



CONSERVADURISMO CONTABLE Y GOBIERNO CORPORATIVO

VIII Premio Carlos Cubillo Valverde

Fernando Peñalva Acedo
Juan Manuel García Lara
Beatriz García Osma

CONSERVADURISMO CONTABLE Y GOBIERNO CORPORATIVO

(Las páginas en blanco del documento original se han suprimido para evitar confusiones durante su visualización.
No obstante, en cada página se ha respetado el número de página que aparece referido
en el sumario de la presente publicación).

**FERNANDO PEÑALVA ACEDO
JUAN MANUEL GARCÍA LARA
BEATRIZ GARCÍA OSMA**

**Premio para trabajos cortos de Investigación en Contabilidad
“Carlos Cubillo Valverde”**

VIII Edición (2004)

CONSERVADURISMO CONTABLE Y GOBIERNO CORPORATIVO

Edita: Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas
MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA

Edición en línea: año 2011
N.I.P.O. en línea: 604-11-007-3

Edición en CD: año 2005
N.I.P.O. en CD: 604-05-005-x
I.S.B.N. EN CD: 84-89-006-93-8
Depósito legal: M-42765-2005

ÍNDICE

ÍNDICE

I. INTRODUCCIÓN	15
2. GOBIERNO CORPORATIVO	18
2.1. Estructuras de gobierno corporativo	18
2.2. Medida del tipo de gobierno corporativo	19
3. DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN.....	22
3.1. Medición del conservadurismo.....	22
3.2. Estimación de los ajustes por devengo discrecionales.....	24
4. DESCRIPCIÓN DE LA MUESTRA	27
5. RESULTADOS EMPÍRICOS	28
5.1. Diferencia en el conservadurismo entre estructuras de gobierno corporativo	28
5.2. Influencia de la gestión del resultado en el conservadurismo: diferencias entre estructuras de gobierno corporativo.....	29
5.3. Influencia de las oportunidades de inversión en el nivel de conservadurismo	30
32. CONCLUSIONES	32
BIBLIOGRAFÍA	33

RESUMEN

RESUMEN

En este trabajo se investiga si las empresas con baja protección contra adquisiciones y baja implicación del consejero delegado (CEO) en la toma de decisiones del consejo de administración (gobierno corporativo fuerte) son más conservadoras contablemente –según la definición de Basu (1997)– que las empresas con gran protección contra adquisiciones y gran implicación del CEO en la toma de decisiones del consejo (gobierno corporativo débil). El conservadurismo contable da lugar a resultados que reflejan antes las malas que las buenas noticias. Definimos la calidad del gobierno corporativo empleando una medida agregada que incorpora el nivel de protección contra adquisiciones y varias características del consejo de administración. Empleando una muestra de empresas estadounidenses, encontramos que la sensibilidad de los resultados a las malas noticias es significativamente mayor en las empresas con gobierno fuerte que en las clasificadas como débilmente gobernadas. Para investigar más a fondo las razones que sustentan estas diferencias, estudiamos el impacto que la gestión del beneficio pueda tener en la sensibilidad de los resultados a las malas noticias dependiendo del tipo de gobierno corporativo. Empleando diversos modelos de ajustes por devengo, descomponemos los resultados reportados en dos partes: una discrecional y otra no discrecional. Nuestros resultados indican que la parte discrecional de los resultados explica en gran parte el mayor conservadurismo de las empresas con gobierno fuerte. Sin embargo, no encontramos diferencias significativas en la sensibilidad a las malas noticias de los beneficios no discrecionales entre empresas con gobiernos fuertes y débiles. Esta evidencia indica que las empresas con gobierno fuerte emplean los ajustes por devengo para acelerar el reconocimiento de malas noticias en sus resultados.

CONSERVADURISMO CONTABLE Y GOBIERNO CORPORATIVO

I. INTRODUCCIÓN

Basu (1997) define el conservadurismo como el reconocimiento asimétrico de noticias en la cuenta de pérdidas y ganancias. El conservadurismo se define normalmente en los marcos conceptuales como una reacción prudente a la incertidumbre para preservar los derechos de los acreedores y de los inversores en capital, e impone unos requisitos más estrictos para reconocer las pérdidas que las ganancias, generando resultados que reflejan antes las malas que las buenas noticias. Basu predice – y encuentra evidencia de ello – que los resultados y los precios tienden a reflejar las malas noticias simultáneamente, pero que los precios recogen las buenas noticias antes de que éstas se reflejen contablemente. De esta predicción se deriva la medida de conservadurismo desarrollada por Basu: el reconocimiento asimétrico de las noticias en el resultado, que permite medir diversos grados de conservadurismo.

El conservadurismo es una característica presente en la información contable desde hace varios siglos. La investigación empírica reciente ha constatado un notable aumento del conservadurismo en las últimas décadas (Givoly y Hayn, 2000; Francis y Schipper, 1999). Existen diversas explicaciones que justifican la existencia del conservadurismo si bien todas ellas coinciden en señalar los beneficios que implica para los usuarios de la información financiera. Es posible agrupar estas explicaciones en cuatro categorías fundamentales: (1) motivos contractuales, (2) reducción del riesgo de litigio, (3) optimización de los impuestos, y (4) la asimetría de las funciones coste-beneficio de los reguladores. La evidencia empírica hasta la fecha señala a las motivaciones contractuales y de reducción del riesgo de litigio como las más acertadas, pero las explicaciones relacionadas con los impuestos y los reguladores también contribuyen a la existencia del conservadurismo (Watts, 2003b).

Tal y como explica Watts (2003a), desde el punto de vista contractual y de riesgo de litigio, el conservadurismo se deriva del hecho de que existen (1) asimetrías en el acceso a la información, (2) asimetrías en las retribuciones percibidas, (3) responsabilidad limitada y (4) diferentes horizontes temporales entre los distintos agentes económicos involucrados en la empresa. Gracias al conservadurismo se generan cifras contables que pueden ser empleadas en contratos entre las distintas partes y que reducen los problemas de riesgo

moral derivados de las asimetrías previamente referidas. Los contratos, cuando están basados en cifras conservadoras (prudentes), reducen la probabilidad de que se produzca un apropiamiento indebido de recursos por parte de los gerentes – a expensas de los accionistas –, o que haya una distribución excesiva de recursos a los accionistas en detrimento de los obligacionistas. Además el conservadurismo contable, en media, aplaza el reconocimiento de los beneficios, y genera resultados acumulados y activos netos menores, lo que redundaría en una reducción del riesgo de litigio para la empresa (al contrario de lo que sucedería si los activos netos estuviesen sobrevalorados). La verificación asimétrica de las noticias que impone el conservadurismo contribuye a reducir el comportamiento oportunista de los gerentes e incrementa así el valor de la empresa, lo cual beneficia a todos los agentes económicos que participan en la misma.

En la implementación del conservadurismo la estructura de gobierno corporativo tiene un papel preponderante. El gobierno corporativo se compone de una serie de mecanismos y cláusulas que aseguran que los activos de la empresa son empleados de forma eficiente, y que evitan la apropiación indebida de los mismos por parte de la gerencia o de cualquier otra parte o agente en detrimento de los suministradores de capital. El buen gobierno corporativo redundaría en un mejor control y monitorización de la gerencia, reduce el riesgo de litigio y genera información contable más oportuna, acelerando el reconocimiento de las malas noticias, y dando así al consejo de administración señales de aviso más tempranas para investigar sobre los orígenes de las malas noticias. Estos beneficios asociados al buen gobierno corporativo coinciden con los asociados al conservadurismo contable, lo que nos lleva a formular la predicción fundamental de este trabajo.

Nuestra hipótesis principal es que las empresas con un gobierno corporativo fuerte mostrarán un mayor grado de conservadurismo contable, tal y como lo define Basu (1997). Esto es, se espera que la sensibilidad del resultado a las malas noticias sea mayor en las empresas con un gobierno corporativo fuerte que en las clasificadas como de gobierno débil. Para medir la bondad del gobierno corporativo desarrollamos un índice agregado que tiene en cuenta, por una parte, el grado de exposición al mercado de control corporativo a través de mecanismos de protección contra adquisiciones, y por otra, diversas características del funcionamiento del consejo de administración.

Empleando una muestra amplia de empresas estadounidenses, los resultados indican que las empresas con baja protección contra adquisiciones y en las que el consejero delegado (CEO) tiene poca influencia en la toma de decisiones del consejo de administración, muestran un mayor grado de conservadurismo contable que las empresas con mayor protección contra adquisiciones y mayor implicación del CEO en la toma de decisiones del consejo. Esto es, los resultados de las empresas con buen gobierno corporativo recogen con mayor oportunidad (rapidez) las malas noticias que los resultados de las empresas con mayor protección contra adquisiciones y en las que el CEO tiene una mayor influencia sobre la toma de decisiones del consejo.

Para investigar en mayor detalle las razones que sustentan este hecho empírico, también analizamos el impacto que la gestión del beneficio puede tener sobre las diferencias observadas en el reconocimiento de las malas noticias entre empresas con diferente estructura de gobierno corporativo. Empleando diversos modelos para calcular los ajustes por

devengo discrecionales, descomponemos los resultados en sus partes discrecional y no discrecional. Una vez hecha esta división, encontramos que la parte discrecional del resultado es empleada para generar este mayor conservadurismo contable observado en las empresas con buen gobierno. No encontramos diferencias significativas en la sensibilidad a las malas noticias de la parte no discrecional de los resultados entre empresas con buen y mal gobierno corporativo. Esta evidencia sustenta la idea de que las empresas con buen gobierno corporativo emplean los ajustes por devengo discrecionales para acelerar el reconocimiento de las malas noticias en el resultado.

