





La utilidad de la información contable y financiera para los inversores individuales

A pesar de que cuentan con los **conocimientos necesarios** para analizar la información **contable y financiera disponible**, a la hora de **invertir en bolsa**, las pequeñas y medianas empresas, las organizaciones no lucrativas y los individuos se **apoyan principalmente en expectativas o intuiciones**, como revela el informe que presentamos a continuación

 David Pascual-Ezama
Universidad Complutense de Madrid

 Mercedes Rodríguez Paredes
Universidad Complutense de Madrid

 Alessia Bastianelli
Università di Padova

Si observamos la literatura de los últimos años sobre el análisis del comportamiento de los inversores individuales en los mercados bursátiles, podemos comprobar que se ha llevado a cabo dando énfasis a distintos aspectos. A modo de resumen podríamos destacar tres fundamentalmente: aquéllos en los que se analiza el riesgo (Von Neumann y Morgenstern, 1944; Slovic, 1998; Weber, Siebenmorgen y Weber, 2005), los que se centran en la selección (Markowitz, 1959; Simonson, 1990; Read y Loewenstein, 1995; De Miguel, Garlappi y Uppal, 2007) y/o gestión de la cartera óptima de inversión (Shefrin y Statman, 1985; Odean, 1998; Malkiel, 2005), y los que se centran en el estudio de las variables que afectan a la conducta de los inversores.

Dentro de estos últimos, que son los que nos interesan, podemos destacar tres líneas de investigación. Una primera que se centra en el estudio de la información utilizada por los inversores (Lease, Lewellen y Schlarbaum, 1974; Warren, Stevens y McConkey, 1990; Loibl y Hira, 2009). Una segunda en la que se estudia cómo afectan los factores psicológicos (Benartzi y Thaler, 2001; Lusardi, 2001), la situación personal (Petty, Cacioppo y Schuhmann, 1983; Mathwick y Rigdon, 2004; Brown y Weisbenner, 2007) o las emociones (Mellers, Schwartz y Cooke, 1998; Loewenstein, 2000; Shiv, Loewenstein, Bechara, Damasio y Damasio, 2005) en la búsqueda y uso de la información. Y, finalmente, una tercera línea de investigación en la que se estudia cómo afectan otro tipo de variables a la información utilizada por los inversores individuales, como los diferentes tipos de información (Lin y Lee, 2004), las características demográficas relacionadas con la información utilizada (Blume y Fried, 1978; Shefrin, 2000; Shleifer, 2000) o la forma en la que reciben (Shiller, 1990; Hirshleifer, 2001) y procesan la información del entorno (Oberlechner y Hocking, 2004).

En este trabajo, profundizamos brevemente en los estudios que analizan la importancia que la información contable y financiera tiene en el comportamiento de los inversores y en su toma de decisiones. En segundo lugar, analizamos, de forma empírica, la importancia que inversores individuales españoles dan a la información contable y financiera cuando realizan

sus inversiones en los mercados bursátiles. Aportamos el valor añadido de analizar por separado tres tipos de pequeños inversores: entidades sin ánimo de lucro (ENL), pequeñas y medianas empresas (pymes) e individuos. Los resultados encontrados muestran cómo no existen diferencias estadísticamente significativas entre los tres grupos, por lo que se les podría considerar inversores individuales a todos ellos, y que el papel que juega la información contable y financiera en su proceso de decisión es mucho menor que el de otras variables. Concluimos este trabajo discutiendo los resultados encontrados y comparándolos con las aportaciones de un grupo de expertos a posteriori.

MARCO TEÓRICO

Desde los años 70 en que se realizaron estudios en los que se observaba la importancia de la presentación de la información contable (Martin, 1971, Kaplan y Roll, 1972, Hendricks, 1976, Savich, 1977) o de los informes financieros (Cassidy, 1976), desde un punto de

Ficha Técnica

AUTOR: Pascual-Ezama, David; Rodríguez Paredes, Mercedes; Bastianelli, Alessia.

TÍTULO: La utilidad de la información contable y financiera para los inversores individuales

FUENTE: Estrategia Financiera, nº 282. Abril 2011.

