultado esperado para cada empresa i y año T es igual al resultado observado en el

⁴Restringiendo la muestra a las empresas que disponen de la serie completa de rentabilidades en los doce meses desde el cuarto mes tras el cierre del ejercicio ($T-1$) T hasta el tercer mes tras el cierre del ejercicio T ($T+1$) el panel de observaciones se reduce a 902 (762). Los resultados obtenidos con esta

ejercicio precedente ajustado por un cierto parámetro φ_T de crecimiento común para todas las empresas.

Dividendo todas las variables de la anterior expresión por el valor de capitalización al cierre del ejercicio precedente $T-1$ ($MV_{i,T-1}$), el resultado deflactado inesperado del ejercicio T ($\varepsilon_{iT}/MV_{i,T-1}$) se puede expresar de la siguiente forma:

$$UB_{iT} = \left(\frac{B_{iT} - B_{i,T-1}}{MV_{i,T-1}} \right) - \theta_T \quad [2]$$

esto es, el cambio en el resultado deflactado ajustado por el parámetro $\theta_T = (\varphi_T/MV_{i,T-1})$, representativo del cambio esperado. A efectos de estimar la expresión [2], suponemos que el parámetro θ_T es subrogado por el cambio (deflactado) medio del resultado observado para el mercado en conjunto en el año T ($T=1991, \dots, 2000$), consistentemente con trabajos previos [Booth et al, 1997].

El modelo [1] supone una solución intermedia entre un proceso de *recorrido aleatorio puro* y un proceso de *reversión a la media*, que también utilizamos de forma accesoria para estimar el resultado inesperado. Asumiendo un proceso de recorrido aleatorio puro, el resultado inesperado del ejercicio actual es igual al cambio del resultado:

$$B_{iT} = B_{i,T-1} + \varepsilon_{iT} \Rightarrow UB_{iT} = \frac{B_{iT} - B_{i,T-1}}{MV_{i,T-1}} \quad [3]$$

y suponiendo un proceso de reversión de los resultados de cada ejercicio a una cierta constante μ_T , el resultado deflactado inesperado se estima por el nivel deflactado ajustado por la media del mercado:⁵

$$B_{iT} = \mu_T + \varepsilon_{iT} \Rightarrow UB_{iT} = \frac{B_{iT}}{MV_{i,T-1}} - \delta_T \quad [4]$$

Utilizando el valor de capitalización como deflactor del cambio o nivel de los resultados en las expresiones [2], [3] y [4], en lugar de la desviación estándar de una serie de cambios o niveles pasados empleado en otros estudios [Brooks y Buckmaster, 1976, 1980; Foster et al., 1984; Bernard y Thomas, 1989, 1990; Zarowin, 1989],

muestra restringida no difieren de los presentados para la muestra de empresas con un mínimo cuatro rentabilidades en ambas ventanas.

⁵Con objeto de evitar la influencia de las observaciones extremas, la media de los cambios deflactados (θ_T) y la media de los niveles deflactados (δ_T) de los resultados se calculan eliminando el 2 por 100 de las observaciones superiores e inferiores disponibles para cada año.

permite disponer de un mayor número de observaciones disponibles para el estudio empírico. Asimismo, utilizando el valor de mercado de los recursos propios, en lugar de su valor contable, evita prescindir de las observaciones negativas de ese dato.⁶

La expresión [2] también se utiliza para estimar la información aportada por cada uno de los niveles y componentes X_{iT} del resultado revelado por cada empresa i y año T . Al efecto de identificar tales niveles y componentes, utilizamos el modelo de cuenta de resultados analítica que se reproduce en la tabla 2, en cuya segunda columna figuran la notación de las variables empleadas en el estudio empírico. De acuerdo con este modelo, en nuestro estudio analizamos la respuesta del mercado a la información suministrada por cinco niveles o medidas del resultado (además del beneficio neto): el valor total de la producción (VTP), el valor añadido ajustado (VAA), el resultado bruto de explotación (RBE), el resultado neto de explotación (RNE) y el resultado de las actividades ordinarias (RAO). Asimismo analizamos la reacción de los precios a cuatro componentes del beneficio neto: el importe neto de la cifra de negocios (CNG), los gastos de explotación u operativos ($GEXP=CNG-RNE$), los gastos financieros netos ($GFRO=RNE-RAO$) y las pérdidas extraordinarias e impuestos ($EXTR=RAO-B$), cumpliéndose que $B=CNG-GEXP-GFRO-EXTR$.

[Insertar tabla 2]

En nuestro estudio optamos por utilizar los datos de la cuenta de resultados consolidada de cada empresa, que refleja la tabla 2, siempre que resultó disponible en todos los ejercicios de permanencia en el período muestral. Sobre el total de 916 observaciones empresa-año disponibles, 724 (un 79 por 100) corresponden a datos consolidados.

3.2 Estimación de la Respuesta Anormal del Precio de las Acciones.

Para estimar la respuesta *anormal* de los precios, tanto contemporánea como diferida, a la información aportada por la cifra de resultados y sus componentes en cada ejercicio, asumimos que las rentabilidades mensuales son las realizaciones de dos procesos alternativos:

$$\tilde{R}_{it} = R_{Mt} + \tilde{U}_{it} \quad [5a]$$

⁶Sobre el período muestral, hay 15 observaciones correspondientes a 6 empresas con un valor en libros de sus recursos propios negativo en algún año.

$$\tilde{R}_{it} = R_{St} + \tilde{\omega}_{it} \quad [5b]$$

El primer modelo supone que la rentabilidad esperada para cada título i en el mes t es igual a la rentabilidad realizada por la cartera de mercado (R_{mt}), siendo v_{it} la rentabilidad *ajustada por el mercado*.⁷ La rentabilidad de la cartera de mercado se estima por una media equi-ponderada de las rentabilidades de todas las empresas incluidas para cada mes en la base de datos originaria.

El modelo [5b] supone que la rentabilidad esperada para cada empresa i en el mes t es igual a la rentabilidad R_{St} realizada en ese mes por la cartera-tamaño S en la que resulta incluida la empresa i al final del último año, siendo ω_{it} la rentabilidad *ajustada por tamaño*.⁸ Las carteras-tamaño se forman en número de diez al término de los años 1990 a 2000, ordenando todas las empresas de la base de datos originaria (con valor de capitalización disponible en esa fecha y al menos una observación de su rentabilidad mensual en el año siguiente) según su capitalización y utilizando los deciles de la distribución de esa variable.⁹ De esta forma, las carteras-tamaño S se recomponen al término de cada año, y sus rentabilidades mensuales se calculan como una media equi-ponderada de las rentabilidades de los títulos individuales.

Para cada empresa i y año T , denotando por $t=0$ el mes en que finaliza el ejercicio cerrado en ese año, calculamos su rentabilidad anormal (ajustada por el mercado) capitalizada a lo largo de dos períodos consecutivos de 12 meses, desde el mes el mes $t=-8$ hasta el mes $t=3$ (MAR_{iT}) y desde el mes $t=4$ hasta el mes $t=15$ ($MAR_{i,T+1}$):

$$MAR_{iT} = \prod_{t=-8}^3 (1 + R_{it}) - \prod_{t=-8}^3 (1 + R_{Mt}) \quad [6a]$$

$$MAR_{i,T+1} = \prod_{t=4}^{15} (1 + R_{it}) - \prod_{t=4}^{15} (1 + R_{Mt}) \quad [6b]$$

y análogamente también calculamos las rentabilidades anormales (ajustadas por tamaño) sobre ambos períodos (SAR_{iT} y $SAR_{i,T+1}$), detrayendo de la rentabilidad

⁷El modelo [5a] equivale al modelo de mercado ($R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$) bajo el supuesto de que el intercepto α_i es igual a cero y la pendiente β_i igual a uno.

⁸El modelo [5b] asume que el tamaño de las empresas es un subrogado de su riesgo sistemático, de forma que las empresas incluidas en cada cartera-tamaño soportan similar nivel de riesgo, mientras que el modelo [5a] supone el mismo riesgo para todas los títulos.

⁹El número de observaciones disponibles en la base de datos para construir las carteras-tamaño de 1990 a 2000 es de 1088. Utilizando rentabilidades ajustadas por tamaño en lugar de rentabilidades ajustadas por mercado, el número de observaciones incluidas en la muestra empleada en el estudio es de 916 para el período 1991-2000 y 794 para el período 1991-1999.

capitalizada de cada título la rentabilidad capitalizada de la cartera-tamaño correspondiente.

Calculando MAR_{iT} y SAR_{iT} , nuestro objetivo es medir la respuesta completa del mercado a la información relevante aportada por la cuenta de resultados de la empresa i correspondiente al ejercicio cerrado en el año T , conocida progresivamente a lo largo del intervalo de medida por medio de los anuncios de resultados trimestrales y semestrales, mientras que $MAR_{i,T+1}$ y $SAR_{i,T+1}$ no deberán recoger la respuesta a esa información en un mercado eficiente. Más generalmente, MAR_{iT} (SAR_{iT}) medirá la respuesta del precio de las acciones de la empresa i a *todas* las noticias relevantes (esto es, que inducen una revisión de las expectativas del mercado acerca de los futuros cash-flows y/o del coste de capital de esa empresa) recibidas a lo largo del período de 12 meses que finaliza tres meses tras el fin del ejercicio cerrado en el año T , aportadas por la cuenta de resultados de ese ejercicio y por otras fuentes de información. De hecho, la cifra de resultados del ejercicio cerrado en el año T , obtenida mediante la aplicación de los principios y normas contables, no refleja de forma oportuna toda la información dotada de relevancia valorativa y conocida por el mercado en el período de cálculo de MAR_{iT} (SAR_{iT}) y, en sentido opuesto, también puede reflejar cierto *ruido* o información irrelevante desde el punto de vista de la valoración (por ejemplo, un exceso/defecto de la amortización contable de los activos sobre su depreciación económica).¹⁰

Con objeto de evitar un potencial sesgo de *percepción anticipada* en el contraste de la respuesta del mercado a los resultados de cada ejercicio, decidimos retrasar el período de medida de MAR_{iT} y $MAR_{i,T+1}$ (SAR_{iT} y $SAR_{i,T+1}$) tres meses tras el fin de los ejercicios cerrados en los años T y $T+1$, consistentemente con la literatura previa relacionada [Basu, 1997; Beaver et al, 1979]. Aunque la aprobación de las cuentas anuales auditadas tiene lugar generalmente con posterioridad a esa fecha, es plausible suponer que la cifra de resultados y sus componentes se conocen públicamente al término del tercer mes tras el cierre del ejercicio. De hecho, el artículo 35 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, obliga a las compañías cotizadas a presentar un avance de los resultados y sus estados financieros (balance y cuenta de

¹⁰La evidencia empírica hallada por Basu [1997] en el mercado de valores norteamericano y por García Lara y Mora Enguñados [2001] en varios países europeos incluyendo España, revela que la contabilidad es *conservadora* en el reflejo de las noticias relevantes, y la oportunidad del resultado

resultados) de cada trimestre y semestre, en el plazo de 45 días y dos meses, respectivamente. Así pues, dado que no conocemos con exactitud la fecha de anuncio de los estados correspondientes al segundo semestre para cada empresa y ejercicio, y que el intervalo utilizado para medir la rentabilidad anormal puede ser excesivamente *conservador* para evitar un posible sesgo de percepción anticipada, también calculamos MAR_{iT} y $MAR_{i,T+1}$ (SAR_{iT} y $SAR_{i,T+1}$) retrasando un mes el período de medida de 12 meses.

3.3 Estadísticos Descriptivos.

En la tabla 3 figuran los estadísticos descriptivos de los diferentes niveles y componentes del resultado (cambios anuales deflactados por el valor de mercado inicial) empleados en el estudio empírico. Dado que nuestra investigación pretende contrastar si existe una respuesta diferencial del mercado a los resultados revelados por las empresas de distinto tamaño, los estadísticos se presentan de forma separada para toda la muestra y para las submuestras de empresas pequeñas y grandes, con un valor de capitalización medido al término de cada año T inferior y superior, respectivamente, a la mediana del mercado.¹¹ El cálculo de las variables en términos de cambios por unidad monetaria de capitalización posibilita la comparación entre ambas categorías.

[Insertar tabla 3]

A la vista de la tabla 3, el crecimiento anual del beneficio neto de las empresas incluidas en la muestra sobre su valor de capitalización fue de aproximadamente un 3 por 100 en promedio a lo largo de la década analizada. Esta media se eleva a un 5,6 por 100 en el caso de las empresas pequeñas, mientras que para las empresas grandes no alcanza el 1 por 100, si bien la dispersión del crecimiento es mucho mayor para las primeras. La asimetría positiva y negativa que caracteriza la distribución del crecimiento del beneficio neto para las empresas pequeñas y grandes, respectivamente, es consistente con la diferencia observada en las medias.