Con la única excepción del trabajo de Beekes *et al.* (2004), la literatura previa no ha examinado directamente la relación entre el gobierno corporativo y el conservadurismo contable. Beekes *et al.* (2004) examinan para una muestra de empresas británicas la relación entre el conservadurismo contable, medido como reconocimiento asimétrico de las buenas y malas noticias, y la proporción de directores externos en el consejo. Sus resultados ponen de manifiesto que las empresas con un mayor porcentaje de consejeros externos tienen resultados que reconocen más oportunamente las malas noticias. Nuestro estudio difiere del trabajo de Beekes *et al.* (2004) en diversos aspectos. En primer lugar, nuestro estudio incorpora una medida de gobierno corporativo que tiene en cuenta tanto elementos externos como internos. Esta es una consideración importante, puesto que los elementos externos e internos de gobierno corporativo son complementarios (Cremers y Nair, 2005). En segundo lugar, nuestro desarrollo lleva la investigación un paso más allá, puesto que apuntamos uno de los posibles motivos de la relación entre conservadurismo y gobierno corporativo: los ajustes por devengo discrecionales. En tercer lugar, nuestro análisis tiene en cuenta las oportunidades de inversión de las empresas al analizar las diferencias en el reconocimiento asimétrico de buenas y malas noticias entre las diferentes estructuras de gobierno. Este es un control necesario, puesto que de otra forma, las diferencias observadas podrían simplemente indicar cambios en las oportunidades de inversión en lugar de cambios en el conservadurismo (Roychowdhury y Watts, 2004). Finalmente, empleamos una muestra de empresas estadounidenses y un horizonte temporal más largo.

El resto del trabajo está organizado como sigue. La Sección 2 detalla el impacto del gobierno corporativo y desarrolla la medida de la calidad del gobierno corporativo empleada. La Sección 3 contiene la metodología, en la que se describen las medidas de conservadurismo empleadas y los modelos de estimación de ajustes por devengo discrecionales. La muestra es descrita en la Sección 4, en la que también se ofrecen estadísticos descriptivos de las variables. Los resultados y las diferencias en el conservadurismo entre empresas con buen y mal gobierno se exponen en la Sección 5, en la que también se analiza la influencia de la gestión del resultado en el nivel de conservadurismo observado, así como la influencia de los cambios en las oportunidades de inversión de las empresas en el conservadurismo. Finalmente, la Sección 6 concluye el estudio.

2. GOBIERNO CORPORATIVO

2.1. ESTRUCTURAS DE GOBIERNO CORPORATIVO

El gobierno corporativo se articula a través de una combinación de mecanismos externos e internos. Las medidas contra adquisiciones y el mercado por el control corporativo forman parte del primer grupo de mecanismos (externos), mientras que el consejo de administración y la presencia de *blockholders*¹ en el mismo forman parte del segundo grupo (internos). Tanto los mecanismos internos como los externos son necesarios para el buen funcionamiento de la empresa, y en general, tienen efectos complementarios. Jensen (1993) afirma que los mecanismos internos de gobierno son insuficientes para conseguir un gobierno corporativo apropiado, siendo necesaria la existencia de un mercado externo de control corporativo. Los resultados recientes de Cremers y Nair (2005) indican que los mecanismos externos refuerzan a los internos, y viceversa.

El diseño del gobierno de la empresa determina el poder de los *stakeholders* frente a la gerencia a través de mecanismos y cláusulas de gobierno corporativo, que incluyen medidas contra adquisiciones tipo «*poison pills*» o «*golden parachutes*»², y características del consejo de administración tales como el tamaño del consejo, o afiliaciones de los consejeros. La literatura previa sobre gobierno corporativo aporta evidencia cada vez mayor de que la estructura de gobierno está asociada no sólo con la rentabilidad y resultados de la empresa, sino también con la distribución de poder dentro de la misma, y cómo ésta afecta a la distribución de las rentas obtenidas. El estudio reciente de Cremers y Nair (2005) muestra que las empresas que tienen una mayor vulnerabilidad a ser adquiridas y que cuentan con *blockholders* importantes - medida que sirve de *subrogado* de la fortaleza del gobierno interno - generan rentabilidades anormales de entre un 10% y un 15%. Por su parte, Core et al. (1999) aportan evidencia de que aquellas características del consejo de administración asociadas con un gobierno débil –por ejemplo, que el CEO sea también el presidente del consejo, que los consejeros sean nombrados por el CEO, o que haya un gran número de directores de gran edad o muy ocupados– están correlacionadas con mayores niveles de remuneración del CEO, una vez controlado el análisis por aquellos elementos que determinan económicamente dicha compensación. Además, Core et al. (1999) encuentran

¹ *Blockholders* son inversores que poseen una parte substancial del capital de la empresa y que, por tanto, pueden influir en el gobierno de la misma.

² No existe traducción directa al español de estas expresiones. Las definimos sucintamente a continuación: (a) una «*poison pill*» (en español, «píldora venenosa») es una medida adoptada por la gerencia ante la amenaza de una adquisición, reduciendo el valor de la empresa para hacer que resulte menos atractiva ante posibles terceros interesados en adquirir el control de la firma; por su parte, (b) los «*golden parachutes*» (en español, «paracaidas dorados») son cláusulas incluidas en los contratos de los gerentes que implican una compensación en el supuesto de que la empresa sea adquirida por terceros, estas cláusulas suelen consistir en bonos, remuneraciones, *stock options*, etc., y pueden emplearse como medida disuasoria ante terceras partes interesadas en adquirir el control de la firma.

que su predicción de exceso de compensación, basada en la estructura de gobierno de la empresa, tiene una correlación inversa con la rentabilidad de las acciones de la empresa en horizontes futuros de uno, tres y cinco años.

Existen diversos argumentos que dan el fundamento teórico a estos resultados. El principal de ellos consiste en atribuirlos al aumento en los costes de agencia derivados de una estructura de gobierno deficiente. Los costes de agencia aparecen debido a la falta de alineación entre los intereses e incentivos de los distintos agentes y partes involucradas en la empresa, puesto que todas ellas tratan de maximizar su propio beneficio en lugar del valor de la empresa. Estos costes se traducen, entre otras cosas, en un menor rendimiento operacional, mayores rentas para los gerentes en forma de aumentos en su remuneración, excesos en la retribución a los accionistas en detrimento de los obligacionistas, y son, en general, consistentes con la existencia de contratos ineficientes entre las partes. El uso de cifras contables conservadoras en los contratos sirve para reducir los costes de agencia. Por este motivo, esperamos que las estructuras de gobierno fuertes tenderán a favorecer el conservadurismo contable en mayor medida que las débiles.

2.2. MEDIDA DEL TIPO DE GOBIERNO CORPORATIVO

Para medir el nivel o tipo de gobierno corporativo de las empresas utilizamos una metodología similar a la empleada por Bertrand y Mullainathan (2001). Desarrollamos una variable agregada de gobierno corporativo (*TotGob*) que incorpora el nivel de medidas que protegen a la empresa de adquisiciones (gobierno externo) y varias características relativas a la estructura del consejo de dirección (gobierno interno). La variable *TotGob* combina las siguientes *proxies* de gobierno corporativo:

- 1) La primera variable de gobierno es el índice de protección contra adquisiciones desarrollado por Gompers et al. (2003). Aunque estos investigadores interpretan su índice como una medida de los derechos de los accionistas, en nuestro diseño de investigación seguimos a Cremers y Nair (2005), quienes interpretan este índice como una medida de la vulnerabilidad de la empresa a las adquisiciones. Empleando los datos recogidos por el *Investors Responsibility Research Center* (IRRC) y datos de las leyes estatales sobre fusiones y adquisiciones, Gompers et al. (2003) construyen un índice para cada empresa de su muestra añadiendo un punto por cada medida implantada en la empresa que reduce su vulnerabilidad a ser adquirida³. Por tanto, los valores altos de nuestro índice están asociados a una mayor protección ante las adquisiciones⁴. Cremers y Nair (2005) emplean como análisis adicional una

³ Gompers et al. (2003) examinan 24 elementos en total que no traducimos pues la mayoría son muy específicos del ordenamiento mercantil estadounidense: *anti-greenmail, blank check preferred stock, business combination laws, bylaw and charter amendment limitations, classified board, compensation plans with change in control provisions, director indemnification contracts, control share cash-out laws, cumulative voting requirements, director's duties, fair price requirements, golden parachutes, director indemnification, limitations on director liability, pension parachutes, poison pills, secret ballot, executive severance agreements, silver parachutes, special meeting requirements, supermajority requirements, unequal voting rights and limitations on action by written consent.*

⁴ Nuestros datos van desde 1992 hasta 2003. Los datos de IRRC solamente están disponibles para 1990, 1993, 1995, 1998, 2000, y 2002. Gompers et al. (2003) afirman que para la mayoría de las empresas, la variación del índice a lo largo de los años es muy pequeña. Aprovechando esta regularidad, y de forma similar a Cremers

medida menos agregada de este índice que sólo tiene en cuenta tres de las previsiones contra adquisiciones de las recogidas por el IRRC. Sus resultados no cambian significativamente usando este segundo índice, por lo que llegan a la conclusión de que no hay sesgos sistemáticos en el índice empleado por Gompers *et al.* (2003), y que puede ser interpretado correctamente como una medida de protección contra las adquisiciones.

- 2) Sin embargo, este índice de protección contra adquisiciones no recoge información sobre el gobierno interno de la empresa, como puedan ser las características del consejo de administración. Hermalin y Weisbach (1998) afirman que el factor fundamental que afecta a la efectividad del consejo es su independencia con respecto al CEO. Al objeto de tener en cuenta esta aseveración, incluimos una variable que toma el valor de 1 si el CEO es también el presidente del consejo y 0 si no lo es. Se espera que el CEO tendrá mayor influencia en el gobierno corporativo cuando la misma persona ocupa los puestos de CEO y de presidente del consejo.
- 3) La investigación previa en este campo muestra que los directores independientes influyen positivamente en las decisiones del consejo. Weisbach (1988) aporta evidencia de que la presencia de directores externos está directamente relacionada con las decisiones de cambiar de CEO. Byrd y Hickman (1992) encuentran que las empresas que efectúan una oferta pública de adquisición y en las que los directores independientes ocupan al menos un 50% de los asientos del consejo tienen mayores rentabilidades anormales el día en que anuncian la oferta, que los demás ofertantes. Como segundo *subrogado* de gobierno interno incluimos una variable adicional de la proporción de altos ejecutivos que forman parte del consejo. Una mayor proporción de ejecutivos en el consejo está asociada con una mayor influencia del CEO en el gobierno corporativo.
- 4) Finalmente, Adams (2000) y Vafeas (1999) sugieren que el número de reuniones del consejo puede ser un buen *subrogado* del control y monitorización real ejercidos por los consejeros. Incluimos la inversa de esta variable, donde un valor alto está asociado por tanto con pocas reuniones y por ende, con una menor efectividad del consejo.

