

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO 1 Fundamentos Teóricos	13
1.1. <i>El concepto de eficiencia del mercado</i>	13
1.2. <i>El modelo de descuento de dividendos</i>	15
1.3. <i>El modelo del resultado residual</i>	16
1.4. <i>El modelo de Ohlson [1995]</i>	22
1.4.1. <i>Modelo lineal de la información (LIM)</i>	23
1.4.2. <i>Función de valoración</i>	27
1.4.3. <i>Otras propiedades del modelo</i>	30
1.5. <i>El modelo de Feltham y Ohlson [1995]</i>	34
1.5.1. <i>Modelo lineal de la información</i>	35
1.5.2. <i>Función de valoración</i>	38
1.5.3. <i>Impacto de una contabilidad conservadora en la estructura de la función de valoración</i>	40
1.6. <i>Extensiones de los modelos de Ohlson [1995] y Feltham y Ohlson [1995]</i>	41
CAPÍTULO 2 Aplicaciones Empíricas Realizadas por la Investigación Previa	47
2.1. <i>Contribuciones de los trabajos de Feltham-Ohlson</i>	47
2.2. <i>Aplicaciones empíricas de los modelos de Feltham-Ohlson</i>	51
2.2.1. <i>Aplicaciones empíricas de Ohlson [1995]</i>	54
2.2.1.1. <i>Vínculo predictivo: Contrastación de la estructura del LIM</i> ..	55
2.2.1.2. <i>Vínculo valorativo: Cálculo de valores intrínsecos y explicación de los precios de mercado</i>	69
2.2.2. <i>Aplicaciones empíricas de Feltham y Ohlson [1995] y Feltham y Ohlson [1996]</i>	80
2.2.2.1. <i>Vínculo predictivo: Contrastación de la estructura del LIM</i> ..	80
2.2.2.2. <i>Vínculo valorativo: Cálculo de valores intrínsecos y explicación de los precios de mercado</i>	88
2.2.2.3. <i>Consideraciones adicionales sobre el parámetro de conservadurismo</i>	98
2.3. <i>Aplicaciones empíricas de modelos lineales en la línea de los de Feltham-Ohlson</i>	104
2.4. <i>Otros estudios basados en las conclusiones de los modelos Feltham-Ohlson o en el alguno de sus supuestos básicos</i>	125
2.4.1. <i>Estudios basados en las conclusiones Ohlson [1995]</i>	126
2.4.2. <i>Estudios basados en el supuesto del RIV</i>	128

CAPÍTULO 3 Planteamiento de Modelos Basados en Ohlson [1995] y Feltham y Ohlson [1995].....137

3.1. Modelos basados en Ohlson [1995].....	138
3.1.1. Modelos que ignoran la variable "otra información"	139
3.1.2. Modelos que incorporan la variable "otra información"	143
3.2. Modelos basados en Feltham y Ohlson [1995].....	157
3.2.1. Modelo que ignora las variables que hacen referencia a la "otra información"	159
3.2.2. Modelos que consideran las variables que hacen referencia a la "otra información"	161

CAPÍTULO 4 Diseño de la Investigación y Metodología.....171

4.1. Metodología.....	173
4.1.1. Consideraciones metodológicas previas	173
4.1.1.1. Sección cruzada o serie temporal.....	173
4.1.1.2. El efecto escala.....	174
4.1.1.3. Contabilidad del excedente sucio (Dirty Surplus).....	185
4.1.2. Formulación de hipótesis	188
4.1.3. Vínculo predictivo: contrastación empírica de la estructura del LIM de Ohlson [1995] y Feltham y Ohlson [1995].....	191
4.1.3.1. LIM de Ohlson [1995].....	193
4.1.3.2. LIM de Feltham y Ohlson [1995]	199
4.1.3.3. Predicción de los resultados anormales mediante los modelos de Ohlson [1995] y Feltham y Ohlson [1995].....	207
4.1.4. Vínculo valorativo: Explicación de los precios de mercado.....	217
4.1.4.1. Diferencias entre los valores intrínsecos y los precios de mercado	217
4.1.4.2. Comparación de los coeficientes estimados en una regresión con los implícitos por los parámetros de los modelos de Ohlson [1995] y Feltham y Ohlson [1995].....	220
4.1.5. Vínculo valorativo: Predicción de la rentabilidad de mercado futura	224
4.1.5.1. Contrastes de sección cruzada: rentabilidades acumuladas.....	225
4.1.5.2. Contrastes de serie temporal: carteras de calendario.....	229
4.1.6. Análisis de sensibilidad al deflactor.....	231
4.2. Variables utilizadas en el estudio empírico.....	233
4.2.1. El resultado anormal: el coste de capital.....	233
4.2.1.1. Tipo efectivo del impuesto de sociedades.....	237
4.2.1.2. Activo libre de riesgo	238
4.2.1.3. Riesgo sistemático.....	238