RESUMEN: La utilidad de la información contable y financiera para los inversores individuales que invierten en los mercados bursátiles ha sido analizada en numerosas ocasiones a lo largo de los últimos años, siempre en individuos. En este trabajo hemos analizado la utilidad que la información financiera tiene a la hora de invertir en bolsa pero, además de en individuos, en entidades, tanto pymes como organizaciones no lucrativas, que también se pueden considerar inversores individuales. Los resultados obtenidos muestran cómo variables como las expectativas o las intuiciones son más relevantes que la información financiera. Sin embargo, esto no parece que se deba a una falta de conocimientos por parte de los inversores para poder analizar dicha información. Lo que sí se evidencia es un desconocimiento por parte de los profesionales de las preferencias reales de los inversores individuales en su proceso de toma de decisiones.

DESCRIPTORES: Dirección financiera, información financiera, mercados de valores, pymes, entidades sin fines de lucro.

En los últimos años los inversores dan más importancia a la interpretación de la información contable y financiera en términos de gestión

vista meramente financiero, hasta la actualidad en la que, además de seguir esta misma línea (Pirie y Smith, 2008), se han incorporado otra serie de variables como el sentimiento del inversor (Ho y Hung, 2009; Palomino, Renneboog y Zhang, 2009) o los diferentes tipos de información publicada (Chen y Chan, 2009), los puntos de vista desde los que se ha estudiado la importancia de la información contable y financiera han sido muy variados. Sin embargo, la gran mayoría de estos trabajos extrapolan los resultados obtenidos del análisis de los mercados a los inversores individuales.

Tan sólo unos pocos trabajos, en comparación con la extensa literatura que se puede encontrar del análisis de la utilidad de la información contable y financiera en los inversores, se centran en el análisis directo de los inversores individuales. Además, en estos trabajos en los que habitualmente se han utilizado cuestionarios para obtener las respuestas de los inversores individuales, se suelen analizar un conjunto muy amplio de variables que afectan a los inversores individuales y no sólo se analiza la importancia de la información contable y financiera. Un claro ejemplo de esto podría ser la que probablemente es la base de datos más grande utilizada mediante el envío de cuestionarios creada por Lease, Lewellewn y Schlarbaum con información recogida entre clientes de las compañías de *brokers* de Nueva York. Utilizando esta base de datos obtuvieron muy diversos resultados mostrados en otras tantas publicaciones. En estos trabajos, se catalogan los distintos tipos de inversores en diferentes grupos, pero no especifican los diferentes tipos de información ni indagan en la importancia de la información contable y financiera. Además no ha sido posible poder demostrar que las decisiones hayan sido tomadas por los inversores individuales y que no hayan sido aconsejados o gestionados directamente por los *brokers*. No obstante este ha sido un trabajo de referencia para investigaciones posteriores.

Algunos de los trabajos que mostramos a continuación sí que encuentran que la información contable y financiera es valorada por los inversores individuales a la hora de realizar su toma de decisiones cuando invierten en bolsa. Sin embargo, en la mayoría de ellos y ya desde los años 70, se ha ido encontrando que las expectativas futuras son mucho más valoradas que la información contable y financiera pasada, a pesar de que ésta es la base de dichas expectativas.

Durante estos años, muchos trabajos llegaron a tres conclusiones principales: los inversores toman sus decisiones de inversión basándose en un principio en expectativas futuras; es importante permitir que las empresas expresen voluntariamente sus expectativas de beneficios y estados financieros, ya que es una información muy utilizada por los inversores; hay mucha más información relevante para el análisis de inversión por parte del inversor que las expectativas de beneficios o estados financieros (Baker y Haslem, 1973). Trabajos posteriores, ya más actuales, no encontraron resultados muy diferentes. Nagy y Obenberger (1994) hallaron que los informes financieros eran la cuarta variable más utilizada por los inversores, por detrás de las expectativas de beneficios. El análisis factorial sitúa la información financiera como el segundo factor en importancia para la explicación del comportamiento de los inversores por detrás de la información general.

Ya a finales de los años noventa y principios de esta década, las exigencias de los inversores son mayores en lo que respecta a la información. En los últimos 20 años, el desarrollo de los medios de comunicación, la profesionalización de la prensa y televisión financiera con canales propios, y sobre todo Internet, hacen que los inversores dispongan de mucha más información y por lo tanto sean más exigentes a la hora de analizar la información disponible. Debido a esto, se ha encontrado en los últimos años que los inversores no dan tanta importancia a la información contable y financiera en sí misma, sino a la interpretación que se hace de ésta en términos de gestión. Clark-Murphy y Soutar (2004) utilizan el cuestionario adaptativo ACA (Adaptive Conjoint Analysis) con personas pertenecientes a la lista de clientes de una compañía de *brokers* australiana. Los resultados obtenidos mediante el ACA en este trabajo son verdaderamente llamativos. El factor más relevante para los encuestados es la gestión de la empresa, por encima de los informes financieros, las expectativas de dividendos o los resultados recientes de la empresa. Estudios previos (Rogers y Grant, 1998) habían marcado la gestión como una variable determinante para los analistas, aunque no tanto para los inversores individuales. Pero no sólo los informes financieros son menos valorados que las expectativas, también otro tipo de información financiera, como dividendos, es menos valorada que otras variables como los últimos movimientos de las acciones en la bolsa (Clark-Murphy y Soutar, 2004).