Siguiendo a Bertrand y Mullainathan (2001), definimos una variable agregada de gobierno corporativo (*TotGob*) tomando la media no ponderada de las cuatro variables estandarizadas⁵. La estandarización de las variables elimina problemas de escala derivados de las diferentes medidas que forman el índice agregado. Se espera que los valores altos de *TotGob* estén asociados con estructuras de gobierno en las que las tanto las medidas contra

y Nair (2005), alineamos los valores del índice para 1990 con los datos para empresas de 1992, el valor del índice para 1993 con datos de las empresas para 1993 y 1994, los valores del índice para 1995 con los datos de 1995, 1996 y 1997, los valores del índice de 1998 con datos de 1998 y 1999, los valores del índice del 2000 con datos de 2000 y 2001, y los valores del índice para 2002 con datos de las empresas de 2002.

⁵ Al igual que Bertrand y Mullainathan (2001), empleamos ponderaciones unitarias para construir *TotGob*, siguiendo las recomendaciones de Grice y Harris (1998), que demuestran que los agregados que emplean pesos unitarios tienen mejores propiedades psicométricas que otras alternativas de ponderación.

adquisiciones como la influencia del CEO en las decisiones del consejo son grandes. Para mayor brevedad, nos referimos a estas estructuras como gobiernos débiles. A las estructuras de gobierno corporativo con baja protección contra adquisiciones y con baja implicación del CEO en la toma de decisiones del consejo las denominamos gobiernos fuertes. Éste es el significado que hemos atribuido a los términos gobierno fuerte y gobierno débil a lo largo del trabajo.

3. DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN

3.1. MEDICIÓN DEL CONSERVADURISMO

Para medir el conservadurismo contable empleamos el modelo de Basu (1997). Para diseñar su medida de conservadurismo, Basu se basa en que el conservadurismo contable ocasiona que se incorporen antes las malas noticias a los resultados que las buenas noticias, debido a la asimetría existente en los estándares contables en lo referente a verificación y reconocimiento de pérdidas y ganancias. Basu emplea la rentabilidad bursátil de las acciones como medida de si se han producido buenas o malas noticias. Los precios incorporan rápidamente toda la información que llega al mercado a través de múltiples fuentes adicionales a los resultados reportados por las empresas. Por ello, los cambios en el precio durante un periodo (rentabilidades) son una buena medida de la llegada al mercado de noticias sobre la empresa. Puesto que los resultados recogen de forma más oportuna (rápida) las malas que las buenas noticias, Basu predice una mayor asociación entre resultados y rentabilidades negativas (su *subrogado* para las malas noticias) que entre resultados y rentabilidades positivas (su *subrogado* para las buenas noticias). Empleamos el siguiente modelo de Basu:

$$X_t = \beta_0 + \beta_1 D_t + \beta_2 R_t + \beta_3 D_t R_t + \mu_t \quad (1)$$

donde X_t son beneficios por acción antes de resultados extraordinarios y operaciones no continuadas (Compustat data item #58) dividido por el precio por acción al principio del periodo (data item #199). R_t es la rentabilidad de la acción durante el período, medida componiendo durante doce meses la rentabilidad mensual que figura en *CRSP*, hasta el último día del año fiscal t .⁶ D_t es una variable indicadora que toma el valor 1 en el caso de que se produzcan malas noticias (rentabilidad bursátil negativa o cero), y 0 en el caso de que haya buenas noticias (rentabilidad bursátil positiva). El coeficiente β_3 mide el reconocimiento asimétrico de las noticias - el nivel de conservadurismo - y se espera que sea significativamente positivo, mostrando la aceleración adicional en el reconocimiento de las malas noticias con respecto a las buenas noticias.

En nuestros tests iniciales, empleando nuestra variable agregada de la calidad del gobierno corporativo (*TotGob*), realizamos una serie de particiones de la muestra para comparar

⁶ Basu emplea rentabilidades anuales medidas desde 9 meses antes del final del periodo t hasta 3 meses después del final del período t . Sin embargo, la mayoría de los estudios posteriores han empleado la rentabilidad en el año fiscal. Lo que se pretende al medir la rentabilidad 3 meses después del final de año es dar tiempo al mercado para que incorpore la información existente en los beneficios del período. Al emplear rentabilidades anuales se evita que las rentabilidades se vean distorsionadas por otra información posterior que pueda llegar al mercado (distinta de los beneficios). Nuestros resultados son consistentes al uso de ambas metodologías.

si existen diferencias significativas entre los grupos de gobierno corporativo. Nuestra predicción es que el coeficiente que mide el conservadurismo β_3 será significativamente mayor para las empresas con gobierno corporativo fuerte (esto es, con baja protección contra adquisiciones y con baja implicación del CEO en la toma de decisiones del consejo). La evidencia encontrada confirma nuestra hipótesis. A la hora de realizar las particiones, controlamos las diferencias existentes en las oportunidades de inversión de cada empresa, que medimos empleando el ratio capitalización de mercado sobre valor en libros de los fondos propios, también denominado ratio *market-to-book* ($MTB = \#199 * \#25 / \#60$). Es importante realizar este control, puesto que la variación en las oportunidades de inversión de las empresas puede causar variaciones en el reconocimiento asimétrico de las noticias que no estén relacionadas con el conservadurismo (Roychowdhury y Watts, 2004). El objetivo de nuestros análisis no es el de estimar con precisión el nivel de conservadurismo de las empresas, sino determinar si hay diferencias significativas en el nivel de conservadurismo observado entre las distintas estructuras de gobierno, una vez se ha controlado por las posibles diferencias en las oportunidades de inversión. El ratio capitalización-fondos propios (*MTB*) sirve también como un subrogado del conservadurismo de balance, esto es, de la infravaloración de los activos netos que se deriva del no reconocimiento de activos intangibles o del uso del coste histórico para valorar activos. Pope y Walker (2003), y Beaver y Ryan (2004) afirman que las empresas en las que la infravaloración de los activos es mayor tienden a mostrar un menor conservadurismo de resultado, puesto que ya han anticipado las posibles malas noticias. El conservadurismo de balance es una forma más extrema de conservadurismo de resultado. Es por ello que resulta de gran importancia controlar por la posible infravaloración de activos en algunas empresas, para que las comparaciones entre las empresas con gobierno corporativo fuerte y débil no se vean influidas por el conservadurismo de balance.

En un segundo grupo de tests, investigamos sobre posibles explicaciones que justifiquen las diferencias observadas en el conservadurismo de resultado. La investigación en la línea de gobierno corporativo ha encontrado evidencia de que las empresas con gobiernos débiles son más proclives a gestionar el resultado, esto es, a tener beneficios y ajustes por devengo de menor calidad que las empresas con gobiernos fuertes (Ej.: Dechow *et al.*, 1996; Becker *et al.*, 1998; Peasnell *et al.*, 2001; Klein, 2002). Sin embargo, empleando una metodología más refinada, Bowen *et al.* (2004) encuentran que, en media, las diferencias en el uso de los ajustes por devengo observadas entre empresas con gobiernos fuertes y débiles no están motivadas por razones oportunistas, sino, todo lo contrario, los ajustes por devengo son empleados como señales informativas al mercado. Esta idea, por lo tanto, implicaría que los gerentes emplean los ajustes por devengo discrecionalmente para hacer que la información contable sea más relevante, alineando beneficios y rentabilidades (Guay *et al.*, 1996). En base a estos resultados, nuestra hipótesis es la siguiente: una estructura de gobierno fuerte genera incentivos para que los gerentes sean más conservadores, quienes emplearán los ajustes por devengo discrecionales para conseguir este objetivo. Para contrastar esta hipótesis, empleamos el modelo de Basu detallado en la ecuación (1) teniendo en cuenta el posible efecto que la discrecionalidad directiva ejercida sobre el beneficio pueda tener en las medidas de conservadurismo contable.

Para separar el efecto de la gestión del beneficio de lo que es puramente conservadurismo, empleamos la igualdad contable de que el resultado es igual a flujos de caja más ajustes por devengo totales ($X_t = CFO_t + TACC_t$). Se espera que los flujos de caja capten las noticias de forma simétrica. Por lo tanto, los contables se valdrán de los ajustes por devengo para hacer que los beneficios sean más oportunos (captan antes las noticias)⁷. Seguidamente, los ajustes por devengo pueden ser separados en dos partes o componentes: la parte no discrecional (normal) y la discrecional (anormal). La literatura ha propuesto diversos modelos que permiten separar los ajustes por devengo en sus dos componentes, y existe asimismo un rico debate sobre cuáles son los mejores modelos. En este trabajo no entramos en esta controversia, sino que estimamos los ajustes por devengo discrecionales empleando varios de los modelos más comúnmente usados en la literatura para contrastar la robustez de nuestros resultados y así aportar evidencia de que los resultados no dependen del uso de un modelo en concreto.

3.2. ESTIMACIÓN DE LOS AJUSTES POR DEVENGO DISCRECIONALES

Para obtener los ajustes por devengo esperados (normales) para las empresas de cada industria j en cada año t , empleamos el modelo modificado de Jones (1991) propuesto por Dechow *et al.* (1995). Antes de calcular las regresiones para cada industria-año, eliminamos las combinaciones industria-año con menos de seis observaciones. Seguidamente, estimamos el siguiente modelo de corte transversal para todas las combinaciones industria-año restantes:

$$\frac{TACC_{j,t}}{TA_{j,t-1}} = \alpha_{j,t} \left[\frac{1}{TA_{j,t-1}} \right] + \beta_{j,t} \left[\frac{\Delta REV_{j,t}}{TA_{j,t-1}} \right] + \gamma_{j,t} \left[\frac{PPE_{j,t}}{TA_{j,t-1}} \right] + \varepsilon_{j,t} \quad (2)$$

donde $TACC$ son los ajustes por devengo totales, calculados como la diferencia entre los ingresos netos antes de resultados extraordinarios y los flujos de caja operativos (Compustat item #18 - Compustat item #308)⁸. TA son activos totales (Compustat item #6), ΔREV es el cambio en las ventas netas (Compustat item #12), y PPE es inmovilizado bruto (Compustat item #7).

