

Mauricio Alejandro Jara Bertín

UNIVERSIDAD DE VALLADOLID



**DISCRECIONALIDAD CONTABLE, ESTRUCTURA DE
PROPIEDAD Y CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN:
UN ANÁLISIS INTERNACIONAL**

VI Premio “ASEPUC” de Tesis Doctorales

**DISCRECIONALIDAD CONTABLE, ESTRUCTURA DE
PROPIEDAD Y CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN:
UN ANÁLISIS INTERNACIONAL**

VI PREMIO “ASEPUC” DE TESIS DOCTORALES (2010)

Mauricio Alejandro Jara Bertín
Universidad de Valladolid

DISCRECIONALIDAD CONTABLE, ESTRUCTURA DE PROPIEDAD Y CONSEJO
DE ADMINISTRACIÓN: UN ANÁLISIS INTERNACIONAL

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

Edición en línea: Año 2013
NIPO en línea: 724-13-006-4

INTRODUCCIÓN	7
CAPÍTULO 1: Teoría de la empresa	15
1.1 Introducción	15
1.2 Los costes de transacción	17
1.3 Derechos de propiedad	18
1.4 La separación entre la propiedad y el control: El problema de agencia	19
1.4.1 Modelo simple de agencia	25
1.4.2 Información privada y comunicación	28
1.5 Teoría positiva de la contabilidad	41
1.6 Resumen	44
CAPÍTULO 2: El gobierno de la empresa	45
2.1 Introducción	45
2.2 Gobierno corporativo y marco legal e institucional	49
2.2.1 El origen del problema	50
2.2.2 Las tradiciones legales y los diferentes problemas de gobierno	53
2.2.3 ¿Hacia una convergencia internacional en el gobierno corporativo?	59
2.2.4 Los códigos de buen gobierno corporativo como posible solución	67
2.3 Control corporativo y discrecionalidad contable	74
2.3.1 La influencia de los sistemas legales y los problemas de gobierno corporativo en las prácticas contables	76
2.3.2 El papel del consejo de administración en la gestión de resultados	84
2.3.3 Estructura de propiedad, discrecionalidad contable y marco legal e institucional	97
CAPÍTULO 3: Diseño empírico	105
3.1 Introducción	105
3.2 Beneficios, discrecionalidad contable y calidad del resultado	105
3.2.1 Medidas de gestión del resultado	109
3.2.2 Modelos de ajustes por devengo: reseña general	111

3.3 Hipótesis	114
3.3.1 Propiedad familiar y gestión del resultado	117
3.3.2 Consejo de administración y gestión del resultado	123
3.3.3 Propiedad familiar, consejo de administración y gestión del resultado ...	126
3.4 Muestra y variables	128
3.4.1 Muestra	128
3.4.2 Definición de variables	133
3.5 Metodología	139
3.5.1 Modelos de ajustes por devengo	139
3.5.2 Comparación de medidas de ajustes por devengo discrecionales	147
3.5.3 Método de contraste de hipótesis	150
CAPÍTULO 4: Análisis empírico	155
4.1 Introducción	155
4.2 Estimación de los modelos de ajustes por devengo discrecionales	156
4.2.1 Análisis descriptivo de las variables para la estimación de modelos de accruals	156
4.2.2 Estimación de los modelos de ajustes por devengo discrecionales	158
4.2.3 Estadística descriptiva de las medidas de ajustes por devengo discrecionales	172
4.2.4 Pruebas de especificación y potencia	175
4.3 Estimación de los modelos de contraste de hipótesis	183
4.3.1 Análisis descriptivo	183
4.3.2 Propiedad familiar y gestión del resultado	188
4.3.3 Consejo de administración y gestión del resultado	199
4.3.4 Consejo de administración, propiedad familiar y gestión del resultado ...	202
CONCLUSIONES	209
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	221

Si queda fuera de toda duda el destacado papel que la información desempeña en el adecuado funcionamiento de los mercados financieros, acontecimientos como los que se han vivido en estos primeros años del siglo XXI ponen aún más de relieve tal función. El vertiginoso desarrollo de los mercados de capitales, la deficiente protección legal de los inversores en algunos países, y una estructura de propiedad empresarial altamente concentrada explican que la calidad de la información proporcionada por las empresas acerca de su situación actual y de sus posibilidades futuras de negocio haya alcanzado una importancia crítica. Más aún, la calidad de la información financiera trasciende el ámbito de lo puramente financiero y deviene un aspecto clave para garantizar la adecuada asignación de recursos en el sistema económico.

No es preciso remontarse mucho en la historia para encontrar a ambos lados del Océano Atlántico ejemplos que atestiguan cómo unas prácticas contables *incorrectas* se hallan en la base de numerosos fraudes y fracasos empresariales. Baste para ello citar los casos de Enron, Worldcom o Parmalat, episodios que introdujeron no pequeñas dosis de desconfianza entre los inversores y condujeron a la intervención de las autoridades reguladoras y judiciales en un intento de fortalecer la transparencia y la calidad de la información de los mercados. De resultas de ello, el prestigio e incluso la supervivencia de otrora prestigiosas firmas auditoras como Arthur Andersen, Deloitte & Touch o Grant Thornton quedaron seriamente afectados.