Por otra parte, sí que se encuentran diferencias entre los resultados obtenidos sobre las fuentes de información de los inversores. Baker y Haslem (1973) encontraron que los estados financieros, aunque sí se utilizan para la toma de decisiones, sólo suponen un 8% de las fuentes empleadas, por detrás de los expertos, asesores, prensa económica o amigos y familiares. Sin embargo, Nagy y Obenberger (1994) encontraron que la gran mayoría de los inversores son autosuficientes a la hora de tomar la decisión de la inversión, no dando importancia a las opiniones de su familia o compañeros del trabajo. Sorprendentemente, ni las recomendaciones de las casas de bolsa y de los *brokers*,

ni los informes financieros son tenidas en cuenta en gran medida.

En función de todo lo que acabamos de ver podríamos pensar que, a pesar de las diferencias encontradas en la literatura, parece claro que la información contable y financiera, a pesar de tener importancia para los inversores individuales, no es el factor más relevante en su toma de decisiones. Sin embargo, por un lado se han encontrado diferencias en los resultados de algunos estudios en función de si se analizan los mercados o los inversores (Debont, 1998); por otro lado, las diferencias culturales afectan al comportamiento de los inversores, por lo que los resultados encontrados podrían ser diferentes en función del lugar de procedencia de los inversores y el lugar donde inviertan (French y Poterba, 1991). En función de todo esto y ya que no hemos encontrado ningún estudio con una muestra de inversores individuales españoles, nos planteamos nuestra primera pregunta de investigación: ¿es la información contable y financiera realmente importante para los inversores individuales españoles a la hora de invertir en los mercados bursátiles?

Como acabamos de ver, si analizamos la importancia que tiene la información contable y financiera de las empresas que cotizan en bolsa para la toma de decisiones de los inversores individuales, podemos encontrar, revisando la literatura existente, que en términos generales este tipo de información es relevante. Sin embargo, existen diferencias en el grado de importancia en función de los resultados de los diferentes estudios y también si se compara la información contable y financiera con otro tipo de variables que afectan a los inversores. Los resultados encontrados han tratado de ser explicados mediante diferentes argumentos. Algunos autores encontraron que la importancia que los inversores individuales den a las distintas variables que les pueden afectar puede ser debido a sus características demográficas (Baker y Haslem, 1974, Warren, Stevens, y McConkey, 1990). Otras investigaciones recientes sugieren que la decisión sobre las inversiones también se ve afectada por factores internos, tales como el conocimiento que cada uno tenga de sí mismo, y factores externos tales como el marco (tipo de inversión, lugar de inversión, etc.) y el modo en el que se nos presenta la posible inversión (Shefrin, 2000; Shleifer, 2000).

Ahora bien, una posible explicación de que la información contable y financiera no adquiera la importancia que supuestamente debería, puede ser que los inversores individuales no tengan los conocimientos suficientes para poder analizarla o su presentación no sea lo suficientemente intuitiva o sencilla para poder ser analizada por un inversor individual típico. Si nos basamos en una definición de inversor individual como decisor final (Pascual-Ezama et al., 2010), podríamos considerar como inversores individuales, además de a individuos, también a entidades que realicen inversiones en los mercados bursátiles, como pueden ser pequeñas y medianas empresas (pymes) o entidades no lucrativas (ENL) cuyos responsables sí tienen, o al menos deberían tener, conocimientos suficientes y de-