Seguidamente, para cada empresa i , calculamos sus ajustes por devengo discrecionales como:

⁷ Los gerentes pueden también decidir sobre cuándo se producen los flujos de caja y sus importes (Ej.: Roychowdhury, 2004; Bushee, 1998; Bartov, 1993), sin embargo, debido a su poca flexibilidad y mayor visibilidad, se espera que esta sea una forma residual de gestión del beneficio (Peasnell *et al.*, 2000).

⁸ $TACC$ puede calcularse de forma indirecta como $(\Delta CA - \Delta CL - \Delta Cash + \Delta STDEBT - DEPN)$, donde ΔCA es el cambio en activos circulantes (Compustat item #4), ΔCL es el cambio en pasivos circulantes (Compustat item #5), $\Delta Cash$ es el cambio en dinero y equivalentes (Compustat item #1), $\Delta STDEBT$ es cambio en la deuda a L/P incluido en pasivo circulante (Compustat item #34), y $DEPN$ es el gasto por amortizaciones (Compustat item #14). Empleando esta segunda medida, recalculamos $TACC$ y todos nuestros modelos. Los resultados no cambian dependiendo de si usamos el método directo o el indirecto para definir los ajustes por devengo, sin embargo, existe evidencia que demuestra que el uso del método indirecto (balance) puede causar diferencias en la estimación de CFO y TACC, creando problemas de *backing-out* y sesgando la estimación de DAX (Drtina and Largay, 1985; Hribar and Collins, 2002; Lim and Lustgarten, 2002; Edgers *et al.*, 2003), por ello, hemos preferido reportar los resultados obtenidos empleando el método directo.

$$DAX_i = \frac{TACC_{j,t}}{TA_{j,t-1}} - \left(\hat{\alpha}_{j,t} \left[\frac{1}{TA_{j,t-1}} \right] + \hat{\beta}_{j,t} \left[\frac{\Delta REV_{j,t} - \Delta AR_{j,t}}{TA_{j,t-1}} \right] + \hat{\gamma}_{j,t} \left[\frac{PPE_{j,t}}{TA_{j,t-1}} \right] \right) \quad (3)$$

donde $\hat{\alpha}$, $\hat{\beta}$, $\hat{\gamma}$ son los coeficientes obtenidos de la ecuación (2) y ΔAR es el cambio en clientes (Compustat item #2). A partir de este modelo obtenemos nuestro primer *subrogado* de los ajustes por devengo discrecionales (*DAX1*).

Tal y como indican los estudios más recientes, la gerencia tiene una mayor discrecionalidad sobre los ajustes por devengo a corto plazo y, además, la gestión de ajustes por devengo a largo plazo, tales como las amortizaciones, es poco probable puesto que tendría una gran visibilidad (Becker *et al.*, 1998; Young, 1999). Por ello, definimos una segunda medida de ajustes por devengo discrecionales empleando una medida de ajustes por devengo a corto plazo, estimando el siguiente modelo de corte transversal para todas las combinaciones industria-año con más de 6 observaciones:

$$\frac{WCA_{j,t}}{TA_{j,t-1}} = \alpha_{j,t} \left[\frac{1}{TA_{j,t-1}} \right] + \beta_{j,t} \left[\frac{\Delta REV_{j,t}}{TA_{j,t-1}} \right] + \varepsilon_{j,t} \quad (4)$$

donde *WCA* son ajustes por devengo circulantes, calculados como ingresos netos antes de resultados extraordinarios (Compustat item #123) más gasto por depreciación y amortización (Compustat item #125) menos flujos de caja operativos (Compustat item #308). Empleando los coeficientes estimados en la ecuación (4) calculamos los ajustes por devengo discrecionales a corto plazo (*AWCA*) de cada empresa *i* en cada año *j* como sigue:

$$AWCA_{j,t} = \frac{WCA_{j,t}}{TA_{j,t-1}} - \left(\hat{\alpha}_{j,t} \left[\frac{1}{TA_{j,t-1}} \right] + \hat{\beta}_{j,t} \left[\frac{\Delta REV_{j,t} - \Delta AR_{j,t}}{TA_{j,t-1}} \right] \right) \quad (5)$$

Nuestra segunda medida de ajustes por devengo discrecionales (*DAX2*) son los ajustes discrecionales por devengo a corto plazo obtenidos de esta ecuación.

La investigación más reciente en esta área señala la conveniencia de controlar los efectos de las diferencias en el rendimiento (rentabilidad) en las metodologías para detectar la gestión del resultado (ej.: Teoh *et al.*, 1998a; 1998b) y tener en cuenta la correlación entre los flujos de caja y los ajustes por devengo (Dechow, 1994). Tenemos en cuenta estos últimos avances en el cálculo de los ajustes por devengo para calcular los ajustes discrecionales empleando el modelo de Kasznick (1999) para obtener los ajustes (*DAX3*), y finalmente, los ajustes sugeridos por el modelo de Kothari *et al.* (2002), incluyendo en nuestros modelos de medición de ajustes por devengo discrecionales la rentabilidad sobre activos (*ROA*) de la empresa con un retardo (*lagROA*), con lo que obtenemos nuestra cuarta y última medida de ajustes por devengo discrecionales (*DAX4*).

Por lo tanto, obtenemos cuatro medidas distintas de ajustes por devengo discrecionales: *DAX1* a *DAX4*. Para que estas medidas sean consistentes con nuestra definición de beneficios de la ecuación (1), multiplicamos *DAX* por los activos totales a principio de ejercicio, y dividimos el total por el precio de la acción a principio de ejercicio.

Para llevar a cabo nuestros tests sobre la influencia de la gestión del resultado en el conservadurismo entre diversas estructuras de gobierno, cambiamos la variable dependiente de la regresión (1) de Basu, siguiendo la metodología de García Lara *et al.* (2005), primeramente por una medida del resultado no discrecional ($X_t^* = X_t - DAX_t$), y luego por los propios ajustes por devengo discrecionales (DAX_t) en sus diversas versiones. Si los ajustes discrecionales son empleados por los gerentes para alcanzar un mayor nivel de conservadurismo en las empresas con gobiernos fuertes, esperamos encontrar diferencias en el coeficiente β_3 que mide el conservadurismo entre los tipos de estructura de gobierno corporativo cuando la variable dependiente en la regresión de Basu son los ajustes por devengo discrecionales (DAX_t). Sin embargo, no esperamos encontrar diferencias significativas en β_3 cuando la variable dependiente empleada son los resultados no discrecionales (X_t^*).

4. DESCRIPCIÓN DE LA MUESTRA

Los datos contables han sido obtenidos de la versión 2003 de *Compustat*. Los datos de rentabilidades bursátiles provienen de *CRSP*. Los datos sobre las características del consejo y CEO provienen de la versión de 2003 de *Execucomp*. El índice de protección contra adquisiciones fue construido por Gompers et al. (2003) empleando datos de *IRRC* y ha sido obtenida directamente de la página Web de Andrew Metrick. Los datos de *Execucomp* e *IRRC* abarcan aproximadamente unas 1.500 empresas que forman parte de los índices S&P 500, MidCap y SmallCap. Eliminamos las empresas financieras (SIC 6000-6999) y las empresas con valores negativos de fondos propios. Para limitar los efectos de los valores extremos, eliminamos el percentil superior e inferior de las variables: rentabilidad bursátil (R_t), resultado deflactado (X_t) y ajustes por devengo discrecionales (DAX_t). La intersección de estas bases de datos y los requisitos adicionales impuestos por el cálculo de las ecuaciones previamente detalladas dan lugar a una muestra final de 10.461 datos empresa-año para el periodo 1992-2003, que se corresponden con 1.772 empresas distintas.

La Tabla I contiene los estadísticos descriptivos de la muestra. Hemos dividido la muestra en dos grupos en torno a la mediana de *TotGob*. Las observaciones por debajo (por encima) de la mediana son las empresas clasificadas como con escasa (elevada) protección contra adquisiciones y poca (much) implicación del CEO en las decisiones del consejo; esto es, empresas con gobierno corporativo fuerte (débil). En resumen, los estadísticos muestran que en media, las empresas con gobierno fuerte (débil) tienen unos 8 (10) mecanismos o cláusulas contra adquisiciones, el consejo se reúne 8 (6) veces al año, el 26% (39%) de los consejeros son ejecutivos de la empresa, y el CEO es el presidente del consejo en el 53% (94%) de los casos. El ratio capitalización-fondos propios en las empresas con gobierno fuerte es 3,7 mientras que en las de gobierno débil es de 3,5 si bien la diferencia no es estadísticamente significativa a niveles convencionales. Por el contrario, las empresas con gobierno fuerte tienen menores beneficios deflactados medios (X) y menores ajustes por devengo discrecionales (DAX) que las empresas con gobiernos débiles: 0,031 y 0,001 respectivamente en el caso de las fuertes, y 0,047 y 0,008 en el caso de las débiles. De forma consistente con la existencia de conservadurismo de resultado, esto es, con un reconocimiento asimétrico de las noticias, los resultados son negativamente asimétricos (las medianas son mayores que las medias). Esta asimetría existe tanto en la distribución de los resultados (X) como en la de los resultados no discrecionales (X^*), y es más pronunciada para el caso de las empresas clasificadas como de gobierno fuerte. Sin embargo, la diferencia entre las empresas con gobiernos fuertes y débiles se reduce cuando se emplean los resultados no discrecionales (antes de añadir los ajustes discrecionales por devengo). Esta evidencia es consistente con el uso de los ajustes por devengo discrecionales para dar a los inversores información más fiable (conservadora) por parte de las empresas fuertemente gobernadas. La Tabla 2 muestra la matriz de correlaciones.