Tal preocupación ha alcanzado, no es pretencioso reconocerlo, escala mundial. Así lo atestiguan las recientes reuniones del denominado G-20 en Londres, Washington y Pittsburg, cuyas declaraciones finales expresan un decidido compromiso por aumentar la transparencia de los mercados financieros a fin de garantizar la "completa y exacta transparencia" de las empresas en lo que respecta a su situación financiera para evitar "riesgos excesivos".

También en la esfera internacional, si bien limitada al ámbito europeo, ha de situarse la normativa comunitaria para mejorar la fiabilidad de la información financiera (recogida en las Recomendaciones de 16 de mayo de 2002 de la Comisión de las Comunidades Europeas sobre la independencia de los auditores de cuentas en la Unión Europea y de 15 de noviembre de 2000 sobre el control de la calidad de la auditoría legal en la UE, y en la Comunicación de 21 de mayo de 2003 de la Comisión de las Comunidades Europeas al Consejo y al Parlamento Europeo sobre refuerzo de la auditoría legal en la UE) con el fin de articular nuevos mecanismos y de mejorar los ya existentes para recuperar la credibilidad de la función de auditoría.

No es esta una preocupación privativa de los reguladores o autoridades económicas, sino que también el mundo académico se ha hecho eco de la misma. La investigación sobre calidad de la información financiera ha ocupado y sigue ocupando un lugar destacado en la literatura contable. Dicha investigación parte de la idea de que, en condiciones de mercados de capitales perfectos, la misión de los estados financieros se vería reducida a proporcionar a los inversores información sobre el riesgo y rentabilidad de los activos para permitir una distribución óptima de su cartera de inversiones. No obstante, las imperfecciones de los mercados de capitales –entre las cuales las relaciones de agencia entre los partícipes en la empresa y, por tanto, el asimétrico reparto de información entre ellos presenta una especial relevancia- dan una mayor trascendencia a la información contable. Surge de este modo una brecha informativa entre agentes internos a la empresa y agentes externos que exige medidas para asegurar una provisión de información veraz a los mercados con el fin de limitar prácticas no deseadas y facilitar elementos de referencia que permitan una valoración más correcta de la empresa.

Entre los procedimientos para aportar esta información se encuentran los estados financieros, con los que se supone que la empresa trata de ofrecer una imagen fiel de su situación. En este sentido, la estimación de los beneficios contables constituye un elemento que sintetiza la eficiencia con que se usan los activos de la empresa y resulta un elemento clave para directivos, accionistas, acreedores, empleados y Administraciones Públicas. Comoquiera que las asimetrías informativas impregnan también la cifra de beneficios, la dirección de la empresa tratará de incorporar a esta medida la información de que dispone, y así transmitir a los mercados una información más completa sobre la empresa.

A pesar de que inicialmente los estados financieros responden a esa intención, cabe una utilización desvirtuada de los mismos por los directivos modificando de alguna manera su utilidad y orientándolos en su propio interés. Existen diversas formas de intervención sobre esta información, pero es la denominada gestión del resultado (expresión con la que hemos traducido el término *earnings management*) aquella a la que la literatura ha concedido una atención preferente. De entre los distintos métodos a través de los cuales puede acometerse el análisis de la gestión del resultado, nosotros nos hemos centrado en los ajustes por devengo agregados, quizás el método más popular en la literatura y cuya esencia consiste en concebir los ajustes por devengo como un elemento para mejorar el contenido informativo de los estados financieros. Las divergencias entre la corriente de beneficios y la corriente de flujos de caja hace preciso introducir algunos ajustes contables para complementar la información de los *cash flow* y, en pura teoría, los ajustes por devengo responden al intento de mejorar la calidad contable.

Ahora bien, cabe una utilización interesada de esos ajustes por los directivos para favorecer su función de utilidad, por lo que es conveniente distinguir qué parte de los ajustes por devengo corresponde a cada uno de los motivos o, usando otra terminología, qué parte son ajustes normales o no discrecionales y qué parte resultan ajustes anormales o discrecionales. Mientras que el componente no discrecional tiene por objetivo mejorar la calidad de la información contable, el elemento discrecional obedece a las motivaciones discrecionales de los directivos.

Se explica así que el estudio de la discrecionalidad contable directiva se encuentre vinculado al gobierno corporativo en cuanto que este último limitará o facilitará la

posibilidad de gestión de beneficios. A este respecto, es preciso reseñar que en los últimos años estamos asistiendo a un cambio en la orientación de la investigación en gobierno corporativo o, utilizando la terminología al uso, una segunda generación de trabajos. Esta segunda generación se caracteriza por trascender la fragmentación nacional abordando el análisis de los mecanismos de control corporativo en un contexto internacional, muchas veces a la luz del denominado enfoque *Law and Finance*. Estos trabajos han evidenciado con frecuencia las especificidades de cada país o de los distintos modelos de organización de la actividad económica, y han revelado un heterogéneo funcionamiento de los mecanismos de control corporativo según el entorno institucional y legal de la empresa. Cobra plena vigencia, por lo tanto, que en la presente tesis doctoral adoptemos un enfoque análogo y abordemos el estudio de la discrecionalidad contable en el contexto internacional.