La media y la desviación estándar del crecimiento anual deflactado del resultado de las actividades ordinarias y el resultado neto de la explotación también son

contable es significativamente más acentuada a la hora de reflejar *malas* noticias con una repercusión negativa sobre el valor de mercado de la empresa.

¹¹La suma de las observaciones correspondientes a las submuestras de empresas pequeñas y grandes no coincide con el total debido a la ausencia del valor de capitalización para un total de 11 observaciones empresa-año.

superiores para las empresas pequeñas, si bien la diferencia se atenúa con respecto a la observada para el beneficio neto. De hecho, para los niveles más distantes del resultado distribuible (como el resultado bruto de explotación, el valor añadido ajustado y el valor total de la producción), se aprecia un mayor crecimiento medio y una asimetría positiva más acusada en el caso de las empresas grandes. No obstante, la dispersión del crecimiento de todos los niveles continúa siendo mayor para las empresas pequeñas.

Especialmente destacable es el mayor crecimiento medio de la cifra de negocios por unidad monetaria de capitalización que muestran las empresas grandes (un 22,5 frente a un 3,1 por 100), acompañada de una acentuada asimetría positiva (negativa en el caso de las empresas pequeñas) de la distribución de esta variable. No obstante, ello combinado con el fuerte crecimiento medio de los gastos de distinta naturaleza en que incurrieron estas empresas, es lo que explica el menor crecimiento medio de su beneficio neto. En concreto, es especialmente destacable el incremento medio anual de un 20,5 por 100 que experimentaron los gastos de explotación de las empresas de mayor tamaño, frente al 0,7 por 100 observado para las empresas pequeñas.

4. Evidencia Empírica.

4.1 Análisis de Correlación.

Con carácter preliminar, analizamos la correlación entre las diferentes variables empleadas en el estudio como medida de los niveles y componentes inesperados del resultado actual (utilizando la expresión [2]) y de la respuesta contemporánea y diferida del mercado. La tabla 4 refleja estos coeficientes de correlación calculados sobre el panel de observaciones empresa-año disponibles, para la muestra completa y para las submuestras de empresas pequeñas y grandes. Por debajo de la diagonal de cada matriz figuran los coeficientes de correlación lineal o de Pearson, y por encima los coeficientes de correlación de rangos de Spearman.

[Insertar tabla 4]

A la vista de la tabla 4, se aprecia que el beneficio neto inesperado muestra una fuerte correlación lineal positiva con el resultado ordinario inesperado, la cual decrece con respecto a los niveles del resultado más alejados del beneficio distribuible. Asimismo, el beneficio neto inesperado está correlacionado negativamente con sus componentes de gastos financieros y extraordinarios, consistentemente con la definición

de tales componentes en términos de gasto-pérdida. Por el contrario, el signo de la relación del beneficio neto con la cifra de negocios y los gastos de explotación depende del coeficiente de correlación computado (lineal o de rangos) y el tamaño de las empresas.

Observando los coeficientes de correlación lineal, la relación de las cifras actuales de beneficio neto y resultado ordinario inesperado con la rentabilidad anormal futura es más acusada que con respecto a la rentabilidad anormal actual, lo que avala la existencia de una respuesta retardada del mercado, especialmente acusada para las empresas pequeñas. De hecho, el beneficio neto y el resultado ordinario son los niveles de resultado que muestran una mayor correlación positiva con la rentabilidad anormal a un año, para toda la muestra y con relación a las empresas pequeñas. En cambio, para las empresas grandes se aprecia que la correlación (lineal y de rangos) del beneficio neto y el resultado ordinario inesperados con la rentabilidad anormal a un año es negativa o sólo débilmente positiva, sugiriendo la ausencia de infra-reacción del mercado con respecto a esas empresas. Con respecto a otros niveles del resultado (como el valor total de la producción, el valor añadido ajustado o el resultado bruto de explotación), también se observa que la respuesta contemporánea del mercado es más acusada que la respuesta diferida, con independencia del tamaño de las empresas.

El análisis de la correlación de los componentes del beneficio neto con las rentabilidades anormales actuales y futuras revela que la respuesta diferida del mercado es más débil que la respuesta contemporánea. El componente que manifiesta mayor relevancia para el mercado es la cifra de negocios, mientras que el componente extraordinario muestra una correlación sólo ligeramente positiva o incluso negativa con las rentabilidades anormales. En relación con el gasto financiero neto inesperado, se aprecia una correlación negativa con la reacción de los precios, y en el caso de las empresas pequeñas la reacción diferida es muy superior a la respuesta actual cuando se observa la correlación lineal entre $UGFRO_{iT}$ y $MAR_{i,T+1}$ ó $SAR_{i,T+1}$. Esto sugiere una reacción del mercado adversa, pero también retrasada, ante un aumento (reducción) inesperado del gasto (ingreso) financiero neto.

Por último, cabe destacar la fuerte correlación positiva que existe entre las dos medidas de la rentabilidad anormal anual utilizadas en nuestro estudio. Consistentemente con la eficiencia débil del mercado, también se observa una débil

autocorrelación de las rentabilidades anormales, positiva para las empresas pequeñas y negativa para las empresas grandes.

4.2 Análisis de Regresión.

4.2.1 Respuesta de los Precios a la Información Aportada por la Cifra de Beneficio Neto.

Para contrastar la relevancia de la información aportada por la cifra de resultados del ejercicio actual y la oportunidad en la respuesta del mercado a esa información, estimamos la siguiente regresión sobre el panel de observaciones empresa-año disponibles para el período 1991-2000:

$$SAR_{iT} = \alpha_0 + \beta_0 (UB_{iT} / MV_{i,T-1}) + e_{iT} \quad [7]$$

en donde la pendiente β_0 mide la respuesta contemporánea y marginal de los precios al resultado inesperado deflactado de cada ejercicio. Por tanto, si UB_{iT} aporta información relevante y proporciona una *proxy* de la revisión en las expectativas del mercado sobre los cash-flows futuros de la empresa i operada a lo largo de la ventana de medida de SAR_{iT} en la que esa información es conocida, la hipótesis de eficiencia predice que la estimación del coeficiente β_0 será significativamente distinta de cero y positiva.

La regresión [7] también se estima utilizando como variable dependiente la rentabilidad anormal medida sobre la ventana de doce meses siguientes a la fecha en que suponemos pública y completamente conocida la cifra de resultados del ejercicio actual, de acuerdo con el siguiente modelo:

$$SAR_{i,T+1} = \alpha_1 + \beta_1 (UB_{iT} / MV_{i,T-1}) + e_{i,T+1} \quad [8]$$

La hipótesis nula a contrastar predice que el mercado es eficiente, de forma que SAR_{iT} captura la respuesta completa (e insesgada) de los precios a la información relevante aportada por UB_{iT} ; en cuyo caso $\beta_1=0$. En cambio, la hipótesis alternativa de infra-reacción del mercado a esa información supone que es posible predecir las rentabilidades anormales futuras utilizando el resultado inesperado actual; de manera que $\beta_1>0$.

La tabla 5 recoge los resultados de la estimación de los modelos [7] y [8].¹² Para la muestra completa se aprecia que los inversores perciben el cambio en los resultados para cada empresa y año sobre la media del mercado como una señal dotada de relevancia valorativa, a efectos de fijar el precio de las acciones, pero su reacción es diferida. Este patrón general de comportamiento también se constata con respecto a la submuestra de observaciones positivas del cambio anual en los resultados sobre el mercado, mientras que para los cambios negativos sobre el mercado la respuesta es oportuna. La infra-reacción o respuesta diferida de los inversores a los resultados inesperados positivos también se constata cuando utilizamos las expresiones [3] y [4], asumiendo un proceso de recorrido aleatorio puro o de reversión a la media.

[Insertar tabla 5]

Con objeto de contrastar si la reacción (contemporánea y retrasada) del mercado con respecto a la información que proporciona la cifra de beneficio neto difiere entre las empresas pequeñas y grandes, estimamos las regresiones [7] y [8] separadamente para ambas submuestras utilizando las rentabilidades ajustadas por el mercado como variable dependiente, y los resultados se recogen en las tablas 6 y 7. Los estudios de contenido informativo [Collins et al., 1987; Freeman, 1987] han constado que la respuesta de los precios en torno a la fecha de anuncio del resultado anual sólo es significativa para las empresas pequeñas, dado que para las grandes la información que proporciona esa cifra es más probable que se anticipe por otras vías. Sin embargo, sobre ventanas *largas* como la que empleamos en nuestro estudio no cabe observar esa respuesta contemporánea diferencial, si la cifra de resultados aporta información relevante, y tampoco debemos esperar una respuesta diferida más acentuada para las empresas pequeñas.

La tabla 6 pone de manifiesto que, en relación con las empresas pequeñas, el mercado percibe como relevante la información aportada por un resultado inesperado de signo tanto positivo como negativo, medido por el cambio en la cifra de resultados ajustado por el mercado. Sin embargo, la respuesta a un resultado inesperado negativo

¹²La evidencia hallada utilizando las rentabilidades ajustadas por el mercado como variable dependiente en las regresiones [5] y [6] no difiere en términos cualitativos de la hallada con las rentabilidades ajustadas por tamaño que se refleja en la tabla 5. Los resultados posteriores obtenidos tampoco difieren cuando se emplea uno u otra medida de la rentabilidad anormal, por lo que en las tablas sólo se presentan los hallados con las rentabilidades ajustadas por tamaño. Análogamente, sólo

es oportuna, mientras que la reacción ante un cambio actual positivo del resultado sobre el mercado se difiere a lo largo del año siguiente a la fecha de su conocimiento.¹³ Además, la estimación de la regresión contemporánea sobre la submuestra de observaciones negativas del resultado inesperado refleja que, si bien la pendiente β_0 es positiva, el intercepto α_0 también es significativamente distinto de cero y negativo. Esto parece indicar que, aunque los inversores perciben un cambio negativo de la cifra de resultado (con respecto al cambio medio del mercado) como relevante (y reaccionan de forma oportuna revisando a la baja sus expectativas de cash-flows futuros), también estiman que la reducción del resultado es *insuficiente* o sesgada al alza por la contabilidad.

[Insertar tabla 6]

En relación con las empresas grandes, la tabla 7 refleja que los precios de las acciones muestran una reacción contemporánea significativa a la información aportada por los cambios actuales tanto positivos como negativos del beneficio neto sobre el mercado, y ello también se aprecia cuando el resultado inesperado actual se mide por el cambio no ajustado o por el nivel ajustado. Asimismo, los inversores no infra-reaccionan a la información aportada por el cambio de los resultados de las empresas grandes ajustado por el cambio medio del mercado, de forma que no es posible predecir de forma significativa las rentabilidades anormales a un año a partir del cambio actual de los resultados sobre el mercado.

[Insertar tabla 7]

Con objeto de analizar con más detalle como se manifiesta la respuesta diferida de los precios a la información aportada por la cifra de beneficio neto, estimamos el modelo [8] utilizando como variable dependiente la rentabilidad anormal capitalizada progresivamente a lo largo de la ventana de estudio de 12 meses (desde el mes 4 hasta el mes 15) y como variable independiente el resultado inesperado medio según la expresión [2]. Dicha estimación se llevó a cabo para toda la muestra y para la submuestra de empresas pequeñas que revelan un resultado inesperado positivo, y los resultados se recogen en sendos paneles en la tabla 8.

reproducimos la evidencia hallada utilizando la expresión [2] para medir el resultado inesperado, comentando su confirmación o refutación cuando se emplean los modelos [3] y [4].

[Insertar tabla 8]

Ambos paneles ponen de manifiesto que la respuesta del mercado al resultado inesperado positivo o negativo del ejercicio actual revelado por la totalidad de las empresas y al resultado inesperado positivo anunciado por las empresas pequeñas aumenta progresivamente a lo largo de la ventana de estudio. Más concretamente, la relación entre la rentabilidad anormal diferida y el beneficio actual inesperado empieza a ser significativa cuando aquélla se mide sobre una ventana que abarca el tercer mes siguiente al mes $t=3$ a cuyo término suponemos públicamente conocida la cifra actual de beneficio. No obstante, resulta especialmente notable el aumento del coeficiente β_1 de respuesta y del coeficiente R^2 en el séptimo mes tras el cierre ($t=7$). Ello sugiere que el mercado espera al anuncio de resultados del primer semestre del ejercicio siguiente al corriente para reaccionar a la información aportada por la cifra de beneficio neto de este último. Con posterioridad, el coeficiente de respuesta de los precios también muestra un incremento destacable, aunque más atenuado, en los meses $t=11$ y $t=14$, que siguen al anuncio de los resultados del tercer cuatrimestre y segundo semestre del ejercicio siguiente al corriente.