5. RESULTADOS EMPÍRICOS

5.1. DIFERENCIA EN EL CONSERVADURISMO ENTRE ESTRUCTURAS DE GOBIERNO CORPORATIVO

La Tabla 3 muestra los resultados de la estimación de la ecuación (1) cuando partimos la muestra por la mediana de nuestro *subrogado* de estructura de gobierno (*TotGob*). Las observaciones por debajo (por encima) de la mediana son aquellas con escasa (elevada) protección contra adquisiciones y poca (much) implicación del CEO en la toma de decisiones del consejo. Estas son las empresas que, para mayor brevedad, hemos denominado como de gobierno fuerte (débil). Los estadísticos t reportados en todas las regresiones están basados en errores estándar Huber-White, con lo que evitamos tener problemas de autocorrelación y de heteroscedasticidad en los residuos (Rogers, 1993).

El Panel A de la Tabla 3 muestra los resultados de la estimación de los modelos agregando todos los años (panel). Cuando la variable dependiente es el resultado (X), la asimetría en la oportunidad (o rapidez) con las que los resultados capturan las noticias es recogida por el coeficiente β_3 que proporciona una estimación del nivel de conservadurismo. Se observa claramente que las empresas con gobiernos fuertes son más conservadoras que las empresas con gobiernos débiles (0,16 y 0,11 respectivamente). La diferencia en el conservadurismo es estadísticamente significativa ($p < 0.01$), lo que aporta evidencia inicial en apoyo de nuestras hipótesis. Para eliminar la posibilidad de que nuestros resultados se vean afectados por problemas de dependencia por usar datos de panel, empleamos las regresiones anuales medias de Fama y MacBeth (1973)⁹. Los resultados del Panel B de la Tabla 3 son si cabe más significativos que los anteriores, confirmando nuestra evidencia previa. Resulta interesante recalcar el hecho de que mientras que el coeficiente de las malas noticias (rentabilidades negativas) β_3 es de gran tamaño, el coeficiente de las buenas noticias (rentabilidades positivas) β_2 es mucho menor. Esta evidencia es consistente con los resultados de investigaciones recientes (Basu, 1997; Ball et al., 2000). Watts (2003b) interpreta esta evidencia concluyendo que en los últimos años las empresas estadounidenses han publicado resultados que no recogen de forma oportuna (rápida) las buenas noticias, pero que sí recogen de forma muy oportuna (rápida) las malas noticias. Watts (2003b) atribuye este aumento tan significativo en el conservadurismo de resultado a la influencia del *Financial Accounting Standards Board* (FASB), el emisor de normativa contable en los Estados Unidos.

⁹ Las regresiones de Fama y MacBeth (1973) deben ser interpretadas con cautela. Basu (1999) da una serie de razones contrarias al uso de estas regresiones medias anuales, fundamentalmente relacionadas con el hecho de que los parámetros no son estacionarios.

5.2. INFLUENCIA DE LA GESTIÓN DEL RESULTADO EN EL CONSERVADURISMO: DIFERENCIAS ENTRE ESTRUCTURAS DE GOBIERNO CORPORATIVO

Para comprender las razones que subyacen a nuestros resultados, investigamos sobre la posible influencia que la gestión del resultado puede tener en el conservadurismo, y cómo ésta puede causar las diferencias observadas entre diferentes estructuras de gobierno corporativo. Las columnas centrales del Panel A en la Tabla 3 muestran las estimaciones del modelo de Basu (1997) cuando la variable dependiente es reemplazada por los ajustes por devengo discrecionales estimados. En aras a la brevedad, solamente tabulamos los resultados obtenidos empleando el modelo modificado de Jones (*DAX1*). Los resultados no varían cuando empleamos los otros modelos para estimar los ajustes por devengo discrecionales. Las columnas tercera y cuarta muestran que la diferencia entre el conservadurismo de las empresas con gobierno fuerte (0,06) y las de gobierno débil (0,01) es estadísticamente significativo ($p < 0,00$). Además, el coeficiente no es significativo para las empresas con gobiernos débiles. Sin embargo, cuando la variable dependiente en el modelo de Basu son los resultados no discrecionales (X^*), no encontramos diferencias en el conservadurismo de las dos muestras, tal y como puede observarse en las últimas dos columnas del Panel A. Esta evidencia es consistente con la hipótesis de que las empresas con gobiernos fuertes emplean los ajustes por devengo discrecionales para hacer que sus resultados sean más conservadores que los de las empresas con gobiernos débiles. Los resultados de Bowen *et al.* (2004) también confirman esta interpretación, puesto que dicho estudio documenta que, en media, los ajustes por devengo discrecionales no son empleados de forma oportunista por los gerentes, sino todo lo contrario, son empleados para comunicar información al mercado. Cuando repetimos los análisis previos empleando la metodología de Fama y McBeth, obtenemos idénticos resultados a los reportados en el Panel B de la Tabla 3.

En teoría, nuestros resultados podrían verse afectados por el método empleado para dividir la muestra. Para eliminar esta posibilidad, empleamos una división diferente, utilizando los cuartiles de la variable *TotGob*. Definimos las empresas de gobierno fuerte (débil) como aquellas sitas en el cuartil inferior (superior) de *TotGob*. Seguidamente, repetimos nuestros análisis empleando esta nueva división. Los resultados, no tabulados, no cambian e incluso son más significativos, puesto que las diferencias en el conservadurismo son más pronunciadas cuando la variable dependiente en el modelo de Basu es resultado (X) o ajustes por devengo discrecionales (*DAX*). Igual que previamente, cuando la variable dependiente es resultados no discrecionales (X^*) no hay diferencias en el nivel de conservadurismo entre las dos estructuras de gobierno corporativo.

Como test adicional de la robustez de los resultados, modificamos la ecuación (1) para incluir el nivel global de gobierno corporativo de la siguiente forma:

$$Var Dep_t = \beta_0 + \beta_1 D_t + \beta_2 R_t + \beta_3 D_t R_t + \beta_4 D_t R_t TotGob_t + u_t \quad (6)$$

De esta forma, podemos emplear toda la información contenida en *TotGob*. En este caso predecimos que el coeficiente que captura el conservadurismo β_3 será positivo y significativo y que el coeficiente β_4 será negativo. Por lo tanto, el conservadurismo total ($\beta_3 + \beta_4$) de las empresas con gobiernos débiles será menor que el de las empresas con gobiernos

fuertes, puesto que los valores altos de *TotGob* están asociados a gobiernos débiles. Los resultados no se ven afectados si también incluimos en el modelo la interacción de *TotGob* con *D* y *R*.

El Panel C de la Tabla 3 muestra los resultados de las regresiones, y el Panel D los resultados de las regresiones de Fama y MacBeth. Puesto que los resultados e inferencias son idénticas, sólo comentamos los del Panel C. Cuando la variable dependiente es *X* o *DAX*, el coeficiente β_3 es significativamente positivo y el coeficiente β_4 es negativo y también significativo estadísticamente. La reducción en el conservadurismo (0,05) es aproximadamente del mismo tamaño que la diferencias en el coeficiente β_3 a las que hacíamos referencia en el Panel A. Sin embargo, cuando la variable dependiente empleada es *X**, el coeficiente β_4 no es significativamente distinto de cero, lo que indica que no hay diferencias en el conservadurismo una vez que controlamos por el nivel de ajustes por devengo discrecionales.

5.3. INFLUENCIA DE LAS OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN EN EL NIVEL DE CONSERVADURISMO

Roychowdhury y Watts (2004) muestran que en la estimación del conservadurismo es importante controlar por las diferencias en las oportunidades de inversión de las empresas. Estos cambios pueden influir en la estimación del conservadurismo de resultado e inducir diferencias que no están relacionadas con la incorporación asimétrica de las noticias. Para asegurarnos de que los resultados de nuestro estudio no están afectados por posibles diferencias en las oportunidades de inversión, repetimos todos los tests de la Tabla 3 controlando por el nivel del ratio capitalización bursátil-fondos propios (*MTB*), nuestra aproximación a las oportunidades de inversión de la empresa, siendo este ratio a su vez una aproximación del nivel de conservadurismo de balance. Además de dividir la muestra según su estructura de gobierno, también empleamos terciles de *MTB* para dividir la muestra total, creando tres subgrupos a los que nos referimos como alto, medio y bajo *MTB*. Las empresas que se encuentran en el tercil inferior son las que tienen menores oportunidades de crecimiento.

El Panel A de la Tabla 4 muestra la estimación de la regresión de Basu para toda la muestra cuando la variable dependiente es *X*, separando entre los tipos de estructura de gobierno y las oportunidades de inversión. No tabulamos los resultados de las regresiones tipo Fama y MacBeth, puesto que los resultados son cualitativamente idénticos. En esta ocasión, la partición según el tipo de gobierno corporativo empleada es la de los cuartiles inferior y superior de *TotGob*. El empleo de los cuartiles permite centrarse en dos subgrupos con tipos de gobierno claramente diferenciados, consiguiéndose resultados más robustos. Las empresas con gobiernos fuertes son más conservadoras que las empresas con gobiernos débiles. La diferencia en el coeficiente β_3 entre estructuras de gobierno sigue siendo significativa a niveles convencionales en los tres terciles que hemos creado para reflejar las diferencias en las oportunidades de inversión. La diferencia es algo menos significativa en el grupo o partición de bajo *MTB* ($p=0,10$), si bien, al emplear las regresiones Fama y MacBeth la diferencia en el coeficiente β_3 es sustancialmente más significativa ($p=0,04$).

De forma conjunta, los resultados del Panel A de la Tabla 4 no son consistentes con los reportados por Pope y Walker (2003), quienes encuentran una clara relación negativa entre el ratio capitalización-fondos propios (*MTB*) y el coeficiente β_3 de la ecuación de Basu para una muestra de empresas de Reino Unido. Tal y como señalan Beaver y Ryan (2004) y Roychodhury y Watts (2004), el ratio capitalización-fondos propios se ve afectado, entre otros factores, por las oportunidades de crecimiento, por lo que no es una aproximación exacta del conservadurismo de balance.