Dentro de los mecanismos que configuran el gobierno corporativo, merece especial atención el consejo de administración pues, en opinión de reputados expertos, se sitúa en la cúspide de los mecanismos internos de control directivo. No en vano la mayor parte de la investigación académica y los códigos de buen gobierno tendentes a mejorar el gobierno corporativo hacen una mención muy especial y sitúan el centro de su atención en distintos aspectos del consejo de administración.

Así lo entienden en nuestro país los Informes Olivencia, Aldama y el Código Unificado al encomendar a este órgano “la salvaguardia de los intereses de accionistas e inversores”. Dichos intereses resultan indisociables del entramado institucional en el que operan las empresas y de su estructura de propiedad. A este respecto, merece la pena destacar cómo la investigación reciente ha destacado que, en contraposición al denominado Problema de Agencia I o conflicto de intereses entre accionariado y dirección de la empresa dominante en los países anglosajones, el principal problema de agencia en numerosos países de Europa Continental es el que surge entre el núcleo de accionistas mayoritarios y el conjunto de pequeños accionistas (Problema de Agencia II). La concentración de propiedad de las empresas europeas continentales permite a un reducido grupo de accionistas dominantes influir efectivamente en la toma de decisiones empresariales y abre la puerta a una posible extracción de beneficios privados por parte de estos.

Nuestro trabajo se inscribe en esta corriente, puesto que trata de estudiar la influencia de ambos mecanismos de gobierno corporativo (estructura de propiedad y consejo de administración) sobre la posible discrecionalidad en materia contable en una muestra internacional de empresas. Nuestro estudio pivota sobre este nuevo conflicto, cada vez más relevante y que obliga a redefinir el funcionamiento de la estructura de propiedad más allá de la tradicional caracterización.

Centramos nuestro análisis en las empresas de propiedad familiar no sólo porque se han convertido en el paradigma por excelencia del modelo de estructura de propiedad concentrada –y, por tanto, del problema de gobierno entre unos accionistas de referencia y el resto de accionistas minoritarios-, sino también por la importancia cuantitativa que tienen en el panorama internacional. Aunque las estimaciones varían en función de los autores, algunos trabajos cifran en el 53% la proporción de empresas europeas que son de propiedad familiar, mientras que otras investigaciones sitúan este porcentaje en el 37% de las empresas estadounidenses y cerca del 65% de las empresas de Extremo Oriente. La situación no parece ser muy otra en el caso español, pudiéndose afirmar que en torno al 50% de las empresas cotizadas españolas se encuentran controladas por un grupo familiar. Además, desviándose de la pauta observada hasta hace unos años, la evidencia más reciente pone de manifiesto que dicho control no se circunscribe únicamente a las empresas de menor tamaño ni a aquellas cuya actividad se encuentra ligada a los sectores más tradicionales.

Las empresas de propiedad familiar se erigen pues en empresas en las que el control mayoritario de los miembros familiares, los particulares lazos que entre ellos se establecen y la eventualidad de relegar los intereses de otros accionistas no pertenecientes al núcleo familiar adquieren particular relevancia. Constituyen, en consecuencia, un terreno abonado para testar las repercusiones de los conflictos entre los accionistas controladores y otros accionistas, ya sean minoritarios o poseedores de participaciones significativas en la propiedad pero sin acceso al control y a la toma de decisiones de la empresa.

Además de la importancia y actualidad de la cuestión, lo cual hemos tratado de esbozar en los párrafos anteriores, existe otro motivo igualmente importante que nos empujó a la elección del tema, como es la existencia dentro del Programa Interuniversitario

de Doctorado Nuevas Tendencias en Dirección de Empresas de un reseñable bagaje investigador en el que convergen las diversas líneas de investigación sobre el particular.

Dicha vía, abierta -roturada, me atrevería a decir-, desarrollada e impulsada por los profesores Azofra Palenzuela, de Miguel Hidalgo y Castrillo Lara se ha revelado como fuente inagotable de trabajo, aprendizaje y docencia, encontrando su reflejo en muy variadas publicaciones. Es quizás la tesis doctoral de M^a Mar Delgado Hurtado uno de los jalones más destacados de ese itinerario, al acometer el estudio del efecto modelador de la estructura de capital y de propiedad sobre la discrecionalidad en materia contable de las empresas españolas. Dicho trabajo, junto con las orientaciones de su autora y de sus codirectores han constituido -lo tengo bien experimentado- referencia inequívoca para quienes tratamos de comenzar nuestras labores de investigación en ese campo.