4.2.2 Respuesta de los Precios a la Información Aportada por los Diferentes Niveles del Resultado.

Al margen de la cifra de beneficio neto o distribuible del ejercicio, también analizamos la respuesta del precio de las acciones a la información proporcionada por otros niveles o medidas del resultado. En la tabla 9 figuran los resultados de la estimación de las regresiones [7] y [8], incluyendo como variable independiente $UX_{i,t}$ el componente inesperado de cada nivel de resultado X ($X = VTP, VAA, RBE, RNE, RAO$) para cada empresa y año.

[Insertar tabla 9]

Cabe destacar que el mercado percibe como relevante la información aportada por los niveles del resultado actual más *primarios* o distantes de aquella cifra y, a diferencia de la evidencia hallada con respecto a la cifra de beneficio neto, no constatamos la existencia de una infra-reacción. En concreto, se aprecia una respuesta contemporánea

¹³Cuando el resultado inesperado se mide según las expresiones [3] y [4] continúa observándose una respuesta diferida significativa a los resultados inesperados de signo positivo revelados por las empresas pequeñas.

significativa de los precios con respecto al componente inesperado del valor total de la producción, el valor añadido ajustado y el resultado bruto de explotación del ejercicio actual. Además, esa respuesta sólo se manifiesta cuando se reciben *buenas* noticias y el resultado inesperado correspondiente es positivo. En cambio, cuando se reciben *malas* noticias encontramos que el intercepto α_0 es significativamente negativo y la pendiente β_0 no es significativa, indicando que el mercado reacciona a la baja, pero no proporcionalmente a los cambios negativos del resultado en relación con el cambio medio del mercado.

Con respecto al resultado ordinario antes de intereses e impuestos (*RNE*) y al resultado ordinario antes de impuestos (*RAO*) se aprecia que β_0 no es significativa.¹⁴ Asimismo, α_0 es significativamente positiva y negativa para cambios los positivos y negativos sobre el mercado, respectivamente. Por tanto, la magnitud de un cambio positivo o negativo en tales resultados no afecta a la revisión de las expectativas de cash-flows futuros, al menos a lo largo de los doce meses durante los cuales se conocen esos cambios. No obstante, sobre los doce meses siguientes si existe evidencia de una respuesta significativa de los precios a la información aportada por la cifra de resultado ordinario antes de impuestos, por lo que dicha información se percibe como relevante aunque se descuenta en el precio de las acciones con retraso. En particular, esa respuesta diferida sólo es significativa ante un resultado ordinario inesperado de signo positivo, al igual que ocurre con respecto al beneficio neto, y su magnitud (medida por la pendiente β_1 y el coeficiente R^2) es incluso más acentuada.¹⁵

4.2.3 Respuesta Incremental a los Diferentes Componentes del Resultado.

Como complemento de nuestro estudio sobre la respuesta contemporánea y diferida del mercado a la información aportada por la cifra de beneficio neto, a continuación analizamos la respuesta diferencial a cada uno de los cuatro componentes de esa cifra que hemos identificado. Para ello estimamos las regresiones [7] y [8]

¹⁴Por tanto, el mercado no percibe como relevante el resultado neto de explotación, pero si el resultado bruto de explotación, asimilable a la cifra de recursos generados o EBITDA (resultado ordinario antes de amortización, intereses e impuestos) y habitualmente utilizado en análisis financiero como subrogado del cash-flow.

¹⁵En relación con las empresas pequeñas, también constatamos que la infra-reacción con respecto a un resultado ordinario inesperado positivo es más acusado que ante un beneficio neto inesperado positivo, medidos ambos utilizando las expresiones [2] ó [3]. En cambio, asumiendo el modelo [4] sólo hay evidencia de una respuesta diferida significativa a un beneficio neto inesperado positivo.

incluyendo como variable independiente la información inesperada aportada por cada componente, y los resultados obtenidos figuran en la tabla 10.

[Insertar tabla 10]

De acuerdo con la definición de cada componente del resultado y la forma de cálculo de su fracción inesperada, un valor positivo (negativo) de $UCNG$ se debe interpretar como una *buena* (*mala*) noticia. En cambio, un valor negativo de $UGEXP$, $UGFRO$ o $UEXTR$ entraña una *buena* noticia, que puede obedecer, por ejemplo, a una reducción (aumento) del componente de gasto-pérdida (ingreso-beneficio) correspondiente, cuando el mercado experimenta en promedio bien un aumento (reducción) o bien una reducción (aumento) de menor cuantía. Por tanto, cabe esperar que el coeficiente de la regresión de MAR_{iT} (SAR_{iT}) sobre $UCNG_{iT}$ muestre un signo positivo, mientras que el coeficiente de regresión asociado a $UGEXP_{iT}$, $UGFRO_{iT}$ y $UEXTR_{iT}$ debería ser negativo.

La evidencia reflejada en la tabla 10 pone de manifiesto una asociación contemporánea significativa entre la información inesperada aportada por los tres componentes del resultado ordinario ($UCNG$, $UGEXP$ y $UGFRO$) y la respuesta de los precios, mientras que el componente extraordinario del beneficio neto no parece aportar información dotada de relevancia valorativa. La respuesta contemporánea del mercado sólo es significativa ante una cifra de negocios inesperada de signo positivo, y cuando los gastos operativos y financieros netos muestran una magnitud superior a la esperada. Especial interés reviste el signo positivo del coeficiente de regresión asociado a los gastos de explotación inesperados, contrario a la predicción inicial. Así pues, el mercado reacciona al alza (a la baja) ante las *malas* (*buenas*) noticias motivadas por un incremento (reducción) de tales gastos sobre el mercado. Ello puede obedecer a que los inversores perciben erróneamente los gastos operativos como inversión con capacidad de generación de beneficios futuros, en lugar de cómo la inversión *consumida* en el ejercicio actual para generar los ingresos realizados.¹⁶

¹⁶Adicionalmente, también contrastamos la respuesta de los precios a los diferentes sub-componentes de incluidos como parte de los gastos operativos de acuerdo con el modelo de la tabla 2. La evidencia hallada indica que el mercado sólo percibe como relevante el consumo de mercaderías y materiales más los gastos de explotación externos. En cambio, no se aprecia una respuesta significativa a la información aportada por la variación de existencias de productos terminados, los gastos de personal o la dotación a la amortización del inmovilizado y las provisiones de circulante.

La respuesta retardada de los precios a los diferentes componentes de la cifra de resultado actual sólo se muestra significativa con respecto a la cifra de negocios y los gastos financieros. La respuesta retardada a la cifra de negocios es relativamente débil en comparación con la respuesta contemporánea, y no hay evidencia de una respuesta retardada significativa a la información aportada por las *buenas* o *malas* noticias aportadas por este componente. En cambio, resulta especialmente notable la reacción diferida de los precios a la información aportada por los gastos financieros, media por la magnitud tanto del coeficiente de respuesta β_1 como del coeficiente R^2 . En concreto, los inversores reaccionan con un retardo significativo (o infra-reaccionan) tan sólo ante la *buen*a noticia que supone el conocimiento de unos gastos (ingresos) financieros netos inferiores (superiores) a los esperados, mientras que ante una *mal*a noticia en relación con el componente financiero del resultado se aprecia una respuesta oportuna significativa.

La evidencia previa indica que la repuesta retardada del precio de las acciones difiere con respecto a los distintos componentes del resultado identificados. Nuestro siguiente objetivo es contrastar la respuesta diferida *incremental* del mercado a cada uno los cuatro componentes del beneficio neto actual; esto es, cuál o cuáles de los componentes del beneficio neto son responsables en mayor medida de la respuesta retardada de los precios que evidencia la tabla 5. Para ello estimamos la regresión [8] incluyendo simultáneamente dos, tres y los cuatro componentes como variables independientes. Los resultados de la estimación de este modelo multivariante figuran en la tabla 11.

[Insertar tabla 11]

A la vista de esta tabla, se aprecia que la notable capacidad predictiva de los gastos financieros netos con respecto a las rentabilidades futuras evidenciada cuando dicho componente se considera aisladamente se mantiene cuando se incluyen como variables predictivas adicionales los restantes componentes del beneficio neto actual. No obstante, ello sólo es cierto cuando se observa un beneficio neto inesperado positivo. En cambio, cuando la cifra de beneficio neto es inferior a la esperada, a pesar de que los resultados de la tabla 5 indican la ausencia de infra-reacción, hay evidencia de una respuesta retardada a la cifra de negocios inesperada.

La estimación separada del modelo que incluye los cuatro componentes del beneficio neto para las submuestras de empresas pequeñas y grandes, revela que sólo para las primeras se observan dos componentes con capacidad predictiva estadísticamente significativa: la cifra de negocios y los gastos financieros netos. Para las empresas pequeñas con un beneficio neto inferior al esperado se aprecia una relación sólo débilmente significativa entre la rentabilidad anormal a un año y la cifra de negocios actual inesperada. En el caso de las empresas pequeñas cuyo beneficio neto es superior al esperado, el gasto financiero neto inesperado es el único componente significativo y, además, sólo cuando aporta *buenas* noticias ($UGFRO_{iT} < 0$). De hecho, la significativa respuesta diferida del mercado a un beneficio neto inesperado positivo revelado por las empresas pequeñas, que refleja la tabla 6, deja de ser significativa en aquellos casos (74 observaciones) para los que $UGFRO_{iT} > 0$, caracterizados por un aumento (reducción) del gasto (ingreso) financiero neto sobre el mercado.

Por tanto, la infra-reacción del mercado se concentra especialmente en las empresas pequeñas que revelan una cifra de beneficio neto superior a la esperada, y la respuesta diferida del mercado sólo es significativa cuando ese resultado inesperado positivo obedece, al menos en parte, a que los gastos (ingresos) financieros netos resultan ser inferiores (superiores) a las expectativas. En tales casos, la respuesta retardada del precio a las *buenas* noticias aportadas en conjunto por la cifra de resultado está motivada exclusivamente por la respuesta retardada a ese componente.

5. Resumen y Conclusiones.

La cifra de resultados constituye, sin duda, la media de creación de valor más ampliamente utilizada por inversores y analistas en el mercado de capitales. En un mercado eficiente, los inversores revisarán sus expectativas acerca de los futuros cash-flows y/o del coste de capital de cada empresa tan pronto como sea públicamente conocida cualquier información relevante. Si la cifra contable de resultados aporta información dotada de relevancia valorativa, no será posible predecir una rentabilidad anormal futura significativa en promedio utilizando esa cifra. La hipótesis de infra-reacción supone, en cambio, que el resultado inesperado conocido en cada ejercicio subroga la revisión en las expectativas del mercado, y predice un retraso sistemático en la revisión al alza (a la baja) del valor de las compañías que revelan un resultado

inesperado positivo (negativo), que son infravaloradas (sobrevaloradas). En tal caso, el signo y magnitud del resultado inesperado actual permiten predecir y cuantificar el futuro comportamiento alcista o bajista del precio de las acciones, cuando las expectativas iniciales sean revisadas y se corrija el error de valoración.

Este trabajo analiza la respuesta contemporánea y diferida de los precios de una muestra de acciones negociadas en el mercado español con respecto a la información aportada por la cifra de resultados (así como por sus niveles y componentes) correspondiente a los ejercicios cerrados desde enero de 1991 hasta diciembre de 2000, contrastando la existencia de una posible infra-reacción de los inversores. Ello cobra especial relieve a tenor de la escasa evidencia hallada al respecto fuera del mercado norteamericano, y busca confirmar si hay un error sistemático o generalizado en el procesamiento de la información contable. La información aportada por la cifra de resultados, sus niveles y componentes se estima utilizando tres modelos alternativos de series temporales. La respuesta del mercado se mide utilizando las rentabilidades anormales (ajustadas por el mercado y por tamaño) capitalizadas a lo largo de la ventana de doce meses en la que suponemos se conoce aquella información (que finaliza tres meses tras el cierre del ejercicio actual) y sobre la ventana de doce meses siguiente.