4.2.1.4.	Exceso de rentabilidad del mercado sobre el activo libre de riesgo	238
4.2.2.	Variables procedentes de los estados financieros.....	241
4.2.2.1.	Valor contable o Patrimonio de la empresa	241
4.2.2.2.	Resultado del ejercicio	245
4.2.2.3.	Tipo impositivo efectivo del Impuesto sobre Sociedades.....	245
4.2.3.	Variables procedentes de los mercados financieros	246
4.2.3.1.	Activo libre de riesgo	246
4.2.3.2.	Series de precios y rentabilidades	246
4.2.3.3.	Número de acciones del capital social de la empresa	247
4.2.4.	Variables procedentes de los analistas financieros.....	250
4.2.4.1.	Predicción del resultado contable a un año	250
4.3.	<i>Selección de la muestra</i>	250
4.3.1.	Número total de empresas incluidas en el estudio	250
4.3.2.	Número total de observaciones de las principales variables	252
4.3.2.1.	Observaciones totales del resultado anormal	252
4.3.2.2.	Eliminación de observaciones.....	253
4.3.2.3.	Observaciones del resto de variables	255
4.4.	<i>Análisis descriptivo de la muestra</i>	256
4.4.1.	Tipo impositivo efectivo	256
4.4.2.	Riesgo sistemático y coste de capital	258
4.4.3.	Resultado anormal.....	260
4.4.4.	Otras variables utilizadas en el estudio	263

CAPÍTULO 5 Resultados del Estudio Empírico..... 269

5.1.	<i>Resultados del vínculo predictivo: contrastación empírica del LIM de Ohlson [1995] y Feltham y Ohlson [1995]</i>	269
5.1.1.	Resultados del contraste del LIM de Ohlson [1995].....	270
5.1.2.	Resultados del contraste del LIM de Feltham y Ohlson [1995].....	276
5.1.3.	Errores de las predicciones del resultado anormal basadas en los modelos de Ohlson [1995] y de Feltham y Ohlson [1995]	286
5.2.	<i>Resultados del vínculo valorativo</i>	299
5.2.1.	Explicación de los precios de mercado	299
5.2.1.1.	Diferencias entre los valores intrínsecos y los precios de mercado	299
5.2.1.2.	Comparación de los coeficientes estimados en una regresión con los implícitos por los parámetros de los modelos de Ohlson [1995] y Feltham y Ohlson [1995].....	308
5.2.2.	Predicción de la rentabilidad de mercado futura	313
5.2.2.1.	Resultados de los contrastes de sección cruzada.....	314
5.2.2.2.	Resultados de los contrastes de serie temporal	324
5.3.	<i>Resultados del análisis de sensibilidad al deflactor</i>	326

CAPÍTULO 6 Una alternativa a la aplicación empírica de los modelos Feltham-Ohlson	331
6.1. <i>Análisis contextual en función del signo de la rentabilidad anormal de la empresa</i>	335
6.2. <i>Resultados del análisis contextual: Estimaciones en función del signo de la rentabilidad anormal de la empresa</i>	339
6.2.1.1. Vínculo predictivo: Contraste de la estructura del LIM.....	339
6.2.1.2. Vínculo predictivo: Errores de predicción de los resultados anormales.....	343
6.2.1.3. Vínculo valorativo: Explicación de los precios de mercado	346
6.2.1.4. Vínculo valorativo: Predicción de las rentabilidades de mercado futuras	357
6.3. <i>Acerca de la sensibilidad de los errores de valoración del modelo de Feltham y Ohlson [1995] al valor estimado del parámetro de conservadurismo</i>	364
 CONCLUSIONES	 371
 REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	 379
 APÉNDICES	 i