El Panel B muestra los resultados cuando la variable dependiente en la regresión de Basu es *DAX*. El coeficiente de conservadurismo de resultado β_3 es mayor para las empresas con gobiernos fuertes, y es menor y no significativo para las empresas con gobiernos débiles en los tres terciles de *MTB*. Sin embargo, la diferencia en el coeficiente β_3 no es significativa ($p=0,22$) en el tercil inferior; y lo mismo ocurre cuando empleamos las regresiones anuales de Fama y MacBeth. Cuando la variable dependiente es el resultado no discrecional (X^*) los resultados del Panel C confirman que no hay diferencias significativas en el conservadurismo entre las diversas estructuras de gobierno, incluso una vez que se ha controlado por los posibles efectos de las diferencias en las oportunidades de inversión. Los resultados de los Paneles A, B y C confirman nuestros resultados previos, si bien al aumentar el número de particiones en las que se subdivide la muestra disminuyen el número de observaciones disponibles para calcular los modelos, lo que reduce la estabilidad de los coeficientes.

Finalmente, repetimos la estimación de la ecuación (6) para las tres particiones (terciles) *MTB*, incluyendo toda la información de gobierno recogida por *TotGob*. Los resultados del Panel D de la Tabla 4 son en general robustos a las diferencias en las oportunidades de inversión e indican que las diferencias observadas en el nivel de conservadurismo entre estructuras de gobierno no son causadas por diferencias en las oportunidades de crecimiento entre empresas.

6. CONCLUSIONES

En este trabajo estudiamos la asociación entre el conservadurismo contable y el gobierno corporativo. El conservadurismo da lugar a resultados que reflejan antes las malas que las buenas noticias. En particular, en este trabajo se analiza si las empresas con baja protección contra adquisiciones y baja implicación del *CEO* en la toma de decisiones del consejo (empresas con gobiernos corporativos fuertes) muestran un mayor conservadurismo tal y como lo define Basu (1997), que las empresas con elevada protección contra adquisiciones y gran implicación del *CEO* en la toma de decisiones del consejo (empresas con gobiernos corporativos débiles). Para medir el conservadurismo empleamos la medida diseñada por Basu, basada en la incorporación asimétrica de noticias al resultado.

Definimos la calidad del gobierno corporativo empleando una medida agregada que incorpora la protección contra adquisiciones y el nivel de implicación del *CEO* en la toma de decisiones del consejo. Esta medida agregada incluye mecanismos de gobierno interno y externo de la firma. Es importante incluir indicadores tanto del gobierno interno como del externo puesto que tienen efectos complementarios: el gobierno externo refuerza la efectividad del gobierno interno, y viceversa. Empleando una muestra amplia de empresas estadounidenses, nuestros resultados indican que la incorporación asimétrica de noticias al resultado, y en concreto, la incorporación de malas noticias al resultado es significativamente más rápida (oportuna) en aquellas empresas que tienen menor protección contra adquisiciones y baja implicación del *CEO* en la toma de decisiones del consejo que en aquellas empresas clasificadas como de gobierno débil. Este resultado es robusto a controlar por las diferencias en las oportunidades de inversión. Es importante tener en cuenta esta variable, puesto que ha sido demostrado que las diferencias en la incorporación asimétrica de noticias al resultado pueden ser causadas por diferencias en las oportunidades de crecimiento, que no están relacionadas con el conservadurismo contable (Roychowdhury y Watts, 2004).

Para investigar sobre los motivos que justifican que las empresas con gobiernos fuertes sean más conservadoras, estudiamos el impacto de las prácticas de gestión del resultado en la sensibilidad de los resultados a las malas noticias dependiendo de la estructura de gobierno corporativo. Empleando diversos modelos de ajustes por devengo, descomponemos los resultados en su parte discrecional y no discrecional. Nuestros resultados indican que el mayor conservadurismo observado en las empresas con gobiernos fuertes es debido al uso de ajustes por devengo discrecionales para hacer que los resultados sean más oportunos (incorporen antes las noticias). No encontramos diferencias en la sensibilidad de los resultados no discrecionales (definidos como resultados menos ajustes por devengo discrecionales) a las malas noticias entre firmas con gobiernos fuertes y débiles. Esta evidencia corrobora la hipótesis de que las empresas con gobiernos fuertes usan los ajustes por devengo para acelerar el reconocimiento de las malas noticias en el resultado. Ninguno de estos resultados es sensible a diferencias en las oportunidades de inversión.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Adams, R. B. 2000. What do boards do? Evidence from committee meeting and director compensation. Working paper, Federal Reserve Bank of New York.
- Baber, W. R., S.N. Janakiram, y S.H. Kang. 1996. Investment opportunities and the structure of executive compensation. *Journal of Accounting and Economics*, 21: 297-318.
- Ball, R., S.P. Kothari, y A. Robin. 2000. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29: 1-51.
- Bartov, E. 1993. The timing of asset sales and earnings manipulation. *The Accounting Review*, 68 (4): 840-855.
- Basu, S. 1997. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24: 3-37.
- Basu, S. 1999. Discussion of International differences in the timeliness, conservatism and classification of earnings. *Journal of Accounting Research*, 37 (Supplement): 89-99.
- Beaver, W.H. y S.G. Ryan. 2004. Conditional and unconditional conservatism: concepts and modeling. Working Paper. Stanford University and New York University.
- Becker, C., M. DeFond, J. Jambalvo, y K.R. Subramanyam. 1998. The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research*, 15: 1-24.
- Beekes, W., P.F. Pope, y S. Young. 2004. The link between earnings timeliness, earnings conservatism and board composition: evidence from the UK. *Corporate Governance*, 12 (1): 47-51.
- Bertrand, M., y S. Mullainathan. 2001. Are CEOs rewarded for luck? The ones without principals are. *The Quarterly Journal of Economics*, 116 (3): 901-932.
- Bowen, R.M., S. Rajgopal, y M. Venkatachalam. 2004. Accounting discretion, corporate governance and firm performance. Working paper, University of Washington.
- Bushee, B.J. 1998. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behaviour. *The Accounting Review*, 73 (3): 305-333.
- Byrd, J.W., y K.A. Hickman. 1992. Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, 32: 195-222.
- Core, J. E., R.W. Holthausen, y D.F. Larcker. 1999. Corporate governance, the executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51: 371-406.
- Cremers, K. J. M., y V.B. Nair. 2005. Governance Mechanisms and Equity Prices. *Journal of Finance*, forthcoming.
- Dechow, P.M. 1994. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 18 (1): 3-42.
- Dechow, P.M., R.G. Sloan, y A.P. Sweeney. 1995. Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70: 193-225.
- Dechow, P.M., R.G. Sloan, y A.P. Sweeney. 1996. Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13: 1-36.
- Drtina, R., y J. Largay. 1985. Pitfalls in calculating cash flow from operations. *The Accounting Review*, 60 (2): 314-326.
- Elgers, P.T., R.J. Pfeiffer, y S.L. Porter. 2003. Anticipatory income smoothing: a re-examination. *Journal of Accounting and Economics*, 35 (3): 405-422.

- Fama, E., y J. MacBeth. 1973. Risk, return, and equilibrium: empirical tests. *Journal of Political Economy*, 81: 607-636.
- Francis, J., y K. Schipper. 1999. Have financial statements lost their relevance? *Journal of Accounting Research*, 37 (2): 319-352.
- García Lara, J.M., B. García Osma, y A. Mora. 2005. The effect of earnings management on the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Business Finance and Accounting*, 34 (3-4): 691-726.
- Givoly, D., y C. Hayn. 2000. The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative?. *Journal of Accounting and Economics*, 29: 287-320.
- Gompers, P., J. Ishii, y A. Metrick. 2003. Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118 (1): 107-155.
- Grice, J.W., y R.J. Harris. 1998. A comparison of regression and loading weights for the computation of factor scores. *Multivariate Behavioral Research*, 33 (2): 221-247.
- Guay, W.R., S.P. Kothari, y R.L. Watts. 1996. A market based evaluation of discretionary accruals models. *Journal of Accounting Research*, 34 (Supplement): 83-105.
- Hermalin, B. E., y M.S. Weisbach. 1998. Endogenously chosen boards of directors and the monitoring of the CEO. *American Economic Review*, 88: 96-118.
- Hribar, P., y D.W. Collins. 2002. Errors in estimating accruals: Implications for empirical research. *Journal of Accounting Research*, 40 (1): 105-134.
- Jensen, M. C. 1993. The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48: 831-880.
- Jones, J.J. 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29 (2): 193-228.
- Kaszniak, R. 1999. On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of Accounting Research*, 37 (1): 57-81.
- Kothari, S.P., A.J. Leone, y C.E. Wasley. 2002. Performance matched discretionary accrual measures. Working Paper, MIT.
- Lim, S.C., y S. Lustgarten. 2002. Testing for income smoothing using the backing out method: A review of specification issues. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 19 (3): 273-290.
- Peasnell, K.V., P.F. Pope, y S. Young. 2000. Accrual management to meet earnings targets: UK evidence pre- and post- Cadbury. *British Accounting Review*, 32: 415-445.
- Peasnell, K.V., P.F. Pope, y S. Young. 2001. Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?. Working paper, Lancaster University.
- Pope, P.F. y M. Walker. 2003. Ex-ante and ex-post accounting conservatism, asset recognition and asymmetric earnings timeliness. Working paper: Lancaster University and The University of Manchester.
- Rogers, W. 1993. Regression standard errors in clustered samples. *Stata Technical Bulletin Reprints*, 3: 83-94. College Station, TX: Stata Press.
- Roychowdhury, S. 2004. Management of earnings through the manipulation of real activities that affect cash flow from operations. Working paper. MIT.
- Roychowdhury, S. y R. Watts. 2004. Asymmetric timeliness of earnings, market-to-book and conservatism in financial reporting. Working paper, University of Rochester.
- Teoh, S.H., I. Welch, y T.J. Wong. 1998a. Earnings management and the under performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50 (1): 63-99.
- Teoh, S.H., I. Welch, y T.J. Wong. 1998b. Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, 53 (6): 1935-1974.