El presente trabajo nace con vocación de eslabón de esa cadena y pretende reforzar el entrelazamiento de esos dos temas, tan candentes hoy en día a tenor de lo anteriormente expuesto, como son la discrecionalidad contable y el gobierno corporativo de las empresas de propiedad familiar. Dicha pretensión genérica se desagrega en dos objetivos básicos. En primer lugar, analizamos distintas propuestas de modelos de ajuste por devengo para deslindar el componente anormal de los mismos en un intento por determinar, en el ámbito internacional, qué modelo resulta más apropiado para detectar la gestión del resultado.

De alguna manera ese primer objetivo tiene un carácter instrumental y nos permite abordar nuestro segundo objetivo, consistente en el análisis -también en un contexto internacional- del modo como la estructura de la propiedad familiar y las características del consejo de administración pueden modelar la gestión del resultado. Específicamente, examinaremos cómo la distribución de la propiedad y la contestación al control del principal accionista de naturaleza familiar influyen sobre los ajustes por devengo discrecionales. Asimismo, estudiaremos la influencia de algunas características del consejo de administración (básicamente su tamaño, independencia y nivel de actividad) interactúan con esa estructura de propiedad y modifican el diseño de incentivos para la manipulación contable.

Esos objetivos tienen su plasmación en los cuatro capítulos que componen la presente tesis doctoral. El primero de ellos constituye una reflexión sobre la fundamentación teórica de la empresa y trata de guiar a través de la comprensión de la empresa como estructura de intercambio de información. Superando la visión neoclásica, proponemos una concepción de la empresa anclada en la teoría de la agencia, subrayando los conflictos de intereses entre los partícipes y cómo tales divergencias conducen a un desequilibrado reparto de información. La información contable resulta, por tanto, un canal crítico para la distribución de dicha información, lo que aconseja finalizar dicho capítulo con unos breves apuntes en torno a la teoría positiva de la contabilidad.

El segundo capítulo se centra en las cuestiones de gobierno corporativo desde una óptica internacional. La variedad entre los países en términos de configuración institucional, protección legal de los inversores o desarrollo de los mercados de capitales vertebran el mencionado capítulo y permiten delinear un funcionamiento diferenciado de los mecanismos de control corporativo. Pasaremos revista en este punto a los principales mecanismos con un énfasis particular, como no podría ser de otro modo, en el consejo de administración y en la estructura de propiedad.

Los dos primeros capítulos constituyen los fundamentos teóricos que cimentan el desarrollo posterior. De este modo, el tercer capítulo se dedica a lo que podríamos denominar diseño empírico de la investigación. En dicho capítulo esbozamos los distintos modelos de ajuste por devengo, explicamos las pruebas de especificación y de potencia a que los someteremos y desarrollamos el modo como se contrastarán las hipótesis previamente formuladas. Tales hipótesis se estructuran en tres bloques, correspondientes respectivamente a la influencia de la propiedad familiar, del consejo de administración, y de ambos elementos conjuntamente. También detallamos en este capítulo las características de la muestra de 590 empresas de Estados Unidos, Canadá, Reino Unido, Francia, España e Italia correspondientes al periodo 1997-2003 que utilizaremos para el contraste de las hipótesis.

Los resultados de las estimaciones se exponen en el capítulo 4. Combinando un análisis descriptivo con otro, más extenso, de carácter explicativo analizamos la capacidad de los modelos para detectar la gestión del resultado. A partir de ahí se plantea el contraste

empírico de las once hipótesis propuestas. Los resultados recogidos en dicho capítulo confirman la tesis que se presenta a colación para la obtención del Grado de Doctor y que podría enunciarse de la siguiente manera: “La configuración de la estructura de propiedad de las empresas familiares y el posible conflicto de agencia entre accionistas dominantes pertenecientes al grupo familiar de control y accionistas minoritarios genera incentivos para la alteración de la información contable sobre beneficios en favor de los miembros internos. Como consecuencia de ello, la protección legal de los accionistas, la contestación al control del accionista dominante y el consejo de administración se configuran como elementos modeladores de la gestión del resultado”.

1.1 Introducción

La necesidad de comprender el porqué existe la empresa y cuáles son los factores que la delimitan en su funcionamiento resulta fundamental para los académicos y directivos al momento de estudiar la diversidad de estrategias, objetivos y procedimientos por los cuales se toman las decisiones por parte de la dirección de la empresa. En un comienzo, el ámbito, los límites y las estrategias de las empresas, vendrán afectadas por la simple decisión directiva de si comprar en el mercado o fabricar internamente un cierto factor productivo o servicio. En tal sentido, factores como la creencia de que la firma tiene la capacidad y la habilidad de producir más eficientemente un producto o servicio serán fundamentales al momento de seleccionar dicha opción respecto al mercado. Además, una intuición similar se puede aplicar cuando la dirección de la empresa toma la decisión de expandir su negocio o aminorar la integración vertical, o entrar en una nueva línea de negocio.