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 2.1 Clasificación y principales características de la literatura previa	53
Tabla 2.2 Modelos de la información utilizados por Ota [2002]	65
Tabla 2.3 Resultados de las estimaciones de los coeficientes del LIM del modelo de Ohlson [1995]	68
Tabla 2.4 Habilidad predictiva para la predicción del resultado anormal y para la explicación del precio de mercado de distintas especificaciones del modelo de Ohlson [1995].....	70
Tabla 2.5 Comparación de los coeficientes de valoración obtenidos en la regresión $P_t = \alpha + \beta_1 bv_t + \beta_2 x_t + \beta_3 f_t^{t+1}$, con los implícitos por los parámetros del LIM $V_t = k(\varphi x_t - d_t) + (1-k)bv_t + \alpha_2 v_t$	72
Tabla 2.6 Resultados del vínculo valorativo del estudio de Ota [2002] ..	77
Tabla 2.7 Resultados de las estimaciones de los coeficientes del LIM del modelo de Feltham y Ohlson [1995]	88
Tabla 2.8 Valores medianos del ratio V/P.....	90
Tabla 2.9 Clasificación y principales características de la literatura previa que han modificado los modelos de Feltham-Ohlson.....	105
Tabla 2.10 Resultados de los estudios que utilizan un LIM distinto a los de los modelos Feltham-Ohlson	125
Tabla 4.1. Metodología de los trabajos previos que han analizado la estructura del LIM de los modelos de Feltham-Ohlson.....	174
Tabla 4.2. Errores de valoración según distintas tasas de crecimiento y de costes de capital empleadas.	203
Tabla 4.3. Predicción del resultado anormal a un año basada en cada uno de los modelos considerados en la presente tesis.	211
Tabla 4.4. Funciones de expectativas del resultado anormal a τ años de los diferentes modelos	214
Tabla 4.5: Media histórica del exceso de rentabilidad de la cartera de mercado sobre el activo libre de riesgo	239
Tabla 4.6. Muestra de empresas que forman parte del estudio	254
Tabla 4.7. Distribución de la muestra por sectores	255
Tabla 4.8 Muestra de observaciones/año de las principales variables ..	256

Tabla 4.9. Tipo impositivo efectivo de las empresas de la muestra.	258
Tabla 4.10. Riesgo sistemático de las empresas de la muestra.....	259
Tabla 4.11. Coste de capital después de impuestos	260
Tabla 4.12: Activo libre de riesgo en el periodo 1991-1999.....	260
Tabla 4.13. Descripción de los Resultados Anormales en el período 1991-1999	261
Tabla 4.14. Distribución por años del resultado anormal.....	262
Tabla 4.15. Cálculo del crecimiento esperado en los dividendos del próximo periodo	265
Tabla 4.16. Estadística descriptiva de las predicciones a un año del resultado, de los dividendos y del patrimonio contable.....	267
Tabla 4.17. Estadística descriptiva del valor de mercado y del valor contable	268
Tabla 5.1 - Resultados de la estimación de la primera ecuación del LIM de Ohlson [1995].....	271
Tabla 5.2. Estadística descriptiva de la "otra información" del modelo de Ohlson [1995]	273
Tabla 5.3 - Resultados de la estimación de la segunda ecuación del LIM de Ohlson [1995].....	274
Tabla 5.4 - Resultados de la estimación multiretardo de la primera ecuación del LIM de Ohlson [1995].....	276
Tabla 5.5 - Resultados de la estimación de la primera ecuación del LIM de Feltham y Ohlson [1995].....	277
Tabla 5.6. Estadística descriptiva de la "otra información" relevante para la predicción de los resultados anormales en el modelo de Feltham y Ohlson [1995]	279
Tabla 5.7 - Resultados de la estimación de la tercera ecuación del LIM de Feltham y Ohlson [1995].....	280
Tabla 5.8. Estimación de los parámetros de la segunda ecuación del LIM de Feltham y Ohlson [1995].....	282
Tabla 5.9. Estadística descriptiva de la "otra información" relevante para la predicción del patrimonio contable futuro en el modelo de Feltham y Ohlson [1995]	283