Tabla 1. Descripción de la muestra utilizada

		ENL	Pymes	Inv. ind.
Edad (años)	Media	34,71	34,88	36,24
	Desv. tip.	9,72	5,52	6,72
	Rango	25-62	26-47	26-61
Género (%)	Hombres	52,4	65,4	56,2
	Mujeres	47,6	34,6	43,8
Nacionalidad (%)	Española	85,7	84,6	83,1
	Extranjera	14,3	15,4	16,9
País de Residencia (%)	España	100	100	100
	Extranjero	0	0	0
Estudios realizados (%)	ADE	47,6	46,2	56,2
	Ingeniería	33,3	30,8	25,8
	Derecho	4,8	7,7	7,9
	Otros	14,3	15,4	10,1
País donde estudió (%)	España	90,5	84,6	86,5
	Extranjero	9,5	15,4	13,5
Profesión (%)	Banca/Finanzas	4,8	38,5	37,1
	Consultoría	0	0	12,4
	Ingeniería	0	0	16,9
	Abogacía Funcionarios	0	0	5,6
	Empresarios	14,2	0	7,9
	Marketing	0	61,5	3,4
	Comercial	0	0	5,6
	Otros	0	0	1,1
	Otros	81	0	10,1
Tipo de inversor (%)	Largo Plazo	62	27	27
	Medio Plazo	24	53	50,5
	Corto Plazo	14	20	22,5
Experiencia como inversor (años)	Media	10,80	8,19	8,46
	Desv. tip.	8,34	5,69	4,86
	Rango	4-40	1-20	1-25
Dinero invertido (euros)	Media	7.748	14.673	21.403
	Desv. tip.	4.982	9.652	30.663
	Rango	2.000-20.000	2.000-36.000	1.000-20.000
Tiempo de inversión (meses)	Media	18,47	13,44	14,37
	desv. tip.	18,17	11,16	13,84
	Rango	1-60	0,5-48	05-60

berían estar acostumbrados a trabajar y analizar información financiera. En función de esto nos surge nuestra segunda pregunta de investigación: ¿la utilidad de la información contable es la misma para distintos tipos de inversores como ENL, pymes o individuos?

MÉTODO

Participantes

En el estudio participaron 21 ENL, 26 pymes y 89 inversores individuales. Tanto las ENL como las pymes tienen unos ingresos inferiores a un millón de euros y entre 10 y 50 trabajadores, y todas ellas poseen un organigrama directivo en el que aparece un director financiero o un tesorero, descartando aquellas entidades que no cumplieren este requisito. La actividad de 18 de las 21 ENL es la prestación de servicios sociales a minorías mientras que las otras tres dan servicios de apoyo a otras ENL. Respecto a las pymes, las actividades que desarrollan son muy variadas, tanto en el sector manufacturero como servicios. Los responsables



de las inversiones de ambos tipos de organizaciones tienen un grado de formación que abarca desde niveles básicos universitarios a formación especializada. En las ENL el porcentaje de hombres respecto a mujeres es de un 50/50% mientras que en las pymes es de un

Tabla 2. Variables más valoradas por las ENL

Variable	Media	Desviación típica
Cantidad de dinero disponible para invertir	4,0000	1,18322
Situación de la empresa dentro del sector	3,9524	0,86465
Expectativas de crecimiento continuado	3,9048	0,76842
Beneficios esperados	3,7619	1,22085
Rendimiento en el pasado de los títulos	3,6667	1,01653
Precio de la acción	3,6190	1,62715
Reputación de la empresa	3,6190	0,86465
Liquidez de los títulos	3,5238	1,24976
Intuiciones y percepciones personales	3,4762	0,87287
Expectativas del comportamiento del valor en el mercado	3,4762	1,50396

Tabla 3. Variables más valoradas por las pymes

Variable	Media	Desviación típica
Expectativas del comportamiento del valor en el mercado	4,0385	0,91568
Precio de la acción	4,0000	1,16619
Beneficios esperados	3,8462	1,40548
Rendimiento en el pasado de los títulos	3,7692	1,06987
Plazo de inversión	3,7692	0,86291
Situación de la empresa dentro del sector	3,7308	1,18516
Intuiciones y percepciones personales	3,7308	1,00231
Indicadores económicos actuales	3,6538	0,84580
Expectativas de crecimiento continuado	3,6538	1,12933
Cantidad de dinero disponible para invertir	3,6154	1,29852

Tabla 4. Variables más valoradas por los individuos

Variable	Media	Desviación típica
Precio de la acción	4,0337	1,16238
Expectativas del comportamiento del valor en el mercado	3,9888	1,02795
Cantidad de dinero disponible para invertir	3,6629	1,49198
Beneficios esperados	3,6067	1,33670
Expectativas de crecimiento continuado	3,5955	1,08417
Reputación de la empresa	3,5730	1,08594
Variaciones bruscas de la cotización por hechos puntuales internos (ej. OPA, etc.)	3,5393	1,02310
Intuiciones y percepciones personales	3,5281	1,03452
Situación de la empresa dentro del sector	3,5169	1,03476
Liquidez de los títulos	3,5169	1,24419