Al hablar de los aportes que se podrían decir noveles en el tema, debemos remontarnos a 1937, cuando Ronald Coase publica su citado artículo titulado: “*The nature of the Firm*”, en donde la existencia, el ámbito y alcance de la firma vienen argumentadas por el simple hecho de que producir internamente a través de una firma era una vía para economizar los costes derivados de recurrir al mercado y, por lo tanto, la organización de cada actividad económica vendrá determinada por la diferencia entre costes de coordinación productiva interna y producir y, los costes de coordinar los recursos a través de las transacciones en los mercados de insumos. Los costes de coordinación productiva interna y producir, por su parte, incluyen tanto los costes de producción, los costes de búsqueda y negociación con proveedores, como los costes de planificación y de coordinación de la producción. Por otra parte, los costes de coordinar los recursos a través de las transacciones en los mercados de insumos incluyen tanto aquellos costes de negociación y formalización de contratos, como también todos aquellos costes derivados de recopilar información, búsqueda y selección de razones calidad-precio para los productos demandados.

A partir de Coase (1937), surgió un importante movimiento literario cuya esencia ha sido identificar los distintos determinantes de costes de transacción de recurrir al mercado y los costes de coordinación para la producción interna. Entre los determinantes de los costes de transacción ha tomado especial importancia el denominado problema del *Hold Up*, el cual surge por el grado de especificidad de ciertas inversiones y la imposibilidad de elaborar contratos completos por lo que, una vez realizada la inversión, existe la probabilidad de comportamientos oportunistas de la contraparte (Klein *et al.*, 1978). De una manera amplia, este problema nos sugiere aspectos fundamentales en el estudio de la teoría de la empresa que vienen plasmados por la existencia de contratos incompletos y, además, nos entrega ciertos argumentos relacionados con la importancia en la asignación *ex-post* de poder o control sobre los activos.

Por otra parte, igual importancia dentro de la teoría de la empresa bajo un enfoque contractual han cobrado aquellos problemas derivados de la separación entre la dirección y la financiación de la misma. Ya en 1776, Adam Smith en su libro "*The Wealth of Nations*", adelantó los problemas derivados de los conflictos de agencia argumentando que: "no se puede esperar que los directores de tales empresas, que administran el dinero de otros y no el propio, tengan la misma cautela e incentivos de controlar cuidadosamente los recursos de la empresa en comparación de si fuera dinero propio". Posteriormente, este tema cobró mayor relevancia con la publicación de Berlé y Means (1932), quienes se preguntaron acerca del actuar de la dirección de la empresa y si sus intereses se encontraban alineados con los intereses de los propietarios ante un escenario en donde la propiedad se encuentra dispersa. Una pregunta, tan simple como ésta, ha derivado en uno de los más importantes paradigmas literarios dentro de la temática de la teoría económica de la empresa moderna y cuyo nombre es el denominado problema de agencia, que como ya hemos mencionado, viene derivada de la separación entre la propiedad y el control de la empresa. Sin embargo, respecto a nuestra gran interrogante de la existencia de la empresa, no es posible entregar una respuesta integral acerca de la existencia de ésta sin reconocer que los que la dirigen no son los mismo que los propietarios, sino que son solo sus agentes (Bolton y Scharfstein, 1998). Adicionalmente, surge la necesidad de cuestionarnos acerca de la taxonomía de problemas de agencia derivados de la toma de decisiones por parte del agente acerca del

uso de los activos sin ser sus dueños y, de los efectos que estos problemas pueden tener sobre las decisiones de inversión y compensación de las empresas.

Este primer capítulo tiene como objeto proporcionar los principales fundamentos de la teoría de la empresa y el entendimiento de la empresa como un nexo de contratos a modo divulgativo. Comenzaremos por discutir las principales corrientes teóricas que han surgido desde la aportación de Coase (1937), argumentando que la diversidad de teorías se encuentran bajo los pilares fundamentales que representan los costes de transacción y coordinación. Posteriormente, desviaremos nuestra atención a explicar las características organizativas de la empresa bajo un enfoque contractual y en un escenario donde existe separación de la dirección y administración de la firma. A este último respecto, destacando los trabajos de Alchian y Demsetz (1972) y Jensen y Meckling (1976), quienes conforman los pasos siguientes para perfilar una teoría de la empresa como fenómeno contractual ya que, las relaciones contractuales son la esencia de la empresa, no solo con empleados sino con proveedores, clientes acreedores, entre otros. Finalmente, para llegar a un mejor entendimiento del problema de agencia y, por tanto, de incentivos que puede generar una delegación de autoridad, daremos un breve repaso a los principales modelos de agencia que han surgido en la literatura entregando ejemplos aplicados al ámbito financiero contable en términos de teoría contractual.

1.2 Los costes de transacción.

A diferencia del trabajo de Coase (1937), quien analiza las transacciones ex-ante y sus costes derivados los cuales pueden verse representados por la búsqueda de la contraparte y la negociación del contrato, la introducción de nuevos factores es lo que hace interesante esta teoría de los costes de transacción (Williamson, 1975, 1985; Klein et al., 1978). Estos nuevos factores, vienen argumentados por la inevitable existencia de costes ex-post que se derivan de contratos incompletos y de los requerimientos necesarios para obligar a la contraparte al cumplimiento del acuerdo pactado. Bajo estas premisas, Williamson (1975 y 1985) y Klein et al. (1978) argumentan que la existencia de costes, como los de negociación, control y exigencias para el cumplimiento de los acuerdos contractuales, resulta fundamental al momento de decidir si recurrir al mercado o

estructurar una cadena de mando vertical que, como consecuencia, debería influir sobre el alcance de una firma.