La evidencia hallada confirma que el mercado percibe como relevante la revelación de un resultado distinto del esperado. Sin embargo, la respuesta a un beneficio neto inesperado negativo es oportuna, mientras que el descuento de la información aportada por una cifra de beneficio neto superior a la esperada en el ejercicio actual se difiere a lo largo del año siguiente a su conocimiento. Dado que los componentes extraordinarios del beneficio neto no se perciben como relevantes, la respuesta retardada con respecto a un resultado ordinario antes de impuestos superior al esperado es incluso más acusada. Asimismo, esa infra-reacción es evidente respecto de las empresas pequeñas, para las que la respuesta diferida del mercado sólo es significativa cuando el resultado inesperado positivo obedece, al menos en parte, a que los gastos (ingresos) financieros netos son inferiores (superiores) a las expectativas, y está motivada exclusivamente por una reacción retardada a ese componente.

Referencias.

Abarbanell, J.S. y B.J. Bushee [1997]: "Fundamental analysis, future earnings and stock prices", *Journal of Accounting Research* 35: 1-24.

- Abarbanell, J.S. y B.J. Bushee [1998]: "Abnormal returns to a fundamental analysis strategy", *Accounting Review* 73: 19-45.
- Ali, A. y P. Pope [1995]: "The incremental information content of earnings, funds flow and cash flow", *Journal of Business, Finance & Accounting* 22: 19-34.
- Ball, R. [1992]: "The earnings price anomaly", *Journal of Accounting and Economics* 15: 319-345.
- Ball, R. y E. Bartov [1996]: "How naïve is the stock market's use of earnings information?", *Journal of Accounting and Economics* 21: 319-337.
- Ball, R. y P. Brown [1968]: "An empirical evaluation of accounting earnings numbers", *Journal of Accounting Research* 6: 159-178.
- Bartov, E.; I. Krinsky y S. Radhakrishnan [2000]: "Investor sophistication and patterns in stock returns after earnings announcements", *Accounting Review* 75: 43-63.
- Basu, S. [1997]: "The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings", *Journal of Accounting and Economics* 24: 3-37.
- Beaver, W., R. Clark y W. Wright [1979]: "The association between unsystematic security returns and the magnitude of earnings forecast errors", *Journal of Accounting Research* 17: 316-340.
- Beaver, W., R. Lambert, y D. Morse [1980]: "The information content of security prices", *Journal of Accounting and Economics* 2: 3-28.
- Bernard, V. [1993]: "Stock price reactions to earnings announcements: A summary of recent anomalous evidence and possible explanations", en R. Thaler (ed.): *Advances in Behavioral Finance*, Russell Stage Foundation Publisher: New York.
- Bernard, V. y J. Thomas [1989]: "Post earnings announcement drift: Delayed price response or risk premium?", *Journal of Accounting Research* 27 (supplement): 1-36.
- Bernard, V. y J. Thomas [1990]: "Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings", *Journal of Accounting and Economics* 13: 305-340.
- Booth, G., J. Kallunki y T. Martikainen [1996]: "Post announcement drift and income smoothing: Finnish evidence", *Journal of Business Finance and Accounting* 23: 197-211
- Booth, G., J. Kallunki y T. Martikainen [1997]: "Delayed price response to the announcement of earnings and its components in Finland", *European Accounting Review* (6) 3: 377-392.
- Brooks, L. y D. Buckmaster [1976]: "Further evidence of the time series properties of accounting income", *Journal of Finance* 31: 1359-1373.
- Brooks, L. y D. Buckmaster [1980]: "First difference signals and accounting income time series properties", *Journal of Business, Finance and Accounting* 7: 437-454.
- Brown, L.D. y J.C. Han [2000]: "Do stock prices reflect the implications of current earnings for future earnings for all firms?", *Journal of Accounting Research* 38: 149-164.
- Brown, L. y M. Rozeff [1979]: "Adaptative expectations, time-series models, and analyst forecast revision", *Journal of Accounting Research* 17: 341-351.
- Chan, K. [1988]: "On the contrarian investment strategy", *Journal of Business* 61: 147-163.
- Collins, D., S. Kothari y J. Rayburn [1987]: "Firm size and the information content of prices with respect to earnings", *Journal of Accounting and Economics* 9: 111-138.

- De Bondt, R. y W. Thaler [1985]: "Does the stock market overreact?", *Journal of Finance* 40: 793-805.
- Fama, E.F. [1998]: "Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance", *Journal of Financial Economics* 49: 283-306.
- Forner, C. y J. Marhuenda [2001]: "¿Existe en el mercado español un efecto sobre-reacción?", *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 107: 39-66.
- Foster, G. [1977]: "Quarterly accounting data: Time series properties and predictive ability results", *Accounting Review* 52: 1-21.
- Foster, G., C. Olsen, y T. Shlevin [1984]: "Earnings releases, anomalies, and the behavior of security stock returns", *Accounting Review* 59: 574-603.
- Freeman, R. [1987]: "The association between accounting earnings and security returns for large and small firms", *Journal of Accounting and Economics* 9: 195-228.
- Freeman, R. y S. Tse [1989]: "The multiperiod information content of accounting earnings: Confirmations and contradictions of previous earnings reports", *Journal of Accounting Research* 27 (supplement): 49-79.
- García-Ayuso, M. y J.A. Rueda [2003]: "Sobre-reacción e infra-reacción de los inversores en el mercado de capitales español", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, forthcoming in the *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 115.
- García, J.M. y A. Mora [2001]: "Conservatism and the asymmetric timeliness of earnings in Europe. An alternative approach to exclude market wide effects", working paper, University of Valencia.
- Griffin, P. [1977]: "The time-series behavior of quarterly earnings: Preliminary evidence", *Journal of Accounting Research* 15: 71-83.
- Hirshleifer, D., J.N. Myers, L.A. Myers y S.H. Teoh [2002]: "Do individual investors drive post-earnings announcement drift?", working paper.
- Jegadeesh, N. y S. Titman [1993]: "Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency", *Journal of Finance* 48: 65-91.
- Lev, B. y R. Thiagarajan [1993]: "Fundamental information analysis", *Journal of Accounting Research* 31; 190-215.
- Livnat, J. y P. Zarowin [1990]: "The incremental information content of cash-flow components", *Journal of Accounting and Economics* 12: 25-46.
- Liu, W., N. Strong y X. Xu [2000]: "Post-earnings announcement drift in the UK", working paper.
- Ou, J. y S. Penman [1989a]: "Financial statement analysis and the prediction of stock returns", *Journal of Accounting and Economics* 11: 295-329.
- Ou, J. and S. Penman [1989b]: "Accounting measurement, price-earnings ratio, and the informational content of security prices", *Journal of Accounting Research* 27 (supplement): 111-144.
- Rangan, S. y R.G. Sloan [1998]: "Implications of the integral approach to quarterly reporting for the post-earnings-announcement drift", *Accounting Review* 73: 353-371.
- Soffer, L.C. y T. Lys [2000]: "Post-earnings announcement drift and the dissemination of predictable information", *Contemporary Accounting Research* 16: 305-331.
- White, H. [1980]: "A heteroscedasticity-consistent covariance estimator and a direct test for heteroscedasticity", *Econometrica* 48: 817-838.
- Zarowin, P. [1989]: "Does the stock market overreact to corporate earnings information?", *Journal of Finance* 44: 1385-1399.

Tabla 1.
Distribución de las Empresas Incluidas en la Muestra durante el Período 1991-2000, según los Años de Permanencia y el Sector.

Años	N	%	Sector	Muestra		IGBM ¹	
				N	%	N	%
1	13	9,2%					
2	18	12,8%	Eléctricas	14	9,9%	7	6,7%
3	9	6,4%	Alimentación, bebidas y tabaco	16	11,3%	14	13,5%
4	9	6,4%	Construcción	20	14,2%	10	9,6%
5	6	4,3%	Metal-mecánica	21	14,9%	13	12,5%
6	6	4,3%	Petróleos y químicas	19	13,5%	14	13,5%
7	8	5,7%	Comunicaciones	7	5,0%	6	5,8%
8	11	7,8%	Otras industrias y servicios	35	24,8%	30	28,8%
9	16	11,3%	Nuevas tecnologías	9	6,4%	10	9,6%
10	45	31,9%					
Total	141	100,0%	Total	141	100,0%	104	100,0%

¹ Índice general de la Bolsa de Madrid para el año 2000. Excluidos bancos, financieras y sociedades de cartera e inversión.

Tabla 2.
Modelo de Cuenta de Resultados Consolidada.

CONCEPTOS	CLAVE
+ Importe neto de la cifra de negocios	CNG
+ Otros ingresos	
+/- Variación de existencias de productos terminados y en curso	
= VALOR TOTAL DE LA PRODUCCIÓN	VTP
- Compras netas	
+/- Variación de existencias de mercaderías, materias primas y otras materias consumibles	
- Gastos de explotación externos	
= VALOR AÑADIDO AJUSTADO	VAA
+/- Otros gastos e ingresos	
- Gastos de personal	
= RESULTADO BRUTO DE EXPLOTACIÓN	RBE
- Dotación a la amortización del inmovilizado	
- Dotación al fondo de reversión	
- Dotación a las provisiones de circulante (de tráfico y existencias)	
= RESULTADO NETO DE EXPLOTACIÓN	RNE
- Gastos financieros	
+ Ingresos financieros	
+ Intereses y diferencias de cambio capitalizadas	
- Dotación a las provisiones financieras	
+/- Participación en resultados de sociedades puestas en equivalencia	
- Amortización del fondo de comercio de consolidación	
- Reversión de diferencias negativas de consolidación	
= RESULTADO DE ACTIVIDADES ORDINARIAS	RAO
+/- Resultados procedentes del inmovilizado inmaterial, material y de la cartera de control	
- Dotación a las provisiones de inmovilizado inmaterial, material y de la cartera de control	
+/- Resultado por operaciones con acciones y obligaciones propias	
+/- Resultados de ejercicios anteriores	
+/- Otros resultados extraordinarios	
= RESULTADO CONSOLIDADO ANTES DE IMPUESTOS	
- Impuesto sobre beneficios	
= RESULTADO CONSOLIDADO DEL EJERCICIO	
+/- Resultado atribuido a socios externos	
= RESULTADO DEL EJERCICIO ATRIBUIDO A LA SOCIEDAD DOMINANTE (BENEFICIO NETO)	B

Tabla 3.
Estadísticos Descriptivos de los Niveles y Componentes del Resultado.¹

	$\frac{\Delta VTP_{i,T}}{MV_{i,T-1}}$	$\frac{\Delta VAA_{i,T}}{MV_{i,T-1}}$	$\frac{\Delta RBE_{i,T}}{MV_{i,T-1}}$	$\frac{\Delta RNE_{i,T}}{MV_{i,T-1}}$	$\frac{\Delta RAO_{i,T}}{MV_{i,T-1}}$	$\frac{\Delta B_{i,T}}{MV_{i,T-1}}$	$\frac{\Delta CNG_{i,T}}{MV_{i,T-1}}$	$\frac{\Delta GEXP_{i,T}}{MV_{i,T-1}}$	$\frac{\Delta GFRO_{i,T}}{MV_{i,T-1}}$	$\frac{\Delta EXTR_{i,T}}{MV_{i,T-1}}$
Muestra completa (N = 918)										
Media	0,1230	0,0268	0,0246	0,0203	0,0219	0,0293	0,1169	0,0966	-0,0016	-0,0074
Desviación estándar	0,9699	0,2820	0,2415	0,2789	0,3356	0,6611	0,9474	0,9485	0,2289	0,5377
Coefficiente de asimetría	1,2362	1,2316	1,1320	1,6825	-0,6928	4,0407	0,6149	-0,3085	17,6650	-8,7819
Mínimo	-8,1859	-1,8986	-1,8223	-2,2972	-3,3373	-8,1720	-7,9490	-8,3853	-1,4481	-9,5631
Percentil 1	-2,6265	-0,7907	-0,6212	-0,7892	-0,8857	-1,5510	-2,4992	-3,5236	-0,5177	-1,2187
Percentil 25	-0,0176	-0,0120	-0,0081	-0,0127	-0,0140	-0,0135	-0,0108	-0,0101	-0,0146	-0,0120
Mediana	0,0683	0,0237	0,0172	0,0123	0,0133	0,0082	0,0650	0,0556	-0,0004	0,0036
Percentil 75	0,2515	0,0822	0,0580	0,0443	0,0470	0,0321	0,2391	0,2205	0,0131	0,0239
Percentil 99	3,3118	0,8195	0,8656	0,9982	1,1591	1,8322	3,1956	3,0912	0,2294	1,1038
Máximo	9,9639	3,2842	2,4615	2,7918	3,1455	9,7903	8,9570	8,7436	5,8379	5,1260
Submuestra empresas pequeñas (N = 451)										
Media	0,0339	0,0015	0,0208	0,0242	0,0318	0,0561	0,0309	0,0067	-0,0076	-0,0243
Desviación estándar	1,0696	0,3512	0,3094	0,3676	0,4365	0,9218	1,0519	1,1003	0,3202	0,7656
Coefficiente de asimetría	-1,5827	1,1779	1,2931	1,9559	0,2909	3,0835	-1,7367	-2,4656	13,1634	-6,1570
Mínimo	-8,1859	-1,8986	-1,7600	-1,8202	-3,0461	-8,1720	-7,9490	-8,3853	-1,4481	-9,5631
Percentil 1	-3,5515	-1,0521	-0,8587	-1,1412	-1,4060	-2,1276	-3,7210	-4,9804	-0,7394	-2,2121
Percentil 25	-0,1271	-0,0483	-0,0319	-0,0366	-0,0292	-0,0399	-0,1239	-0,0773	-0,0273	-0,0265
Mediana	0,0555	0,0194	0,0167	0,0097	0,0131	0,0071	0,0491	0,0433	-0,0010	0,0006
Percentil 75	0,2937	0,0873	0,0680	0,0520	0,0651	0,0623	0,2753	0,2899	0,0205	0,0349
Percentil 99	2,8328	0,7773	1,1739	1,2950	1,4657	2,8925	2,8660	2,8528	0,2954	1,3328
Máximo	5,1024	3,2842	2,4615	2,7918	3,1455	9,7903	5,4765	4,3740	5,8379	5,1260