65/35%, respectivamente. Respecto a los inversores individuales también encontramos una paridad en lo relativo al género. En cuanto a la edad, experiencia como inversores, cantidad de dinero invertido o tiempo medio de inversión hemos conseguido una muestra bastante heterogénea en consonancia con el perfil de inversores encontrados por Perera y Toharia (2006) sobre una muestra de inversores en los mercados españoles. Las características de los responsables de las organizaciones, así como el de los inversores individuales, lo podemos encontrar en la Tabla 1. Todos los participantes están situados y residen en España y las inversiones realizadas son en el mercado continuo español.

Instrumento

El cuestionario utilizado ha sido el ININBE (Pascual-Ezama, San Martín, Gil-Gómez de Liaño y Scandroglio, 2010). Este cuestionario está constituido por cinco cuestiones referentes a datos personales y por una escala de 47 indicadores económico-financieros de respuesta tipo likert de 0 a 4.

Procedimiento

El proceso de recogida de datos se llevó a cabo de manera individualizada tanto para las ENL como para las pymes y los inversores individuales. Se envió el cuestionario por *e-mail* a 1.376 ENL. Fueron contactadas aquellas ENL que están disponibles en varias bases de datos específicas del sector. Respecto a las pymes, a partir de una muestra inicial de unas 800 pymes obtenida de una asociación de asesores fiscales, fueron contactadas aquellas en las que figuraban inversiones financieras temporales en alguno de los balances de los últimos cinco ejercicios económicos, en total 298. Cuando se contactó tanto con las ENL como con las pymes, el *e-mail* fue dirigido directamente al responsable máximo de las entidades. Se les solicitó que en el caso de haber realizado inversiones financieras, completase en cuestionario la persona que decidió en dónde invertir, en caso de que la decisión fuese tomada por una sola persona; y de haber sido tomada por varias personas, nos indicasen cuántas personas habían participado y con qué cargos y quién completaba el cuestionario. En todos los casos, tanto en la ENL como en las pymes, la decisión fue unipersonal. Finalmente, se contactó mediante correo electrónico con 198 potenciales inversores individuales. A cada uno de ellos se les pedía, por un lado, que completasen el cuestionario si eran inversores, y, por otro lado, se les pedía que enviasen el cuestionario a aquellas personas de su entorno que pudieran ser inversores y así sucesivamente, obteniendo un efecto multiplicador de la muestra contactada.

Por una parte obtuvimos respuesta al correo electrónico de 141 ENL. Sin embargo, sólo 23 ENL habían realizado inversiones en bolsa y por tanto pudieron completar el cuestionario. De las respuestas obtenidas tuvimos que eliminar dos por no completar correcta-

mente el cuestionario, existir alguna carencia en las respuestas del mismo o no aportar la información necesaria, por lo que quedaron finalmente 21 ENL. Por otra parte, obtuvimos respuesta de 29 pymes, de las que tuvimos que eliminar tres por los motivos ya citados. Finalmente, obtuvimos respuesta de 96 individuos, de los que fueron eliminados ocho, quedando por tanto 89. Por lo tanto, la muestra final quedó compuesta por 21 ENL, 26 PYMES y 89 individuos. Todos ellos fueron contactados una única vez mediante correo electrónico solicitándoles completar el cuestionario con el objetivo de que la respuesta fuese completamente voluntaria.

RESULTADOS

Muestra

Los índices de respuesta obtenidos fueron bastante bajos tanto en las ENL como en las pymes, 10% y 9% respectivamente. Respecto a los individuos, de los 198 contactados inicialmente completaron el cuestionario 18 inversores, es decir, un 9%. El resto de las respuestas fueron de contactos indirectos.

Inicialmente, se llevaron a cabo pruebas para determinar si existían diferencias significativas en las respuestas al cuestionario entre los distintos grupos. Los resultados obtenidos muestran que no existen diferencias significativas entre ambos grupos, ni para la puntuación total del test ($\chi^2 = 1,105$; $gl=2$; $p = .576$ mediante Kruskal-Wallis) ni para los cinco primeros factores obtenidos mediante el análisis de componentes principales. Incluso analizando cada ítem por separado, en todos los casos $p > .05$ menos en el ítem 46 (rendimiento pasado de la cartera de inversión) en el que hay diferencias entre pymes e individuos, pero no con las ENL.