Adicionalmente, factores como la especificidad de un activo y el grado de oportunismo de la contraparte, constituyen dos bases para ésta teoría. Un activo es considerado específico respecto a una determinada actividad cuando su valor viene influenciado por la contraparte. Sin embargo, dado que resulta imposible adelantar toda contingencia futura, la existencia de un activo específico trae consigo distintos riesgos constantes respecto a amenazas de renegociación en donde cada parte involucrada intentará sacar la mejor tajada de las cuasirrentas que se generen ya que, el grado de especificidad del activo vendrá determinada a través de las cuasirrentas generadas por la inversión. En consecuencia, el control sobre los activos a través de un único propietario constituye un mecanismo, en tal caso, de reducción en el impacto y alcance potencial de un comportamiento oportunista. Entonces, al integrar un activo verticalmente, éste control llegará hasta tal cota que los costes de gobierno interno a la firma de una actividad superen los costes de transacción que pueden ser ahorrados a través de dicha integración.

1.3 Derechos de propiedad.

Este enfoque aparece como resultado del intento de extender la teoría de los costes de transacción. Afirma que los límites y la asignación de los derechos sobre los activos pueden ser entendidos en términos de derechos de propiedad y contratos incompletos (Grossman y Hart, 1986; Hart y Moore, 1990; Hart, 1995). Parte de la base de que la propiedad de un activo es la que otorga el control sobre los flujos residuales generados, por lo que entrega incentivos al esfuerzo por destinar el activo a actividades que maximicen el valor mejorando su uso.

El enfoque de los derechos de propiedad destaca aquellas decisiones en las que resulta primordial que el propietario determine el uso que debe dar a los activos si surgen contingencias imprevistas ex-ante y que obligan a la renegociación. Desde este punto de vista, si se desea evitar todo tipo de contingencias respecto al uso eficiente del activo, la solución sería que éste fuera complementario y, al mismo tiempo, de propiedad compartida, con el objetivo de reducir potenciales costes de transacción originados por el uso y

recompensa destinados a cada parte. Esto será más fácil de conseguir en empresas de mayor tamaño, que poseen un mayor número de activos y, sobre todo, si se trata activos periféricos. La existencia de ambos tipos de activos también genera problemas pues la dirección de la empresa debe centrar su atención en todos ellos: centrales y complementarios. A su vez, si la dirección de la empresa controla la totalidad de los activos centrales, aumentarán los problemas de especificidad de activos y oportunismo contractual.

Un punto fundamental de este enfoque consiste en destacar la importancia que los derechos de propiedad tienen sobre un activo pero, al mismo tiempo, define a la empresa como un grupo de activos complementarios. Esta definición resulta incompleta, ya que sólo presenta una visión autárquica, donde las partes interesadas se sientan a negociar *ex-post* los beneficios de una transacción. Así pues, el único tema relevante es el derecho sobre el activo, sin más, sin ahondar en las decisiones que motivan a un agente a comportarse de una manera determinada, sin profundizar en los niveles jerárquicos donde se delega autoridad o en el análisis de la estructura organizacional dentro de una empresa. Sin embargo, estos temas sí son abordados por los enfoques basados en los costes de coordinación y estructuras de incentivos, como tendremos ocasión de ver más adelante.

1.4 La separación entre la propiedad y el control: El problema de agencia.

En particular, una relación de agencia se define como un contrato explícito -incluso implícito en algunos casos- bajo el cual una o más personas -el principal- contrata a otra -el agente- para que desarrolle ciertas actividades en su representación y beneficio de la parte contratante, involucrando una delegación de autoridad en la toma de decisiones. En consecuencia, si tanto los objetivos tanto del principal como del agente son el maximizar su propia función de utilidad, existen razones para creer que el agente no siempre actuará en beneficio del principal y, por lo tanto, el principal incurrirá en una serie de costes de monitoreo, de creación, de pago y de cumplimiento de contratos que, entreguen incentivos suficientes que permitan alinear los intereses entre el principal y el agente. En un escenario como el descrito, la teoría de agencia intenta dar respuesta a como los sistemas de compensación, la contabilidad y la información influyen sobre los problemas de incentivos

y, de cómo estos problemas determinan el diseño y estructura de los sistemas de compensación, información y contabilidad.