Submuestra empresas grandes (N = 456)										
Media	0,2298	0,0583	0,0318	0,0198	0,0177	0,0083	0,2249	0,2052	0,0021	0,0094
Desviación estándar	0,8305	0,1718	0,1196	0,0981	0,1091	0,1023	0,7736	0,7329	0,0425	0,0537
Coefficiente de asimetría	7,6372	3,8167	5,0532	2,7073	0,2934	-2,2506	7,5889	7,6107	3,7558	5,4737
Mínimo	-2,5765	-0,7121	-0,4858	-0,6092	-1,0954	-1,0833	-2,1598	-2,1014	-0,1940	-0,2578
Percentil 1	-0,8812	-0,2430	-0,2416	-0,2418	-0,2490	-0,2976	-0,6065	-0,4303	-0,1021	-0,0861
Percentil 25	0,0125	0,0087	0,0030	-0,0022	-0,0005	-0,0022	0,0125	0,0068	-0,0096	-0,0038
Mediana	0,0875	0,0290	0,0178	0,0131	0,0137	0,0085	0,0828	0,0609	-0,0002	0,0048
Percentil 75	0,2201	0,0784	0,0545	0,0379	0,0359	0,0224	0,2182	0,1701	0,0088	0,0177
Percentil 99	3,3985	0,8369	0,3774	0,3008	0,3200	0,2470	3,2992	3,2437	0,1475	0,1487
Máximo	9,9639	1,7069	1,4889	1,0002	1,0155	0,7735	8,9570	8,7436	0,4862	0,6512

¹ Los diferentes niveles y componentes del resultado se definen en la tabla 2 ($X = \text{VTP, VAA, RBE, RNE, RAO, B, CNG, GEXP, GFRO, EXTR}$), siendo VTP=valor total de la producción, VAA=valor añadido ajustado, RBE=resultado bruto de la explotación, RNE=resultado neto de la explotación, RAO=resultado de las actividades ordinarias, B=beneficio neto distribuible, CNG=importe neto de la cifra de negocios, GEXP=CNG-RNE, GFRO=RNE-RAO, y EXTR=RAO-B.

Para cada empresa i y año T ($T=1991, \dots, 2000$), $\Delta X_{iT}/MV_{i,T-1}$ es el cambio en el nivel o componente X del resultado del ejercicio cerrado en el año T con respecto al ejercicio precedente dividido por el valor de capitalización de la empresa observado en la fecha de fin del ejercicio cerrado en $T-1$.

Las empresas pequeñas y grandes son aquellas cuyo valor de capitalización medido al término de cada año T es inferior y superior, respectivamente, a la mediana del mercado.

Los estadísticos descriptivos de cada variable se calculan sobre un panel de N observaciones empresa-año disponibles en cada caso sobre el período 1991-2000.

Tabla 4.
Correlación entre Variables.¹

Todas las empresas														
	UVTP _{iT}	UVAA _{iT}	URBE _{iT}	URNE _{iT}	URAO _{iT}	UB _{iT}	UCNG _{iT}	UGEXP _{iT}	UGFRO _{iT}	UEXTR _{iT}	MAR _{iT}	MAR _{i,T+1}	SAR _{iT}	SAR _{i,T+1}
UVTP _{iT}		0,6891	0,5216	0,4263	0,3529	0,3350	0,9397	0,8470	0,0848	0,0523	0,2664	0,0822	0,2120	0,0863
UVAA _{iT}	0,6817		0,7875	0,6201	0,5034	0,4316	0,6752	0,5156	0,1309	0,1429	0,2289	0,0544	0,1886	0,0626
URBE _{iT}	0,3201	0,7058		0,8659	0,7576	0,6288	0,5017	0,2763	-0,0370	0,1036	0,2223	0,0454	0,1795	0,0346
URNE _{iT}	0,1053	0,4498	0,7865		0,8679	0,7172	0,3995	0,1352	-0,1300	0,0565	0,2288	0,1012	0,2025	0,0743
URAO _{iT}	0,0079	0,0887	0,2317	0,5167		0,7644	0,3275	0,0949	-0,4446	0,0930	0,2661	0,1106	0,2153	0,0879
UB _{iT}	-0,0593	-0,0277	0,0896	0,2914	0,8536		0,3014	0,0966	-0,3150	-0,3893	0,2323	0,0621	0,1859	0,0545
UCNG _{iT}	0,9832	0,6587	0,2814	0,0782	-0,0043	-0,0739		0,9144	0,1045	0,0541	0,2447	0,0845	0,1975	0,0824
UGEXP _{iT}	0,9297	0,5091	0,0393	-0,2231	-0,1596	-0,1600	0,9542		0,1690	0,0427	0,1919	0,0723	0,1486	0,0658
UGFRO _{iT}	0,0292	0,0636	0,0243	-0,2219	-0,9494	-0,8651	0,0331	0,0996		-0,0382	-0,1253	-0,0735	-0,1214	-0,0548
UEXTR _{iT}	0,1262	0,1934	0,1944	0,2574	-0,0565	-0,5683	0,1351	0,0546	0,1585		0,0747	0,0321	0,0692	0,0285
MAR _{iT}	0,2203	0,1805	0,1686	0,0976	0,0843	0,1847	0,2104	0,1771	-0,0592	-0,2213		0,0126	0,8793	0,0573
MAR _{i,T+1}	0,0646	0,0349	0,0296	0,1481	0,3082	0,2528	0,0705	0,0249	-0,2968	0,0033	0,0220		0,0238	0,8731
SAR _{iT}	0,2167	0,1661	0,1411	0,0620	0,0545	0,1550	0,2104	0,1874	-0,0392	-0,2111	0,9430	0,0198		0,0506
SAR _{i,T+1}	0,0803	0,0390	0,0194	0,1272	0,2962	0,2494	0,0859	0,0454	-0,2907	-0,0101	0,0411	0,9434	0,0332	

Submuestra empresas pequeñas														
	UVTP _{iT}	UVAA _{iT}	URBE _{iT}	URNE _{iT}	URAO _{iT}	UB _{iT}	UCNG _{iT}	UGEXP _{iT}	UGFRO _{iT}	UEXTR _{iT}	MAR _{iT}	MAR _{i,T+1}	SAR _{iT}	SAR _{i,T+1}
UVTP _{iT}		0,6322	0,4135	0,3365	0,2496	0,2392	0,9272	0,8387	0,1192	0,0324	0,2184	0,1179	0,2047	0,1405
UVAA _{iT}	0,6620		0,7460	0,5781	0,4565	0,3752	0,6132	0,4570	0,1210	0,1394	0,1179	0,0613	0,1166	0,0776
URBE _{iT}	0,2346	0,6793		0,8403	0,7268	0,5562	0,3987	0,1959	-0,0228	0,1182	0,1346	0,0565	0,1404	0,0308
URNE _{iT}	0,0382	0,4291	0,7791		0,8414	0,6482	0,3088	0,0606	-0,0975	0,0528	0,1617	0,1265	0,1814	0,0906
URAO _{iT}	-0,0151	0,0788	0,2228	0,5147		0,7047	0,2326	0,0226	-0,4368	0,0966	0,2112	0,1449	0,1869	0,1150
UB _{iT}	-0,0891	-0,0419	0,0784	0,2860	0,8534		0,2053	0,0323	-0,2842	-0,4262	0,2012	0,1297	0,1701	0,0948
UCNG _{iT}	0,9788	0,6323	0,1942	0,0108	-0,0272	-0,1036		0,9124	0,1277	0,0485	0,1704	0,1112	0,1705	0,1260
UGEXP _{iT}	0,9058	0,4427	-0,0927	-0,3429	-0,2080	-0,1988	0,9355		0,1950	0,0408	0,1438	0,0684	0,1402	0,0882
UGFRO _{iT}	0,0300	0,0625	0,0236	-0,2290	-0,9525	-0,8670	0,0340	0,1137		-0,0634	-0,1629	-0,0988	-0,1649	-0,0774
UEXTR _{iT}	0,1469	0,2046	0,2016	0,2643	-0,0568	-0,5690	0,1555	0,0526	0,1580		0,0378	-0,0216	0,0432	0,0005
MAR _{iT}	0,1701	0,1180	0,1589	0,0809	0,0943	0,2306	0,1497	0,1124	-0,0775	-0,2928		0,0258	0,8722	0,0603
MAR _{i,T+1}	0,1053	0,0433	0,0380	0,1712	0,3470	0,2851	0,1120	0,0443	-0,3329	0,0023	0,0519		0,0374	0,8749
SAR _{iT}	0,1634	0,1034	0,1328	0,0428	0,0596	0,1948	0,1502	0,1262	-0,0525	-0,2785	0,9454	0,0417		0,0575
SAR _{i,T+1}	0,1398	0,0538	0,0295	0,1499	0,3312	0,2797	0,1434	0,0813	-0,3227	-0,0131	0,0618	0,9601	0,0481	

Submuestra empresas grandes														
	UVTP _{iT}	UVAA _{iT}	URBE _{iT}	URNE _{iT}	URAO _{iT}	UB _{iT}	UCNG _{iT}	UGEXP _{iT}	UGFRO _{iT}	UEXTR _{iT}	MAR _{iT}	MAR _{i,T+1}	SAR _{iT}	SAR _{i,T+1}
UVTP _{iT}		0,7622	0,6806	0,5607	0,5179	0,4932	0,9569	0,8554	0,0143	0,0655	0,2864	0,0014	0,1740	-0,0323
UVAA _{iT}	0,7807		0,8509	0,6849	0,5856	0,5328	0,7561	0,5904	0,1350	0,1304	0,3248	0,0114	0,2359	-0,0010
URBE _{iT}	0,6524	0,8684		0,9040	0,8074	0,7426	0,6528	0,3900	-0,0686	0,0699	0,3170	0,0132	0,2093	0,0191
URNE _{iT}	0,4906	0,7248	0,9195		0,9096	0,8235	0,5352	0,2427	-0,1895	0,0549	0,3071	0,0552	0,2179	0,0368
URAO _{iT}	0,4467	0,6079	0,8284	0,9361		0,8523	0,4798	0,2084	-0,4602	0,0862	0,3481	0,0623	0,2591	0,0470
UB _{iT}	0,3336	0,4777	0,6794	0,8129	0,8506		0,4604	0,2021	-0,3640	-0,3323	0,2900	-0,0265	0,2199	0,0010
UCNG _{iT}	0,9909	0,7604	0,6163	0,4631	0,4164	0,3063		0,9150	0,0531	0,0435	0,2996	0,0165	0,1868	-0,0211
UGEXP _{iT}	0,9795	0,7044	0,5264	0,3554	0,3159	0,2153	0,9928		0,1152	0,0292	0,2188	0,0536	0,1183	0,0003
UGFRO _{iT}	0,0709	0,2484	0,1293	0,0149	-0,3300	-0,2575	0,0829	0,0840		-0,0015	-0,0997	-0,0471	-0,0809	-0,0330
UEXTR _{iT}	0,2302	0,2715	0,3047	0,2459	0,2831	-0,2588	0,2224	0,2028	-0,1051		0,1035	0,0990	0,0852	0,0556
MAR _{iT}	0,2796	0,3346	0,2353	0,2514	0,2876	0,2514	0,2917	0,2751	-0,1149	0,0678		-0,0471	0,8787	0,0025
MAR _{i,T+1}	-0,0072	0,0296	0,0091	0,0201	0,0208	-0,0081	-0,0095	-0,0095	-0,0238	0,0571	-0,0404		-0,0335	0,8684
SAR _{iT}	0,2833	0,3233	0,2038	0,2189	0,2473	0,2096	0,2942	0,2809	-0,1007	0,0647	0,9388	-0,0264		-0,0066
SAR _{i,T+1}	-0,0475	-0,0025	-0,0128	-0,0103	0,0047	-0,0242	-0,0466	-0,0477	-0,0453	0,0502	-0,0052	0,8783	-0,0033	

¹ Los diferentes niveles y componentes del resultado se definen en la tabla 2 ($X = VTP, VAA, RBE, RNE, RAO, B, CNG, GEXP, GFRO$ y $EXTR$), siendo VTP =valor total de la producción, VAA =valor añadido ajustado, RBE =resultado bruto de la explotación, RNE =resultado neto de la explotación, RAO =resultado de las actividades ordinarias, B =beneficio neto distribuible, CNG =importe neto de la cifra de negocios, $GEXP=CNG-RNE$, $GFRO=RNE-RAO$, y $EXTR=RAO-B$.