Tanto los responsables de las organizaciones como los individuos tienen una edad media de unos 35 años, aproximadamente un 15% son extranjeros frente a un 85% españoles y todos ellos residentes en España. Prácticamente la mitad de ellos tiene formación universitaria en la rama de la economía y casi otro 30% en ingeniería. Sin embargo, también encontramos diferencias en alguna de las características de los grupos. Mientras que el número de mujeres inversoras responsables en las ENL es del 48%, en las pymes desciende a casi un 35%. El número de inversoras individuales mujeres es del 43%.

Utilidad de la información contable y financiera en la inversión

En términos generales, como ya hemos dicho, la información financiera y contable es considerada relevante por parte de los inversores. Los datos financieros relevantes tienen una media de 3,17 y el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias de 2,95. Un poquito más bajo, en torno a 2,6, está la información proporcionada en los informes corporativos y en torno a 2,4 el informe de auditoría (escala Likert de 0 a 4).

Tabla 5. Variables más valoradas por los expertos

Variable	% Expertos
Liquidez de los títulos	62,5%
Datos financieros relevantes (Cash Flows, VAN, TIR, etc.)	62,5%
Precio de la acción	60%
Expectativas del comportamiento del valor en el mercado	60%
Información facilitada en los informes corporativos	60%
Análisis técnico	60%
Recomendaciones de expertos bursátiles	60%
Recomendaciones de las casas de brokers	60%
PER	60%

A pesar de que ya hemos visto que las diferencias en las puntuaciones del cuestionario no son estadísticamente significativas, encontramos interesante analizar los resultados obtenidos en cada uno de los inversores individuales por separado. Si observamos los resultados de los responsables de las ENL, los datos financieros relevantes tienen una media de 3 y el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias de 2,85, ligeramente por debajo de la media. Un poquito más bajo, entorno a 2,6 están el informe de auditoría y la información proporcionada en los informes corporativos. Si comparamos estos resultados con las pymes y los individuos, ambos grupos valoran los datos financieros relevantes, 3,11 y 3,23, respectivamente, más que las ENL. Respecto a la cuenta de pérdidas y ganancias, las pymes lo valoran en un 2,7, ligeramente inferior a las ENL, mientras que los inversores elevan su valoración hasta 3. La información facilitada por los informes corporativos está valorada en torno a 2,6 por los tres grupos. Respecto al informe de auditoría, mientras que los inversores individuales lo valoran en 2,5, las pymes lo hacen en 2, muy por debajo de la valoración de las ENL.

En cualquier caso, y a pesar de que cada una de estas variables está bien valorada en términos generales, todas ellas están en el rango inferior de valoración, es decir, incluidas en la mitad menos valorada tanto por los responsables de las ENL y de las pymes como por los individuos. Si analizamos las diez variables más valoradas de cada uno de los grupos (Tablas 2, 3 y 4), podemos observar cómo la información financiera y contable no entra dentro de las diez más valoradas en ninguno de los grupos.

Además podemos observar que la homogeneidad de las respuestas más valoradas es altísima entre cada uno de los grupos. De las diez variables más valoradas por los responsables de las ENL, ocho de ellas también están en el Top Ten de las pymes y nueve en el de los inversores individuales.

Sin embargo, y a pesar de este grado de acuerdo entre los diferentes tipos de inversores, si comparamos de manera cualitativa estos resultados con las opiniones de los expertos que formaron parte del

**Tabla 6. Variables menos valoradas por las ENL**

Variable	Media	Desviación típica
El informe de auditoría	2,5714	1,02817
Recomendaciones de amigos o compañeros de trabajo	2,5238	0,98077
Información privilegiada	2,3810	1,96153
Porcentaje de free flota	2,3333	1,42595
Participaciones institucionales	2,3333	1,19722
Planes de inversiones mediante endeudamiento	2,2857	1,45406
Cambios significativos en los órganos de gestión	2,1429	1,15264
Información publicada en la página web	2,0952	1,30018
Proporción de consejeros independientes	1,4286	1,07571
Restricciones legales sobre los derechos de voto	1,2857	1,18924

Tabla 7. Variables menos valoradas por las pymes

Variable	Media	Desviación típica
Información publicada en la página web	2,2692	1,07917
Porcentaje de free float	2,1538	1,46130
Uso de métodos de valoración	2,0769	1,41204
El informe de auditoría	2,0000	1,49666
Cambios significativos en los órganos de gestión	1,9231	1,41204
Proporción de consejeros independientes	1,8462	1,64176
Planes de inversiones mediante endeudamiento	1,8077	1,29674
Participaciones institucionales	1,6923	1,43581
Información privilegiada	1,3846	1,67516
Restricciones legales sobre los derechos de voto	1,0000	0,97980

proceso de elaboración del cuestionario (Pascual-Ezama y Gil-Gómez de Liaño, 2008) el grado de acuerdo disminuye. De las variables más valoradas por los tres grupos, tan sólo tres aparecen dentro de las diez que los expertos consideraban más importantes para los inversores individuales.