Tabla 5.10 - Resultados de la estimación de la cuarta ecuación del LIM de Feltham y Ohlson [1995].....	284
Tabla 5.11. Sesgos de las predicciones del resultado anormal a un año	288
Tabla 5.12. Exactitud de las predicciones del resultado anormal a un año	290
Tabla 5.13. Panel A: Exactitud de las predicciones del resultado anormal a largo plazo	292
Gráfico 5.1. Reversión a la media de los resultados anormales extremos	297
Gráfico 5.2. Reversión a la media de los resultados anormales extremos	298
Tabla 5.14. Valores promedio del ratio V/P.....	300
Tabla 5.15. Capacidad explicativa de los valores intrínsecos.....	302
Tabla 5.16. Sesgos en los errores de valoración de los modelos considerados	303
Tabla 5.17. Exactitud de las valoraciones de los modelos considerados	305
Tabla 5.18. Diferencias entre los modelos	306
Tabla 5.19. Coeficientes de valoración implícitos en cada uno de los LIMs de los modelos considerados	309
Tabla 5.20. Coeficientes obtenidos en una regresión de mercado ..	310
Tabla 5.21. Rentabilidades medias acumuladas de la estrategia V/P de los modelos basados en Ohlson [1995].....	315
Tabla 5.22. Rentabilidades medias acumuladas de la estrategia V/P de los modelos basados en Feltham y Ohlson [1995].....	317
Tabla 5.23. Rentabilidades anormales medias acumuladas de la estrategia V/P de los modelos basados en Ohlson [1995].....	320
Tabla 5.24. Rentabilidades anormales medias acumuladas de la estrategia V/P de los modelos basados en Feltham y Ohlson [1995].....	322
Tabla 5.25. Resultados del contraste de rentabilidades en serie temporal	325
Tabla 5.26. Errores de predicción según se considere o no los interceptos estimados en el LIM	329

Tabla 6.1 - Resultados de la estimación del LIM de Ohlson [1995] en función del signo del resultado anormal	340
Tabla 6.2 - Resultados de la estimación de la primera ecuación del LIM de Feltham y Ohlson [1995].....	341
Tabla 6.3 - Resultados de la estimación del resto de ecuaciones del LIM de Feltham y Ohlson [1995].....	342
Tabla 6.4. Exactitud de las predicciones del resultado anormal (Error medio Absoluto de Predicción-MAPE- de 1 a 6 años).....	344
Tabla 6.5. Exactitud de las predicciones del resultado anormal (MAPE- de 1 a 6 años) en función del signo del resultado anormal	345
Tabla 6.6. Valores promedio del ratio V/P	347
Tabla 6.7. Sesgo y exactitud de las valoraciones de los modelos considerados según el signo del resultado anormal	350
Tabla 6.8. Coeficientes de valoración implícitos en cada uno de los LIMs de los modelos considerados	352
Tabla 6.9. Coeficientes obtenidos en una regresión de mercado	354
Tabla 6.10. Rentabilidades medias acumuladas de la estrategia V/P de los modelos del análisis contextual	359
Tabla 6.11. Rentabilidades anormales medias acumuladas de la estrategia V/P de los modelos del análisis contextual	360
Tabla 6.12. Resultados del contraste de rentabilidades en serie temporal	363
Tabla 6.13. Tamaño y rentabilidad anormal de los títulos pertenecientes a cada cartera.....	364
Tabla 6.14: Errores absolutos de valoración de los modelos basados en Feltham y Ohlson [1995] según distintos valores del parámetro de conservadurismo	366
Tabla 6.15: Errores absolutos de valoración de los modelos basados en Feltham y Ohlson [1995] según distintos valores del parámetro de conservadurismo ($\omega_{11}=0,75$; $\gamma_1=0,25$; $\gamma_2=0,75$)	367
Tabla 6.16: Errores absolutos de valoración de los modelos basados en Feltham y Ohlson [1995] según distintos valores del parámetro de conservadurismo ($\omega_{11}=0,50$; $\gamma_1=0,50$; $\gamma_2=0,50$)	369