Antes de proseguir con la exposición de ideas respecto a las evoluciones de ésta teoría, resulta conveniente mencionar que la literatura que se ha centrado en el conflicto de intereses en el seno de la empresa así como también los mecanismos contractuales que permiten resolver dichos conflictos de intereses o problemas de agencia se pueden diferenciar en dos grandes corrientes teóricas que poseen la característica común de analizar las relaciones contractuales (Jensen, 1993). La primera de esta es denominada la teoría positiva de la agencia, la cual tiene una orientación de carácter empírico y centrado al análisis de grandes empresas y, la segunda es la denominada teoría del principal-agente cuyo carácter es más matemático, generalmente centrándose a un conjunto más amplio de organizaciones (Eisenhardt, 1989). Sin embargo, el común denominador de ambas corrientes se encuentra en el análisis de la relación contractual entre el principal y el agente y, por lo tanto, en aquellos casos en donde existe separación de roles de financiación y dirección.

En un comienzo, los problemas relacionados con la separación entre la financiación y la gestión de la empresa han sido puestos de manifiesto desde la economía clásica (Smith, 1776). Sin embargo, estos problemas no tomaron mayor relevancia hasta las publicaciones de Berle y Means (1932) y Coase (1937). Por su parte, Berle y Means pusieron de manifiesto, para aquellas empresas cuyo capital se encuentra disperso en un gran número de accionistas y en donde ninguno de ellos posee una porción significativa de la propiedad, que el control de las acciones directivas era totalmente ineficaz y, por lo tanto, existía un conflicto de intereses divergentes en su totalidad entre dirección y financiación de la empresa. Desde aquél momento, la dirección de la empresa quedó conceptualizada como una entidad buscadora de rentas cuya única finalidad es el maximizar su propia función de utilidad en detrimento de la maximización del valor de la empresa. Estos incentivos a maximizar su propia utilidad se pueden ver representados a través de la compensación, consumo de beneficios no pecuniarios, el prestigio y poder de la dirección.

Tradicionalmente, el tamaño de la empresa ha sido utilizado como símbolo de poder directivo y un elemento clave para maximizar su propia utilidad y, la discrecionalidad

directiva, constituyen los primeros argumentos para justificar aquellas ineficiencias derivadas de una propiedad dispersa y un control en manos de otros (Baumol, 1959). De ésta forma, nace la teoría de la agencia, la cual se encarga de estudiar cuales son los procesos óptimos de formalización de contratos, intentando anticipar cualquier contingencia que se pueda presentar bajo ciertos escenarios (Lambert, 2001). Sin embargo, es de destacar que la teoría de agencia no explica el porqué existe la empresa como alternativa de asignación de recursos al mercado, más bien, explica como las fricciones contractuales afectan a la empresa dadas ciertas condiciones de mercado.

Sin duda, un gran paso en ésta teoría es el aportación de Alchain y Demsetz (1972), quienes justifican que la existencia de la empresa en base a conflictos de intereses que surgen entre sus miembros ante requerimientos para la producción de un bien o servicio, cuando no existe información perfecta acerca del comportamiento de cada miembro involucrado en el proceso. La ausencia de información perfecta incentiva a los miembros a reducir su nivel de esfuerzo en comparación al esfuerzo necesario en situaciones de monitoreo perfecto. En esta situación, surge un conflicto entre objetivos individuales y grupales que se ve amplificado cuando la información acerca del desempeño individual se vuelve cada vez más imperfecta. Este problema, se torna más crítico cuando los miembros de un equipo de trabajo realizan actividades complementarias, en consecuencia, dichos problemas se traducirían en una menor producción e incurrir en costes derivados por ineficiencias causadas por los conflictos de objetivos.

De acuerdo con Alchain y Demsetz (1972), una posible solución a este conflicto es entregar los derechos residuales derivados de la propiedad a quienes tengan el interés de controlar y coordinar el comportamiento de los equipos de trabajo y, como resultante, dichos derechos residuales representan lo que llamamos empresa. De acuerdo con este planteamiento, resulta adecuado pensar que la búsqueda de un uso eficiente de los recursos productivos derivados del control y coordinación, representa una de las causas fundamentales para la existencia de la empresa en donde un sistema efectivo de organización es aquel donde la compensación del propietario se determina a través de los residuales que se obtienen una vez deducidos todos los costes y gastos. A pesar de esto, cabe destacar que el enfoque presentado por Alchain y Demsetz presenta ciertas falencias al

momento de intentar resolver o plantear tipos de control en aquellas situaciones en donde la propiedad se encuentra difuminada en muchos participantes sobre los derechos residuales y, en encontrar sistemas de compensación adecuados para el alineamiento cuasi-perfecto entre propietarios e internos de la firma.

Ante la necesidad de ampliar estos fundamentos, Jensen y Meckling (1976), en su excepcional aportación, plantearon aquellos casos en donde el agente no es el principal al mismo tiempo, el primero puede realizar inversiones excesivamente en activos innecesarios y no generadores de valor pero que, sin embargo, si ayudan a maximizar el valor en términos de bienestar del agente. Estos activos denominados beneficios no pecuniarios por lo general son asociados a lo que se llama generación de imperios plasmados a través de lujos a costa de los beneficios de la empresa. Coloquialmente, este “morro” se debe a que es el agente quien recibe el beneficio neto de estos tipos de actividades de inversión y cuyo grado dependerá del coste de capital que el agente soporte de acuerdo a dichas inversiones lo que, dependerá al mismo tiempo de la participación en la propiedad de la empresa que éste posea. De acuerdo a esta idea, resulta necesario minimizar los costes derivados de los conflictos de intereses existentes entre las distintas partes, especialmente, entre accionistas y directivos y, entre accionistas y acreedores.