- Vafeas, N. 1999. Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53: 113-143.
- Watts, R. 2003a. Conservatism in accounting Part I: Explanations and implications. *Accounting Horizons*, 17 (3): 207-221.
- Watts, R. 2003b. Conservatism in accounting Part II: Evidence and research opportunities. *Accounting Horizons*, 17 (4): 287-301.
- Weisbach, M. 1988. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20: 431-460.
- Young, S. 1999. Systematic measurement error in the estimation of discretionary accruals: An evaluation of alternative modeling procedures. *Journal of Business Finance and Accounting*, 26 (7-8): 833-862.

Tabla I
Estadísticos descriptivos

Gobierno fuerte: baja protección contra adquisiciones y baja implicación del CEO en el consejo
($TotGob < \text{mediana}$)

Descripción de Variables	Variable	Media	Desv. Típ.	Perc. 25	Mediana	Perc. 75
Resultados pre-extraordinarios	X	0.031	0.079	0.015	0.047	0.072
Ajustes discrecionales / Precio	DAX	0.001	0.098	-0.032	0.001	0.037
Resultados no discrecionales	$X^* = X - DAX$	0.029	0.100	-0.003	0.038	0.076
Rentabilidad de la acción	R	0.117	0.441	-0.171	0.072	0.336
Capitalización - Fondos propios	MTB	3.720	14.714	1.474	2.160	3.613
Gobierno corporativo agregado	$TotGob$	-0.390	0.307	-0.578	-0.315	-0.141
Índice protección contra adquis.	$Gindex$	8.226	2.422	6	8	10
Número de reuniones consejo	$Nummtgs$	8.080	3.126	6	7	10
Ejecutivos en el consejo	$Propexecs$	0.257	0.122	0.167	0.200	0.333
CEO preside el consejo	$CEOchair$	0.527	0.499	0.000	1.000	1.000

Gobierno débil: alta protección contra adquisiciones y alta implicación del CEO en el consejo
($TotGob \geq \text{mediana}$)

Descripción de Variables	Variable	Media	Devs. Típ.	Perc. 25	Mediana	Perc. 75
Resultados pre-extraordinarios	X	0.047	0.056	0.033	0.055	0.074
Ajustes discrecionales / Precio	DAX	0.008	0.085	-0.025	0.004	0.036
Resultados no discrecionales	$X^* = X - DAX$	0.040	0.091	0.010	0.045	0.081
Rentabilidad	R	0.131	0.374	-0.104	0.099	0.312
Capitalización - Fondos propios	MTB	3.509	9.315	1.631	2.354	3.567
Gobierno corporativo agregado	$TotGob$	0.380	0.333	0.148	0.305	0.522
Índice protección contra adquis.	$Gindex$	10.414	2.498	9	11	12
Número de reuniones consejo	$Nummtgs$	6.247	2.298	5	6	7
Ejecutivos en el consejo	$Propexecs$	0.389	0.198	0.200	0.333	0.500
CEO preside el consejo	$CEOchair$	0.939	0.239	1.000	1.000	1.000

La muestra está formada por 10.461 observaciones empresa-año (1.772 empresas) para el período 1992-2003. X son los resultados por acción antes de operaciones extraordinarias y no continuadas, dividido por el precio de la acción a principio de periodo. DAX son los ajustes por devengo divididos por el precio a principio de periodo, estimados empleando el modelo modificado de Jones sugerido por Dechow *et al.* (1995). X^* son los beneficios no discrecionales ($X - DAX$). R es la rentabilidad anual medida componiendo las rentabilidades mensuales de CRSP durante todo el ejercicio fiscal. MTB es el ratio capitalización-fondos propios medido a final del ejercicio. $Gindex$ es el índice contra adquisiciones construido por Gompers *et al.* (2003). $Nummtgs$ es el número de reuniones anuales del consejo de administración. $Propexecs$ es la proporción de ejecutivos en el consejo.

CEOChair toma el valor de 1 si el CEO preside el consejo. *TotGob* es una medida agregada que resume el gobierno corporativo y que combina las medidas previas de gobierno corporativo, tomando la media de las cuatro variables estandarizadas (usando la inversa de *Nummtgs*). Valores altos (bajos) *TotGob* indican una alta (baja) protección contra adquisiciones y una alta (baja) implicación del CEO en la toma de decisiones del consejo. La muestra está dividida en dos grupos, según si su estructura de gobierno es fuerte o débil. Las estructuras fuertes (débiles) son las que tienen un valor de *TotGob* por encima (debajo) de la mediana.

Tabla 2
Matriz de correlaciones

Resultados	Ajustes por devengo discrecionales	Resultados no discrecionales	Rentabilidad	Capitalización fondos propios	Gobierno total	Protección contra adquisiciones	Número de reuniones	Ejecutivos en el consejo
X	DAX	X*	R	MTB	TotGov	Gindex	Nummtgs	Propexecs
DAX	0.32							
X*	-0.73	0.15						
R	0.04	-0.01	0.07					
MTB	0.04	0.07	0.03	-0.01				
TotGov	0.04	0.02	-0.01	-0.02	0.44			
Gindex	-0.01	-0.06	-0.05	-0.02	-0.41	0.10		
Nummtgs	-0.02	0.06	0.02	-0.01	0.50	-0.10	-0.12	
Propexecs	0.04	0.03	0.00	-0.01	0.57	0.10	-0.03	0.02
CEOChair								

La muestra está formada por 10.461 observaciones empresa-año (1.772 empresas) para el período 1992-2003. X son los resultados por acción antes de operaciones extraordinarias y no continuadas, dividido por el precio de la acción a principio de período. DAX son los ajustes por devengo divididos por el precio a principio de período, estimados empleando el modelo modificado de Jones sugerido por Dechow et al. (1995). X* son los beneficios no discrecionales (X-DAX). R es la rentabilidad anual medida componiendo las rentabilidades mensuales de CRSP durante todo el ejercicio fiscal. MTB es el ratio capitalización-fondos propios medido a final de ejercicio. Gindex es el índice contra adquisiciones construido por Gompers et al. (2003). Nummtgs es el número de reuniones anuales del consejo de administración. Propexecs es la proporción de ejecutivos en el consejo. CEOChair toma el valor de 1 si el CEO preside el consejo. TotGov es una medida agregada que resume el gobierno corporativo y que combina las medidas previas de gobierno corporativo, tomando la media de las cuatro variables estandarizadas (tomando la inversa de Nummtgs). Valores altos (bajos) TotGov indican una alta (baja) protección contra adquisiciones y una alta (baja) implicación del CEO en la toma de decisiones del consejo. Las cifras en negrita indican significación estadística al nivel 0.01.

Tabla 3

Estimación del conservadurismo contable: diferencias entre estructuras de gobierno

Comparación del nivel de conservadurismo de resultado entre estructuras de gobierno débiles y fuertes. Los paneles A y B contienen estimaciones de la ecuación (1) empleando como variable dependiente X , DAX , y X^* :

$$Dep. Var_t = \beta_0 + \beta_1 D_t + \beta_2 R_t + \beta_3 D_t R_t + \mu_t$$

La muestra ha sido dividida en dos grupos en función del nivel agregado de gobierno ($TotGov$). Las observaciones por debajo (encima) de la mediana de $TotGov$ representan empresas con gobiernos fuertes (débiles): aquellas con niveles bajos (altos) de medidas contra adquisiciones y baja (alta) implicación del CEO en la toma de decisiones del consejo.

Panel A: Regresiones de panel

		Variable dependiente:					
		X		DAX		X^*	
		Gobierno fuerte	Gobierno débil	Gobierno fuerte	Gobierno débil	Gobierno fuerte	Gobierno débil
<i>Constante</i>	β_0	0.05	0.05	0.00	0.01	0.04	0.04
	<i>estad-t</i>	25.79	46.50	2.09	5.18	16.56	18.64
<i>D</i>	β_1	0.00	0.00	0.01	-0.01	0.00	0.00
	<i>estad-t</i>	1.01	-0.08	1.54	-1.33	-1.07	0.88
<i>R</i>	β_2	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.02
	<i>estad-t</i>	0.64	4.31	-0.12	-0.89	0.52	3.13
<i>D*R</i>	β_3	0.16	0.11	0.06	0.01	0.09	0.09
	<i>estad-t</i>	13.98	9.55	4.95	0.89	7.98	6.07
R^2 corregido		0.12	0.11	0.01	0.00	0.04	0.04
p-val diferencia en β_3 :		0.00		0.00		0.50	

Panel B: Regresiones Fama-MacBeth (1973)

		Variable dependiente:					
		X		DAX		X*	
		Gobierno fuerte	Gobierno débil	Gobierno fuerte	Gobierno débil	Gobierno fuerte	Gobierno débil
Constante	β_0	0.04	0.05	0.01	0.01	0.04	0.04
	<i>estad-t</i>	16.26	46.50	1.04	2.92	5.40	7.74
D	β_1	0.00	0.00	0.01	-0.01	0.00	0.01
	<i>estad-t</i>	1.43	-0.08	1.08	-1.30	-0.54	1.05
R	β_2	0.01	0.01	-0.01	-0.02	0.02	0.03
	<i>estad-t</i>	2.16	4.31	-1.89	-2.25	3.37	3.76
D*R	β_3	0.19	0.11	0.10	0.04	0.08	0.10
	<i>estad-t</i>	9.61	9.55	5.10	1.87	3.73	4.16
R ² corregido		0.13	0.11	0.02	0.00	0.05	0.05
p-val diferencia en β_3 :		0.00		0.02		0.73	

Tabla 3 (continuación)

Estimación del conservadurismo contable: diferencias entre estructuras de gobierno

Comparación del nivel de conservadurismo de resultado entre estructuras de gobierno débiles y fuertes. Los Paneles C y D contienen las estimaciones de la ecuación:

$$\text{Var Dep}_t = \beta_0 + \beta_1 D_t + \beta_2 R_t + \beta_3 D_t R_t + \beta_4 D_t R_t \text{TotGob}_t + u_t$$