Para cada empresa i y año $T=1991, \dots, 2000$, UX_{iT} ($UX_{i,T+1}$) es el cambio en el nivel X del resultado del ejercicio cerrado en el año T ($T+1$) con respecto al ejercicio precedente dividido por el valor de capitalización de la empresa observado en la fecha de fin del ejercicio cerrado en $T-1$ (T) y ajustado por el cambio deflactado medio del mercado. MAR_{iT} ($MAR_{i,T+1}$) es la rentabilidad de las acciones de la empresa i capitalizada a lo largo de la ventana de 12 meses que termina el tercer mes tras el fin del ejercicio cerrado en el año T ($T+1$), ajustada por la rentabilidad capitalizada del mercado sobre esa misma ventana. SAR_{iT} ($SAR_{i,T+1}$) es la rentabilidad de las acciones de la empresa i capitalizada a lo largo de la ventana de 12 meses que termina el tercer mes tras el fin del ejercicio cerrado en el año T ($T+1$), ajustada por la rentabilidad capitalizada sobre esa misma ventana de la cartera-tamaño en la que resulta incluida la empresa i al término de los años $T-1$ y T (T y $T+1$). Las carteras-tamaño se forman en número de diez al término de los años 1990 a 2000, ordenando todas las empresas (con valor de capitalización disponible en esa fecha y al menos una observación de su rentabilidad mensual en el año siguiente) según su capitalización y utilizando los deciles de la distribución de esa variable.

Las empresas pequeñas y grandes son aquellas cuyo valor de capitalización medido al término de cada año T es inferior y superior, respectivamente, a la mediana del mercado.

Para cada par de variables, los coeficientes de correlación lineal y de rangos figuran por debajo y por encima de la diagonal de cada panel, respectivamente. Tales coeficientes se calculan con el panel de observaciones empresa-año disponibles en cada caso sobre el período 1991-2000.

Tabla 5.

Regresión de las Rentabilidades Anuales Anormales (Ajustadas por Tamaño) Actuales y Futuras sobre el Resultado Inesperado Actual. Todas las Empresas.¹

$SAR_{iT} = \alpha_0 + \beta_0 UB_{iT} + e_{iT}$				
Ventana (j, k)	α_0	β_0	N	R ² ajustado
Toda la muestra				
(-9, 2)	0,0050 (0,35)	0,0606 (1,07)	916	0,0177
(-8, 3)	0,0079 (0,53)	0,0713 (1,22)	916	0,0231
Submuestra $UB_{iT}>0$				
(-9, 2)	0,0646*** (2,48)	0,0399 (0,69)	403	0,0084
(-8, 3)	0,0769*** (2,87)	0,0479 (0,82)	403	0,0127
Submuestra $UB_{iT}<0$				
(-9, 2)	-0,0279 (-1,67)	0,1193*** (3,66)	513	0,0237
(-8, 3)	-0,0309 (-1,73)	0,1357*** (3,89)	513	0,0268
$SAR_{i,T+1} = \alpha_1 + \beta_1 UB_{iT} + e_{i,T+1}$				
Ventana (j, k)	α_1	β_1	N	R ² ajustado
Toda la muestra				
(3, 14)	0,0074 (0,47)	0,1164*** (3,86)	794	0,0733
(4, 15)	0,0078 (0,47)	0,1092*** (7,25)	794	0,0610
Submuestra $UB_{iT}>0$				
(3, 14)	0,0230 (0,90)	0,1187*** (3,59)	364	0,1135
(4, 15)	0,0120 (0,44)	0,1162*** (3,34)	364	0,0990
Submuestra $UB_{iT}<0$				
(3, 14)	-0,0135 (-0,63)	0,0739 (1,84)	430	0,0056
(4, 15)	-0,0080 (-0,37)	0,0472 (1,17)	430	0,0009

¹ Para cada empresa i y año T ($T=1991, \dots, 2000$), UB_{iT} es el cambio en el beneficio neto (ver tabla 2) del ejercicio cerrado en el año T con respecto al ejercicio precedente dividido por el valor de capitalización de la empresa observado en la fecha de fin del ejercicio cerrado en $T-1$ y ajustado por el cambio deflactado medio del mercado. SAR_{iT} y $SAR_{i,T+1}$ son las rentabilidades capitalizadas de las acciones de la empresa i a lo largo de la ventana de 12 meses (j,k) , siendo el mes 0 aquél en que finaliza el ejercicio cerrado en el año T , ajustada por la rentabilidad capitalizada sobre esa misma ventana de la cartera-tamaño en la que resulta incluida la empresa i al término de los años $T-1$, T y $T+1$. Las carteras-tamaño se forman en número de diez al término de los años 1990 a 2000, ordenando todas las empresas (con valor de capitalización disponible en esa fecha y al menos una observación de su rentabilidad mensual en el año siguiente) según su capitalización y utilizando los deciles de la distribución de esa variable.

Las regresiones se estiman en cada caso sobre un panel de N observaciones empresa-año del período 1991-2000 para las regresiones contemporáneas y del período 1991-1999 para las regresiones diferidas. Los valores del estadístico t figuran entre paréntesis debajo de los coeficientes de regresión, estimados usando la matriz de varianzas-covarianzas consistente de White [1980] cuando la heterocedasticidad es significativa. El rechazo de la hipótesis de que la estimación individual de cada coeficiente es igual a cero se denota por:

** con un nivel de confianza $\alpha=0,05$.

*** con un nivel de confianza $\alpha=0,01$.

Tabla 6.

Regresión de las Rentabilidades Anuales Anormales (Ajustadas por el Mercado) Actuales y Futuras sobre el Resultado Inesperado Actual. Empresas Pequeñas.¹

$MAR_{iT} = \alpha_0 + \beta_0 UB_{iT} + e_{iT}$				
Ventana (j, k)	α_0	β_0	N	R ² ajustado
Toda la muestra				
(-9, 2)	-0,0714*** (-3,14)	0,0729 (1,26)	451	0,0385
(-8, 3)	-0,0618*** (-2,66)	0,0845 (1,39)	451	0,0503
Submuestra $UB_{iT}>0$				
(-9, 2)	-0,0164 (-0,39)	0,0583 (0,95)	201	0,0271
(-8, 3)	0,0046 (0,11)	0,0677 (1,06)	201	0,0406
Submuestra $UB_{iT}<0$				
(-9, 2)	-0,1000*** (-3,83)	0,1149*** (3,04)	250	0,0321
(-8, 3)	-0,0981*** (-3,41)	0,1287*** (3,09)	250	0,0332
$MAR_{i,T+1} = \alpha_1 + \beta_1 UB_{iT} + e_{i,T+1}$				
Ventana (j, k)	α_1	β_1	N	R ² ajustado
Toda la muestra				
(3, 14)	-0,0078 (-0,26)	0,1232*** (6,53)	393	0,0961
(4, 15)	0,0013 (0,04)	0,1153*** (5,88)	393	0,0789
Submuestra $UB_{iT}>0$				
(3, 14)	0,0394 (0,84)	0,1236*** (3,55)	181	0,1380
(4, 15)	0,0362 (0,69)	0,1206*** (4,94)	181	0,1149
Submuestra $UB_{iT}<0$				
(3, 14)	-0,0669 (-1,71)	0,0529 (1,01)	212	0,0001
(4, 15)	-0,0559 (-1,45)	0,0212 (0,41)	212	0,0000

¹ Las empresas identificadas como pequeñas son aquellas cuyo valor de capitalización medido al término del año T (T=1991,...,2000) es inferior a la mediana del mercado. Para cada empresa i y año T, UB_{iT} es el cambio en el beneficio neto (ver tabla 2) del ejercicio cerrado en el año T con respecto al ejercicio precedente dividido por el valor de capitalización de la empresa observado en la fecha de fin del ejercicio cerrado en T-1 y ajustado por el cambio deflactado medio del mercado. MAR_{iT} y $MAR_{i,T+1}$ son las rentabilidades capitalizadas de las acciones de la empresa i a lo largo de la ventana de 12 meses (j,k), siendo el mes 0 aquel en que finaliza el ejercicio cerrado en el año T, ajustada por la rentabilidad capitalizada sobre ese misma ventana de la cartera de mercado.

Las regresiones se estiman en cada caso sobre un panel de N observaciones empresa-año del período 1991-2000 para las regresiones contemporáneas y del período 1991-1999 para las regresiones diferidas. Los valores del estadístico t figuran entre paréntesis debajo de los coeficientes de regresión, estimados usando la matriz de varianzas-covarianzas consistente de White [1980] cuando la heterocedasticidad es significativa. El rechazo de la hipótesis de que la estimación individual de cada coeficiente es igual a cero se denota por:

** con un nivel de confianza $\alpha=0,05$.

*** con un nivel de confianza $\alpha=0,01$.

Tabla 7.

Regresión de las Rentabilidades Anuales Anormales (Ajustadas por el Mercado) Actuales y Futuras sobre el Resultado Inesperado Actual. Empresas Grandes.¹

$MAR_{iT} = \alpha + \beta UB_{iT} + e_{iT}$				
Ventana (j, k)	α_0	β_0	N	R ² ajustado
Toda la muestra				
(-9, 2)	0,0489*** (2,55)	0,8563*** (5,17)	454	0,0538
(-8, 3)	0,0442** (2,24)	0,9172*** (5,36)	454	0,0578
Submuestra $UB_{iT} > 0$				
(-9, 2)	0,0692 (1,60)	0,9207** (2,31)	199	0,0215
(-8, 3)	0,0854 (1,84)	0,9221** (2,16)	199	0,0182
Submuestra $UB_{iT} < 0$				
(-9, 2)	0,0074 (0,27)	0,5392** (2,37)	255	0,0179
(-8, 3)	-0,0212 (-0,79)	0,4441** (2,01)	255	0,0118
$MAR_{i,T+1} = \alpha_1 + \beta_1 UB_{iT} + e_{i,T+1}$				
Ventana (j, k)	α_1	β_1	N	R ² ajustado
Toda la muestra				
(3, 14)	-0,0097 (-0,59)	0,1605 (0,80)	400	0,0002
(4, 15)	-0,0190 (-1,16)	-0,0253 (-0,13)	400	0,0000
Submuestra $UB_{iT} > 0$				
(3, 14)	-0,0215 (-0,56)	0,3837 (0,78)	182	0,0023
(4, 15)	-0,0412 (-1,04)	0,2479 (0,51)	182	0,0000
Submuestra $UB_{iT} < 0$				
(3, 14)	-0,0387 (-1,39)	-0,1971 (-0,71)	218	0,0000
(4, 15)	-0,0353 (-1,33)	-0,2818 (-1,06)	218	0,0006

¹ Las empresas identificadas como grandes son aquellas cuyo valor de capitalización medido al término del año T (T=1991,...,2000) es superior a la mediana del mercado. Para cada empresa i y año T, UB_{iT} es el cambio en el beneficio neto (ver tabla 2) del ejercicio cerrado en el año T con respecto al ejercicio precedente dividido por el valor de capitalización de la empresa observado en la fecha de fin del ejercicio cerrado en T-1 y ajustado por el cambio deflactado medio del mercado. MAR_{iT} y $MAR_{i,T+1}$ son las rentabilidades capitalizadas de las acciones de la empresa i a lo largo de la ventana de 12 meses (j,k), siendo el mes 0 aquel en que finaliza el ejercicio cerrado en el año T, ajustada por la rentabilidad capitalizada sobre ese misma ventana de la cartera de mercado.