Bien es cierto que no se puede ver si existen diferencias estadísticamente significativas en las respuestas porque los expertos no valoraron cuantitativamente las variables, sino que opinaron si eran relevantes o no para los inversores. A pesar de ello, como podemos ver en la Tabla 5, los expertos incluyen los datos financieros relevantes y la información facilitada por los informes corporativos dentro de las diez variables que ellos consideran más importantes para los inversores.

Si del mismo modo observamos las variables menos valoradas, encontramos que el informe de auditoría sí que aparece dentro de las menos valoradas en los tres grupos (Tablas 6, 7 y 8). En este caso también podemos observar la homogeneidad de las respuestas por parte de los diferentes grupos. Nueve de las diez variables menos valoradas por los responsables

de las ENL son compartidas por los responsables de las pymes y por los inversores individuales.

En este caso, si observamos las variables que en opinión de los expertos son menos importantes para los inversores (Tabla 9), encontramos tres aspectos que debemos remarcar. Por un lado, de las variables menos valoradas por los tres grupos de inversores, cinco coinciden con los expertos, por lo que el grado de acuerdo es mayor que en las más valoradas. Por otro lado, el informe de auditoría está incluido por los expertos como una de las fuentes de información menos significativas para los inversores, tal y como ha sucedido. Finalmente, la cantidad de dinero disponible para invertir, que era una de las variables más valoradas por los tres grupos de inversores, es una de las que en opinión de los expertos menos importancia tiene para la toma de decisiones de los inversores.

DISCUSIÓN GENERAL

El principal objetivo de este trabajo de investigación es analizar la importancia de la información contable y financiera en la toma de decisiones de los inversores individuales españoles en los mercados bursátiles. Debido a que se han encontrado diferencias en las variables que afectan a los inversores individuales en función de sus características y del contexto de la inversión, decidimos estudiar separadamente a ENL, pymes e individuos con el objetivo de analizar si los conocimientos y la preparación para analizar la información contable y financiera es una variable relevante. No obstante, nos hemos encontrado con la dificultad de que, en primer lugar, no hay literatura previa referente a ENL y pymes en el contexto de investigación en el que nos centramos, y por otro lado, que la gran mayoría de los estudios realizados sobre inversores (individuos), extrapolan los resultados del análisis de los mercados a los inversores y no estudian directamente a los inversores individuales. Si bien es cierto que no se puede discutir que el movimiento de los mercados es el conjunto de las actuaciones de los inversores, el comportamiento de los inversores individuales y los grandes inversores no puede ser comparable.

En primer lugar, y en respuesta a nuestra primera pregunta de investigación, los datos financieros relevantes son ligeramente más valorados por las pymes y los individuos, mientras que sucede lo contrario con la cuenta de pérdidas y ganancias y el informe de auditoría. No obstante, como hemos visto, estas diferencias no son estadísticamente significativas, por lo que no podemos concluir que haya diferencias en las valoraciones de la información contable y financiera entre las ENL, las pymes y los individuos. Lo que sí podemos afirmar es que existen otras muchas variables que son más valoradas por todos ellos a la hora de invertir en bolsa. Las expectativas e intuiciones, las facilidades para realizar la inversión y los rendimientos pasados de los títulos son mucho más valorados que la información contable y financiera por los tres grupos. Por lo tanto, podemos concluir

que la información contable y financiera tiene una valoración aceptable por parte de los inversores. Sin embargo, su utilidad es mucho menor que el de otras variables como las expectativas en consonancia con trabajos anteriores (Baker y Haslem, 1973; Nagy y Obenberger, 1994; Clark-Murphy y Soutar, 2004).