Panel C: Regresiones de panel

		Variable dependiente:		
		X	DAX	X*
Constante	β_0	0.05	0.01	0.04
	<i>estad-t</i>	46.53	5.25	25.82
D	β_1	0.00	0.00	0.00
	<i>estad-t</i>	-1.18	-0.28	-0.53
R	β_2	0.01	0.00	0.01
	<i>estad-t</i>	2.01	-0.84	2.26
D*R	β_3	0.12	0.03	0.09
	<i>estad-t</i>	15.43	3.16	8.97
D*R* <i>TotGob</i>	β_4	-0.05	-0.04	-0.01
	<i>estad-t</i>	-6.31	-3.99	-1.15
R ² corregido		0.12	0.01	0.04

Panel D: Regresiones Fama-MacBeth (1973)

		Variable dependiente:		
		X	DAX	X*
Constante	β_0	0.05	0.01	0.04
	<i>estad-t</i>	24.30	1.97	6.92
D	β_1	0.00	0.00	0.00
	<i>estad-t</i>	-0.49	-0.70	0.38
R	β_2	0.01	-0.01	0.03
	<i>estad-t</i>	2.89	-2.76	3.73
D*R	β_3	0.15	0.07	0.08
	<i>estad-t</i>	7.74	3.69	4.99
D*R* <i>TotGob</i>	β_4	-0.06	-0.06	0.00
	<i>estad-t</i>	-3.74	-2.97	-0.49
R ² corregido		0.14	0.01	0.04

La muestra está formada por 10.461 observaciones empresa-año (1.772 empresas) para el período 1992-2003. *X* son los resultados por acción antes de operaciones extraordinarias y no continuadas, dividido por el precio de la acción a principio de período. *DAX* son los ajustes por devengo divididos por el precio a principio de período, estimados empleando el modelo modificado de Jones sugerido por Dechow *et al.* (1995). *X** son los beneficios no discrecionales (*X-DAX*). *R* es la rentabilidad anual medida componiendo las rentabilidades mensuales de CRSP durante todo el ejercicio fiscal. *D* es una variable ficticia que toma el valor 1 si hay malas noticias (rentabilidad negativa o cero) y 0 si hay buenas noticias (rentabilidad positiva). *TotGob* es una variable agregada de gobierno corporativo total descrita en la Tabla 1. Valores altos (bajos) *TotGob* indican una alta (baja) protección contra adquisiciones y una alta (baja) implicación del CEO en la toma de decisiones del consejo. Los estadísticos-t reportados están basados en errores estándar Huber-White, que son robustos a heteroscedasticidad y autocorrelación (Rogers, 1993).

Tabla 4

Estimación del conservadurismo contable: diferencias en estructuras de gobierno y en las oportunidades de inversión

Estimación del conservadurismo contable tras controlar por las diferencias en las oportunidades de inversión. Los Paneles A y B contienen la estimación de la ecuación (1), empleando como variable dependiente X , DAX , y X^* , que representan resultados, ajustes por devengo discrecionales y resultados no discrecionales:

$$Dep. Var_t = \beta_0 + \beta_1 D_t + \beta_2 R_t + \beta_3 D_t R_t + \mu_t$$

La muestra ha sido dividida en dos grupos según el nivel de gobierno corporativo total ($TotGob$). Las observaciones en el cuartil inferior (superior) de $TotGob$ representa empresas con gobierno fuerte (débil): esto es, empresas con pocas (muchas) medidas contra adquisiciones y poca (muchas) implicación del CEO en la toma de decisiones del consejo. Adicionalmente, cada grupo ha sido dividido en terciles, según su nivel de oportunidades de inversión empleando el ratio capitalización-fondos propios (MTB): bajo, medio y alto.

Panel A

		Variable Dependiente: X					
		MTB Bajo		MTB Medio		MTB Alto	
		Gobierno fuerte	Gobierno débil	Gobierno fuerte	Gobierno débil	Gobierno fuerte	Gobierno débil
Constante	β_0	0.04	0.06	0.05	0.06	0.04	0.05
	<i>estad-t</i>	6.04	15.69	8.07	21.94	9.78	23.60
D	β_1	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
	<i>estad-t</i>	0.85	0.90	-0.48	-0.16	-0.08	-0.54
R	β_2	0.01	0.04	-0.02	0.02	0.00	0.01
	<i>estad-t</i>	0.65	3.00	-0.85	2.62	0.36	1.34
D*R	β_3	0.15	0.10	0.15	0.06	0.14	0.09
	<i>estad-t</i>	5.43	3.77	4.91	2.33	4.59	3.48
R ² corr.		0.12	0.11	0.08	0.11	0.10	0.06
p-val diferencia en β_3 :		0.10		0.01		0.08	

Panel B

		Variable dependiente: DAX					
		MTB Bajo		MTB Medio		MTB Alto	
		Gobierno fuerte	Gobierno débil	Gobierno fuerte	Gobierno débil	Gobierno fuerte	Gobierno débil
<i>Constante</i>	β_0	0.01	0.02	-0.01	0.00	0.00	0.00
	<i>estad-t</i>	1.82	1.82	-1.12	1.09	-0.92	1.24
<i>D</i>	β_1	-0.01	-0.01	0.01	0.00	0.01	0.00
	<i>estad-t</i>	-0.55	-0.97	1.16	-0.24	1.54	-0.39
<i>R</i>	β_2	-0.01	0.01	0.00	0.01	0.01	-0.01
	<i>estad-t</i>	-0.21	0.14	0.02	0.94	1.18	-0.78
<i>D*R</i>	β_3	0.06	0.01	0.06	-0.04	0.06	-0.02
	<i>estad-t</i>	1.64	0.15	1.96	-0.81	2.48	-0.59
<i>R² corr.</i>		0.01	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00
<i>p-val diferencia en β_3:</i>		0.22		0.04		0.03	

Panel C

		Variable dependiente: X*					
		MTB Bajo		MTB Medio		MTB Alto	
		Gobierno fuerte	Gobierno débil	Gobierno fuerte	Gobierno débil	Gobierno fuerte	Gobierno débil
<i>Constante</i>	β_0	0.02	0.04	0.06	0.05	0.04	0.04
	<i>estad-t</i>	2.81	3.32	8.59	10.49	10.59	13.39
<i>D</i>	β_1	0.01	0.02	-0.02	0.00	-0.01	0.00
	<i>estad-t</i>	1.17	1.27	-1.66	0.15	-1.51	0.04
<i>R</i>	β_2	0.02	0.03	-0.02	0.01	0.00	0.01
	<i>estad-t</i>	0.67	0.69	-0.78	0.58	-0.67	1.82
<i>D*R</i>	β_3	0.10	0.09	0.09	0.10	0.08	0.11
	<i>estad-t</i>	2.64	1.60	3.06	2.34	3.00	3.14
<i>R² corregido</i>		0.03	0.02	0.04	0.02	0.04	0.06
<i>p-val diferencia en β_3:</i>		0.49		0.54		0.75	

Panel D

Medición del conservadurismo de resultado en función del nivel de gobierno corporativo, controlando por las oportunidades de inversión (*MTB*). El Panel D muestra las estimaciones de la ecuación siguiente:

$$Dep. Var_t = \beta_0 + \beta_1 D_t + \beta_2 R_t + \beta_3 D_t R_t + \beta_4 D_t R_t TotGob_t + u_t$$

		Variable dep.: <i>X</i>			Variable dep.: <i>DAX</i>			Variable dep.: <i>X*</i>		
		<i>MTB</i> tercil			<i>MTB</i> tercil			<i>MTB</i> tercil		
		Bajo	Med.	Alto	Bajo	Med.	Alto	Bajo	Med.	Alto
<i>Constante</i>	β_0	0.05	0.06	0.04	0.02	0.00	0.00	0.03	0.05	0.04
	<i>estad-t</i>	19.11	27.84	27.85	3.70	1.62	1.63	7.22	17.89	19.66
<i>D</i>	β_1	0.00	-0.01	0.00	-0.01	0.00	0.00	0.01	-0.01	0.00
	<i>estad-t</i>	0.47	-2.56	-0.19	-0.88	-0.18	0.88	1.13	-1.71	-1.05
<i>R</i>	β_2	0.02	0.01	0.01	0.01	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01
	<i>estad-t</i>	2.41	1.42	2.36	0.48	0.46	-0.37	0.85	0.66	2.34
<i>D*R</i>	β_3	0.12	0.08	0.11	0.03	0.01	0.03	0.09	0.07	0.08
	<i>estad-t</i>	8.42	6.39	7.22	1.31	0.49	2.17	4.06	4.56	5.68
<i>D*R*TotGob</i>	β_4	-0.06	-0.06	-0.04	-0.05	-0.05	-0.02	-0.01	-0.01	-0.02
	<i>estad-t</i>	-4.64	-4.16	-2.46	-2.86	-2.60	-1.78	-0.71	-0.84	-1.09
<i>R</i> ² corregido		0.14	0.11	0.09	0.01	0.00	0.00	0.03	0.03	0.04

La muestra está formada por 10.461 observaciones empresa-año (1.772 empresas) para el período 1992-2003. *X* son los resultados por acción antes de operaciones extraordinarias y no continuadas, dividido por el precio de la acción a principio de periodo. *DAX* son los ajustes por devengo divididos por el precio a principio de periodo, estimados empleando el modelo modificado de Jones sugerido por Dechow *et al.* (1995). *X** son los beneficios no discrecionales (*X-DAX*). *R* es la rentabilidad anual medida componiendo las rentabilidades mensuales de CRSP durante todo el ejercicio fiscal. *D* es una variable ficticia que toma el valor 1 si hay malas noticias (rentabilidad negativa o cero) y 0 si hay buenas noticias (rentabilidad positiva). *TotGob* es una variable agregada de gobierno corporativo total descrita en la Tabla I. Los estadísticos-t reportados están basados en errores estándar Huber-White, que son robustos a heteroscedasticidad y autocorrelación (Rogers, 1993).



GOBIERNO
DE ESPAÑA

MINISTERIO
DE ECONOMÍA
Y HACIENDA