Las regresiones se estiman en cada caso sobre un panel de N observaciones empresa-año del período 1991-2000 para las regresiones contemporáneas y del período 1991-1999 para las regresiones diferidas. Los valores del estadístico t figuran entre paréntesis debajo de los coeficientes de regresión, estimados usando la matriz de varianzas-covarianzas consistente de White [1980] cuando la heterocedasticidad es significativa. El rechazo de la hipótesis de que la estimación individual de cada coeficiente es igual a cero se denota por:

** con un nivel de confianza $\alpha=0,05$.

*** con un nivel de confianza $\alpha=0,01$.

Tabla 8.

Regresión de las Rentabilidades Anormales (Ajustadas por Tamaño y por el Mercado) Futuras sobre el Resultado Inesperado Actual. Todas las Empresas y Empresas Pequeñas con Resultado Inesperado Positivo.¹

Muestra completa				
$SAR_{i,T+1} = \alpha_1 + \beta_1 UB_{iT} + e_{i,T+1}$				
Ventana (j, k)	α_1	β_1	N	R ² ajustado
(4, 4)	0,0030 (0,98)	0,0015 (0,55)	795	0,0000
(4, 5)	0,0026 (0,56)	0,0027 (0,65)	793	0,0000
(4, 6)	0,0025 (0,43)	0,0213*** (3,93)	791	0,0180
(4, 7)	0,0034 (0,48)	0,0446*** (6,85)	790	0,0550
(4, 8)	0,0010 (0,13)	0,0597*** (3,56)	783	0,0816
(4, 9)	0,0050 (0,57)	0,0612*** (4,34)	779	0,0687
(4, 10)	0,0049 (0,52)	0,0671*** (4,04)	776	0,0703
(4, 11)	0,0068 (0,65)	0,0819*** (3,77)	774	0,0873
(4, 12)	0,0106 (0,92)	0,0780*** (3,45)	772	0,0667
(4, 13)	0,0051 (0,37)	0,0845*** (6,75)	762	0,0554
(4, 14)	0,0065 (0,42)	0,1070*** (7,65)	760	0,0705
(4, 15)	0,0073 (0,42)	0,1119*** (7,17)	758	0,0624

Submuestra empresas pequeñas y $UB_{iT} > 0$				
$MAR_{i,T+1} = \alpha_1 + \beta_1 UB_{iT} + e_{i,T+1}$				
Ventana (j, k)	α_1	β_1	N	R ² ajustado
(4, 4)	0,0063 (0,82)	0,0005 (0,15)	180	0,0000
(4, 5)	0,0214 (1,58)	0,0044 (0,69)	180	0,0000
(4, 6)	0,0250 (1,23)	0,0228** (2,41)	180	0,0262
(4, 7)	0,0155 (0,65)	0,0507*** (4,61)	180	0,1018
(4, 8)	0,0212 (0,85)	0,0665*** (3,45)	180	0,1385
(4, 9)	0,0242 (0,83)	0,0664*** (4,91)	178	0,1154
(4, 10)	0,0015 (0,05)	0,0768*** (5,45)	178	0,1396
(4, 11)	-0,0038 (-0,11)	0,0929*** (6,02)	177	0,1669
(4, 12)	-0,0042 (-0,12)	0,0817*** (4,91)	177	0,1163
(4, 13)	0,0052 (0,12)	0,0943*** (4,94)	175	0,1185
(4, 14)	0,0180 (0,39)	0,1191*** (5,62)	175	0,1494
(4, 15)	0,0395 (0,73)	0,1240*** (5,01)	174	0,1224

¹ Para cada empresa i y año T ($T=1991, \dots, 1999$), UB_{iT} es el cambio en el beneficio neto (ver tabla 2) del ejercicio cerrado en el año T con respecto al ejercicio precedente dividido por el valor de capitalización de la empresa observado en la fecha de fin del ejercicio cerrado en $T-1$ y ajustado por el cambio deflactado medio del mercado. $MAR_{i,T+1}$ es la rentabilidad capitalizada de las acciones de la empresa i a lo largo de la ventana (j,k) , siendo el mes 0 aquel en que finaliza el ejercicio cerrado en el año T , ajustada por la rentabilidad capitalizada sobre esa misma ventana de la cartera de mercado. $SAR_{i,T+1}$ es la rentabilidad capitalizada de las acciones de la empresa i a lo largo de la ventana (j,k) , ajustada por la rentabilidad capitalizada sobre esa misma ventana de la cartera-tamaño en la que resulta incluida la empresa i al término de los años T y $T+1$. Las carteras-tamaño se forman en número de diez al término de los años 1990 a 2000, ordenando todas las empresas (con valor de capitalización disponible en esa fecha y al menos una observación de su rentabilidad mensual en el año siguiente) según su capitalización y utilizando los deciles de la distribución de esa variable.

Las empresas identificadas como pequeñas son aquellas cuyo valor de capitalización medido al término del año T es inferior a la mediana del mercado. Las regresiones se estiman en cada caso sobre un panel de N observaciones empresa-año. Los valores del estadístico t figuran entre paréntesis debajo de los coeficientes de regresión, estimados usando la matriz de varianzas-covarianzas consistente de White [1980] cuando la heterocedasticidad es significativa. El rechazo de la hipótesis de que la estimación individual de cada coeficiente es igual a cero se denota por:

** con un nivel de confianza $\alpha=0,05$.

*** con un nivel de confianza $\alpha=0,01$.

Tabla 9.

Regresión de las Rentabilidades Anuales Anormales (Ajustadas por Tamaño) Actuales y Futuras sobre los Niveles Inesperados del Resultado Actual. Todas las Empresas.¹

$$SAR_{iT} = \alpha_0 + \beta_0 UX_{iT} + e_{iT}$$

$$SAR_{i,T+1} = \alpha_1 + \beta_1 UX_{iT} + e_{i,T+1}$$

Variable independiente $UX_{iT} = UVTP_{iT}$				
Variable dependiente	α_0/α_1	β_0/β_1	N	R ² ajustado
Toda la muestra				
SAR _{iT}	0,0084 (0,55)	0,1033*** (2,87)	916	0,0420
Submuestra $UVTP_{iT} > 0$				
SAR _{iT}	0,0243 (0,78)	0,1303** (2,02)	409	0,0578
Submuestra $UVTP_{iT} < 0$				
SAR _{iT}	-0,0452** (-2,09)	0,0252 (0,96)	507	0,0000
Toda la muestra				
SAR _{i,T+1}	0,0125 (0,73)	0,0394** (2,26)	794	0,0052
Submuestra $UVTP_{iT} > 0$				
SAR _{i,T+1}	0,0402 (1,55)	0,0335 (0,85)	356	0,0017
Submuestra $UVTP_{iT} < 0$				
SAR _{i,T+1}	-0,0164 (-0,65)	0,0162 (0,55)	438	0,0000

Variable independiente $UX_{iT} = UVAA_{iT}$				
Variable dependiente	α_0/α_1	β_0/β_1	N	R ² ajustado
Toda la muestra				
SAR _{iT}	0,0094 (0,61)	0,2727*** (2,86)	916	0,0246
Submuestra $UVAA_{iT} > 0$				
SAR _{iT}	0,0328 (1,31)	0,3742*** (2,41)	452	0,0337
Submuestra $UVAA_{iT} < 0$				
SAR _{iT}	-0,0681*** (-3,14)	-0,0428 (-0,36)	464	0,0000
Toda la muestra				
SAR _{i,T+1}	0,0130 (0,76)	0,0652 (1,10)	794	0,0002
Submuestra $UVAA_{iT} > 0$				
SAR _{i,T+1}	0,0118 (0,41)	0,1263 (1,36)	400	0,0021
Submuestra $UVAA_{iT} < 0$				
SAR _{i,T+1}	-0,0105 (-0,48)	-0,0547 (-0,56)	394	0,0000

Variable independiente $UX_{iT} = URBE_{iT}$				
Variable dependiente	α_0/α_1	β_0/β_1	N	R^2 ajustado
Toda la muestra				
SAR_{iT}	0,0100 (0,64)	0,2824** (2,34)	916	0,0188
Submuestra $URBE_{iT} > 0$				
SAR_{iT}	0,0247 (0,90)	0,0504*** (2,33)	438	0,0446
Submuestra $URBE_{iT} < 0$				
SAR_{iT}	-0,0589*** (-2,74)	-0,0037 (-0,02)	478	0,0000
Toda la muestra				
$SAR_{i,T+1}$	0,0133 (0,77)	0,0387 (0,55)	794	0,0000
Submuestra $URBE_{iT} > 0$				
$SAR_{i,T+1}$	-0,0032 (-0,12)	0,0982 (1,03)	389	0,0002
Submuestra $URBE_{iT} < 0$				
$SAR_{i,T+1}$	0,0182 (0,63)	-0,0006 (-0,00)	405	0,0000

Variable independiente $UX_{iT} = URNE_{iT}$				
Variable dependiente	α_0/α_1	β_0/β_1	N	R^2 ajustado
Toda la muestra				
SAR_{iT}	0,0100 (0,64)	0,1138 (0,92)	916	0,0036
Submuestra $URNE_{iT} > 0$				
SAR_{iT}	0,0730*** (2,64)	0,1134 (0,68)	417	0,0021
Submuestra $URNE_{iT} < 0$				
SAR_{iT}	-0,0705*** (-3,15)	-0,1627 (-0,72)	499	0,0046
Toda la muestra				
$SAR_{i,T+1}$	0,0114 (0,68)	0,2104 (1,49)	794	0,0149
Submuestra $URNE_{iT} > 0$				
$SAR_{i,T+1}$	0,0099 (0,30)	0,2512 (1,13)	365	0,0223
Submuestra $URNE_{iT} < 0$				
$SAR_{i,T+1}$	-0,0042 (-0,17)	0,0968 (0,89)	429	0,0000

Variable independiente $UX_{iT} = URAO_{iT}$				
Variable dependiente	α_0/α_1	β_0/β_1	N	R ² ajustado
Toda la muestra				
SAR_{iT}	0,0098 (0,63)	0,0321 (0,88)	916	0,0022
Submuestra $URAO_{iT} > 0$				
SAR_{iT}	0,1026*** (3,26)	0,0066 (0,32)	408	0,0000
Submuestra $URAO_{iT} < 0$				
SAR_{iT}	-0,0501*** (-2,87)	0,1213 (1,54)	508	0,0065
Toda la muestra				
$SAR_{i,T+1}$	0,0077 (0,47)	0,1575*** (8,72)	794	0,0865
Submuestra $URAO_{iT} > 0$				
$SAR_{i,T+1}$	0,0284 (1,11)	0,1542*** (7,87)	362	0,1443
Submuestra $URAO_{iT} < 0$				
$SAR_{i,T+1}$	-0,0110 (-0,47)	0,1411 (1,76)	432	0,0049

¹ Para cada empresa i y año T ($T=1991, \dots, 2000$), UX_{iT} es el cambio en el nivel X del resultado (ver tabla 2) del ejercicio cerrado en el año T con respecto al ejercicio precedente dividido por el valor de capitalización de la empresa observado en la fecha de fin del ejercicio cerrado en $T-1$ y ajustado por el cambio deflactado medio del mercado. SAR_{iT} y $SAR_{i,T+1}$ son las rentabilidades capitalizadas de las acciones de la empresa i a lo largo de la ventana de 12 meses que termina el tercer mes tras el fin de los ejercicios cerrados en los años T y $T+1$, respectivamente, ajustadas por la rentabilidad capitalizada sobre ese misma ventana de la cartera-tamaño en la que resulta incluida la empresa i al término de los años $T-1$, T y $T+1$. Las carteras-tamaño se forman en número de diez al término de los años 1990 a 2000, ordenando todas las empresas (con valor de capitalización disponible en esa fecha y al menos una observación de su rentabilidad mensual en el año siguiente) según su capitalización y utilizando los deciles de la distribución de esa variable.

Las regresiones se estiman en cada caso sobre un panel de N observaciones empresa-año del período 1991-2000 para las regresiones contemporáneas y del período 1991-1999 para las regresiones diferidas. Los valores del estadístico t figuran entre paréntesis debajo de los coeficientes de regresión, estimados usando la matriz de varianzas-covarianzas consistente de White [1980] cuando la heterocedasticidad es significativa. El rechazo de la hipótesis de que la estimación de cada coeficiente es igual a cero se denota por:

** con un nivel de confianza $\alpha=0,05$.

*** con un nivel de confianza $\alpha=0,01$.

Tabla 10.