En segundo lugar, y tratando de dar respuesta a nuestra segunda pregunta de investigación, nuestros resultados parecen indicar que no existen diferencias entre las ENL, las pymes y los individuos a la hora de realizar sus inversiones en bolsa. Como acabamos de ver, no existen diferencias significativas en las puntuaciones del cuestionario. Además, el grado de homogeneidad de las variables más valoradas y menos valoradas por cada uno de los tres grupos es altísimo. Por lo tanto, podríamos decir que tanto las ENL como las pymes actúan del mismo modo que los individuos, pudiendo considerarse todos ellos inversores individuales. Sin embargo, también hay que tener precaución con esta conclusión. El 100% de los responsables, tanto de las ENL como de las pymes, han afirmado ser los únicos decisores de las inversiones realizadas por las organizaciones, por lo que la decisión no fue tomada por varias personas. Esto podría explicar que no haya diferencias entre ellos ni con los inversores individuales, porque a pesar de que quien realice la inversión sea una organización, el decisor es un individuo. Lo que sí parece claro es que tanto en las pymes como en las ENL los decisores de la inversión fueron los directores financieros, tesoreros o contables, por lo que sí deberían estar en condiciones de poder analizar y por tanto utilizar la información contable y financiera de cara a sus inversiones. Por lo tanto, no parece que el desconocimiento o la falta de formación para el análisis de la información contable y financiera sea el motivo por el cual haya variables más utilizadas.

Por otro lado, en función de los resultados obtenidos, observamos que el índice de ENL y pymes que invierten sus excesos de tesorería respecto a aquéllas de las que hemos obtenido respuesta está en torno al 16%, por lo que podríamos considerar que el número de entidades que invierten en los mercados bursátiles es bajo. Sin embargo, tenemos que tener precaución con las conclusiones que saquemos de estos resultados, ya que, por un lado, el índice de respuesta ha sido muy bajo, tan solo un 10%, y por otro lado, no disponemos de la información de cuántas de estas entidades han dispuesto de un exceso de tesorería real suficientemente alto para realizar las inversiones a lo largo de los últimos años.

Finalmente, hemos podido ver cómo la opinión de los expertos, asesores financieros, *brokers* y profesores universitarios de finanzas, respecto a las variables que ellos consideraban importantes para los inversores individuales en los mercados bursátiles, no coinciden con la realidad mostrada por los propios inversores, sobre todo en las variables más valoradas por estos. En donde sí se produce una coincidencia total es, curiosamente, en la escasa utilidad que el informe de auditoría tiene para los inversores indi-

Tabla 8. Variables menos valoradas por los individuos

Variable	Media	Desviación típica
Uso de métodos de valoración	2,5730	1,37252
Endeudamiento de la empresa	2,5506	1,26141
El informe de auditoría	2,4944	1,40715
Participaciones institucionales	2,3483	1,27119
Información publicada en la página web	2,3483	1,24409
Cambios significativos en los órganos de gestión	2,2697	1,27711
Información privilegiada	2,2022	1,88402
Planes de inversiones mediante endeudamiento	2,1236	1,19488
Proporción de consejeros independientes	1,8202	1,37809
Restricciones legales sobre los derechos de voto	1,5393	1,43064

Tabla 9. Variables menos valoradas por los expertos

Variable	% Expertos
Uso de métodos de valoración	52,5%
Cambios significativos en los órganos de gestión	52,5%
Cantidad de dinero disponible para invertir	52,5%
Porcentaje de <i>free float</i>	52,5%
Reputación del equipo gestor	52,5%
Participaciones institucionales	50%
El informe de auditoría	50%
Precio de las acciones de otras empresas	50%
Rendimiento pasado de la cartera de inversión	50%

viduales. Todos los inversores individuales que han participado en este estudio, ya sean individuos, pymes o ENL, son decisores finales, es decir, no delegan sus inversiones en *brokers* o asesores financieros. Las diferencias de criterio evidenciadas en los resultados de este trabajo podrían ser uno de los motivos por lo que este tipo de inversores no deciden profesionalizar sus inversiones con la ayuda de expertos. Estas diferencias entre lo que los expertos creen que son las preferencias de los inversores individuales y la realidad mostrada por los mismos evidencian una falta de conocimiento por parte de los asesores financieros, *brokers*, etc. Los profesionales deberían tener en cuenta esto y plantearse no sólo tratar de conocer mejor a sus potenciales clientes y sus preferencias, sino cuál debería ser el enfoque de tendrían que dar, desde un punto de vista comercial, para poder captar sus inversiones. ■

COMENTE ESTE ARTÍCULO

En www.estrategiafinanciera.es