Regresión de las Rentabilidades Anuales Anormales (Ajustadas por Tamaño) Actuales y Futuras sobre los Componentes Inesperados del Resultado Actual. Todas las Empresas.¹

$$SAR_{iT} = \alpha_0 + \beta_0 UX_{iT} + e_{iT}$$

$$SAR_{i,T+1} = \alpha_1 + \beta_1 UX_{iT} + e_{i,T+1}$$

Variable independiente $UX_{iT} = UCNG_{iT}$				
Variable dependiente	α_0/α_1	β_0/β_1	N	R ² ajustado
Toda la muestra				
SAR _{iT}	0,0089 (0,59)	0,1015*** (2,41)	916	0,0389
Submuestra $UCNG_{iT} > 0$				
SAR _{iT}	0,0193 (0,61)	0,1429** (2,16)	405	0,0611
Submuestra $UCNG_{iT} < 0$				
SAR _{iT}	-0,0358 (-1,79)	0,0145 (0,34)	511	0,0000
Toda la muestra				
SAR _{i,T+1}	0,0125 (0,73)	0,0434** (2,42)	794	0,0061
Submuestra $UCNG_{iT} > 0$				
SAR _{i,T+1}	0,0251 (0,89)	0,0474 (1,09)	352	0,0048
Submuestra $UCNG_{iT} < 0$				
SAR _{i,T+1}	-0,0074 (-0,31)	0,0205 (0,72)	442	0,0000

Variable independiente $UX_{iT} = UGEXP_{iT}$				
Variable dependiente	α_0/α_1	β_0/β_1	N	R ² ajustado
Toda la muestra				
SAR _{iT}	0,0103 (0,67)	0,0892** (2,32)	916	0,0304
Submuestra $UGEXP_{iT} > 0$				
SAR _{iT}	0,0141 (0,44)	0,1512** (2,15)	405	0,0539
Submuestra $UGEXP_{iT} \leq 0$				
SAR _{iT}	-0,0468** (-2,36)	0,0028 (0,06)	511	0,0000
Toda la muestra				
SAR _{i,T+1}	0,0134 (0,78)	0,0225 (1,28)	794	0,0008
Submuestra $UGEXP_{iT} > 0$				
SAR _{i,T+1}	0,0143 (0,56)	0,0556 (1,15)	354	0,0078
Submuestra $UGEXP_{iT} \leq 0$				
SAR _{i,T+1}	-0,0162 (-0,75)	-0,0220 (-0,59)	440	0,0000

Variable independiente $UX_{iT} = UGFRO_{iT}$				
Variable dependiente	α_0/α_1	β_0/β_1	N	R ² ajustado
Toda la muestra				
SAR _{iT}	0,0103 (0,66)	-0,0257 (-0,74)	916	0,0005
Submuestra $UGFRO_{iT} > 0$				
SAR _{iT}	-0,0132 (-0,75)	-0,2175*** (-3,26)	556	0,0171
Submuestra $UGFRO_{iT} \leq 0$				
SAR _{iT}	0,0634** (2,19)	-0,0036 (-0,20)	360	0,0000
Toda la muestra				
SAR _{i,T+1}	0,0091 (0,55)	-0,1760*** (-8,55)	794	0,0833
Submuestra $UGFRO_{iT} > 0$				
SAR _{i,T+1}	-0,0078 (-0,37)	-0,0575 (-0,77)	468	0,0000
Submuestra $UGFRO_{iT} \leq 0$				
SAR _{i,T+1}	0,0241 (0,91)	-0,1832*** (-22,59)	326	0,1694
Variable independiente $UX_{iT} = UEXTR_{iT}$				
Variable dependiente	α_0/α_1	β_0/β_1	N	R ² ajustado
Toda la muestra				
SAR _{iT}	0,0085 (0,56)	-0,1837 (-1,77)	916	0,0421
Submuestra $UEXTR_{iT} > 0$				
SAR _{iT}	0,0547** (2,41)	-0,1486 (-1,58)	477	0,0101
Submuestra $UEXTR_{iT} \leq 0$				
SAR _{iT}	-0,0519** (-2,31)	-0,2271 (-1,67)	439	0,1014
Toda la muestra				
SAR _{i,T+1}	0,0133 (0,78)	-0,0086 (-0,29)	794	0,0000
Submuestra $UEXTR_{iT} > 0$				
SAR _{i,T+1}	0,0019 (0,11)	-0,0133 (-0,22)	403	0,0000
Submuestra $UEXTR_{iT} \leq 0$				
SAR _{i,T+1}	0,0271 (0,90)	0,0001 (0,00)	391	0,0000

¹ Para cada empresa i y año T ($T=1991, \dots, 2000$), UX_{iT} es el cambio del componente X del beneficio neto (ver tabla 2) del ejercicio cerrado en el año T con respecto al ejercicio precedente dividido por el valor de capitalización de la empresa observado en la fecha de fin del ejercicio cerrado en $T-1$ y ajustado por el cambio deflactado medio del mercado. SAR_{iT} y $SAR_{i,T+1}$ son las rentabilidades capitalizadas de las acciones de la empresa i a lo largo de la ventana de 12 meses que termina el tercer mes tras el fin de los ejercicios cerrados en los años T y $T+1$, respectivamente, ajustadas por la rentabilidad capitalizada sobre esa misma ventana de la cartera-tamaño en la que resulta incluida la empresa i al término de los años $T-1$, T y $T+1$. Las carteras-tamaño se forman en número de diez al término de los años 1990 a 2000, ordenando todas las empresas (con valor de capitalización disponible en esa fecha y al menos una observación de su rentabilidad mensual en el año siguiente) según su capitalización y utilizando los deciles de la distribución de esa variable.

Las regresiones se estiman en cada caso sobre un panel de N observaciones empresa-año del período 1991-2000 para las regresiones contemporáneas y del período 1991-1999 para las regresiones diferidas. Los valores del estadístico t figuran entre paréntesis debajo de los coeficientes de regresión, estimados usando la matriz de varianzas-covarianzas consistente de White [1980] cuando la heterocedasticidad es significativa. El rechazo de la hipótesis de que la estimación de cada coeficiente es igual a cero se denota por:

** con un nivel de confianza $\alpha=0,05$.

*** con un nivel de confianza $\alpha=0,01$.

Tabla 11.
Regresión Múltiple de las Rentabilidades Anuales Anormales (Ajustadas por
Tamaño) Futuras sobre los Componentes Inesperados
del Resultado Actual. Todas las Empresas.¹

$$SAR_{i,T+1} = \alpha + \sum_{x=1}^4 \beta_x UX_{iT} + e_{i,T+1}$$

Intercepto	UCNG _{iT}	UGEXP _{iT}	UGFRO _{iT}	UEXTR _{iT}	R ² ajustado	Estadístico F
Toda la muestra (N = 794)						
0,0091 (0,55)	0,2405 (1,75)	-0,2019 (-1,42)			0,0198	8,99***
0,0079 (0,49)	0,0484*** (2,82)		-0,1779*** (-8,67)		0,0912	40,81***
0,0121 (0,71)	0,0449*** (2,48)			-0,0186 (-0,62)	0,0053	3,13**
0,0088 (0,54)		0,0372 (1,49)	-0,1805*** (-12,61)		0,0877	39,12***
0,0132 (0,77)		0,0228 (1,29)		-0,0107 (-0,36)	0,0000	0,88
0,0095 (0,58)			-0,1795*** (-8,61)	0,0309 (1,07)	0,0834	37,09***
0,0065 (0,41)	0,1422 (1,89)	-0,0964 (-1,28)	-0,1699*** (-13,01)		0,0933	28,21***
0,0078 (0,48)	0,1422 (1,89)	-0,0964 (-1,28)		-0,0475 (-1,34)	0,0215	6,81***
0,0083 (0,51)	0,0467 (1,79)		-0,1802*** (-17,70)	0,0205 (0,68)	0,0907	27,36***
0,0092 (0,56)		0,0365** (2,16)	-0,1837*** (-8,79)	0,0284 (0,98)	0,0877	26,40***
0,0067 (0,42)	0,1378 (1,73)	-0,0925 (-1,19)	-0,1709*** (-13,18)	0,0067 (0,23)	0,0922	21,44***
Submuestra UB _{iT} >0 (N = 364)						
0,0196 (0,55)	0,2522 (0,89)	-0,2346 (-0,84)			0,0112	3,050**
0,289 (1,10)	0,0253 (1,12)		-0,1836*** (-22,03)		0,1407	30,73***
0,0439 (1,53)	0,0157 (0,67)			-0,0191 (-0,48)	0,0000	0,29
0,0314 (1,19)		0,0275 (1,19)	-0,1868*** (-20,73)		0,1416	30,94***
0,0465 (1,60)		0,0019 (0,08)		-0,0143 (-0,36)	0,0000	0,07
0,0336 (1,26)			-0,1823*** (-23,75)	0,0112 (0,40)	0,1377	29,97***
0,0375 (1,31)	-0,0579 (-0,56)	0,0824 (0,82)	-0,1926*** (-7,42)		0,1399	20,69***
0,0093 (0,23)	0,2915 (0,97)	-0,2677 (0,91)		-0,0487 (-1,03)	0,0123	2,50
0,0293 (1,10)	0,0249 (1,03)		-0,1838*** (-22,09)	0,0031 (0,10)	0,1384	20,43***
0,0321 (1,21)		0,0271 (1,13)	-0,1871*** (-20,98)	0,0056 (0,18)	0,1393	20,58***
0,0409 (1,36)	-0,0738 (-0,66)	0,0964 (0,90)	-0,1949*** (-7,31)	0,0151 (0,38)	0,1379	15,52***

Intercepto	UCNG _{IT}	UGEXP _{IT}	UGFRO _{IT}	UEXTR _{IT}	R ² ajustado	Estadístico F
Submuestra UB _{IT} <0 (N = 430)						
-0,0023 (-0,11)	0,2082*** (3,27)	-0,0806 (-1,24)			0,0365	9,13***
-0,0058 (-0,26)	0,1355** (1,93)		-0,0362 (-0,54)		0,0347	8,71***
-0,0099 (-0,44)	0,1380** (2,04)			0,0458 (0,97)	0,0357	8,95***
-0,0154 (-0,78)		0,1118 (1,35)	-0,0025 (-0,03)		0,0192	5,21***
-0,0218 (-1,11)		0,1521 (1,69)		0,0905 (1,68)	0,0254	6,58***
-0,0196 (-0,95)			-0,1634** (-1,96)	0,1198 (1,82)	0,0061	2,31
0,0024 (0,12)	0,2434*** (4,13)	-0,1290 (-1,42)	0,0902 (1,17)		0,0373	6,53***
-0,0049 (-0,23)	0,1929** (2,28)	-0,0632 (-0,68)		0,0234 (0,35)	0,0345	6,12***
-0,0107 (-0,47)	0,1301 (1,79)		-0,1026 (-0,98)	0,0912 (1,04)	0,0369	6,47***
-0,0218 (-1,11)		0,1144 (1,39)	-0,0908 (-0,78)	0,1270 (1,52)	0,0256	4,76***
-0,0031 (-0,15)	0,2138*** (2,82)	-0,0984 (-1,04)	-0,1259 (-1,18)	0,0666 (0,73)	0,0371	5,13***

¹ Para cada empresa i y año T ($T=1991, \dots, 1999$), UX_{iT} es el cambio del componente X del beneficio neto (ver tabla 2) del ejercicio cerrado en el año T con respecto al ejercicio precedente dividido por el valor de capitalización de la empresa observado en la fecha de fin del ejercicio cerrado en $T-1$ y ajustado por el cambio deflactado medio del mercado. $SAR_{i,T+1}$ es la rentabilidad capitalizadas de las acciones de la empresa i a lo largo de la ventana de 12 meses que termina el tercer mes tras el fin del ejercicio cerrado en el año $T+1$, ajustada por la rentabilidad capitalizada sobre ese misma ventana de la cartera-tamaño en la que resulta incluida la empresa i al término de los años T y $T+1$. Las carteras-tamaño se forman en número de diez al término de los años 1990 a 2000, ordenando todas las empresas (con valor de capitalización disponible en esa fecha y al menos una observación de su rentabilidad mensual en el año siguiente) según su capitalización y utilizando los deciles de la distribución de esa variable.

Las regresiones se estiman en cada caso sobre un panel de N observaciones empresa-año. Los valores del estadístico t figuran entre paréntesis debajo de los coeficientes de regresión, estimados usando la matriz de varianzas-covarianzas consistente de White [1980] cuando la heterocedasticidad es significativa. En la última columna figura el valor del estadístico F . El rechazo de la hipótesis de que la estimación individual y conjunta de los coeficientes de regresión es igual a cero se denota por:

** con un nivel de confianza $\alpha=0,05$.

*** con un nivel de confianza $\alpha=0,01$.