La definición de empresa propuesta por Jensen y Meckling (1976) viene determinada por el nexo de contratos destinados a minimizar los distintos tipos de costes de agencia que se derivan de la separación entre la financiación y la dirección de la empresa. Estos costes, vienen determinados y caracterizados por la existencia de derechos residuales sobre los flujos de tesorería de la empresa y, en aquellos casos en donde las acciones de una empresa se transen en el mercado de capitales es posible traspasar estos derechos a un precio mayor al actual. Ésta definición de empresa marca un hito en la investigación en economía de la gran empresa moderna, ya que nos permite preguntarnos acerca de la existencia de diversos tipos de arreglos contractuales que dan origen a distintos tipos de consecuencias y organizaciones. Cabe mencionar que ésta definición de empresa guarda ciertas similitudes con la teoría de los derechos de propiedad desarrollados posteriormente por Grossman y Hart (1986), Hart y Moore (1990) y, Hart (1995).

A diferencia de Alchain y Demsetz (1972), Jensen y Meckling (1976) emplean una noción más amplia de las relaciones contractuales como esencia de la empresa en todo orden, tanto en las relacionadas con empleados o ciertos insumos para la producción física del bien o servicio, como también las relacionadas con proveedores, clientes, aportantes de capital, entre otros. En consecuencia, los problemas de agencia de Jensen y Meckling se encuentran latentes en cualquier relación contractual. Por lo general, estos problemas se presentan en situaciones en donde la información no es simétrica entre los participantes de una organización. De acuerdo con Arrow (1991), los problemas de agencia se pueden presentar en situaciones de selección adversa o información oculta y, en acciones ocultas o riesgo moral. Los problemas de selección adversa se presentan en situaciones ex-ante cuando una de las partes posee información ventajosa respecto a la otra parte y, los problemas de riesgo moral se ocurren en situaciones ex-post cuando una de las partes actúa oportunamente con la finalidad de maximizar su propia función de utilidad en detrimento de la otra. No obstante, el principal puede atenuar estos comportamientos agénciales a través de mecanismos contractuales que esbocen sistemas de incentivos o incurriendo en costes de agencia. De acuerdo con Jensen y Meckling, los costes de agencia se pueden distinguir en dos grandes grupos: ex-ante y ex-post. Los costes de agencia ex-ante son aquellos en los que incurre un principal por la formalización, diseño y redacción de contratos y, por su parte, los costes de agencia ex-post son aquellos de supervisión en los que incurre el principal con la finalidad de controlar y condicionar la actuación del agente como, por ejemplo, costes de garantía cuya finalidad es abogar por un comportamiento adecuado del agente y costes de pérdida residual que son las consecuencias derivadas por toda desviación en el comportamiento acordado por el agente.

Entonces, el objetivo fundamental del principal será evitar los problemas de incentivos e intereses que deriven en comportamientos oportunistas que sean distintos al de maximizar el valor de la empresa (Jensen y Meckling, 1976). Esto, haciendo alusión al tipo de contrato que en general puede ir expresado en los resultados y al desarrollo de sistemas de información que permita conocer el comportamiento y actividades desarrolladas por el agente (Lambert, 2001). En consecuencia, el movimiento literario que surge de los conflictos de agencia denominada “gobierno corporativo” ha hecho énfasis en el control de los problemas contractuales facilitando una asignación más eficiente de riesgos entre

accionistas y equipo directivo respecto a los recursos disponibles (Salas Fumás, 1999) analizando los mecanismos por los cuales los inversores pueden atenuar conflictos de intereses (Shleifer y Vishny, 1997), cuestión que analizaremos más a fondo en el capítulo 2.

Retomando el concepto de empresa como nexo contractual, Baker *et al.*, (1998) argumentan que la estructura de incentivos interna y su cumplimiento resultan fundamentales para determinar el comportamiento de los individuos en una organización. En otras palabras, el problema de agencia se vería reducido a través de un sistema de incentivos óptimo y los límites de la empresa estarían determinados por la capacidad que tenga ésta para generar incentivos. En ésta línea, Jensen y Murphy (1990) muestran como los planes de compensación del equipo directivo influyen positivamente sobre el desempeño empresarial.

En un escenario contractual, se pueden presentar al menos dos situaciones generadoras de costes de agencia las cuales pueden ser vistas en términos de esfuerzo aplicado por parte del agente a actividades de corto plazo y cuya finalidad es obtener retribuciones extras distintas a la compensación pactada en el contrato y, aquellas situaciones que el directivo directamente busca maximizar su función de utilidad personal tanto en el aspecto monetario como también en términos de poder, prestigio y estatus que vienen determinadas por decisiones estratégicas con la finalidad de aumentar el tamaño de la empresa y generar imperios en detrimento del objetivo fundamental de toda empresa, la maximización de su valor (Morck et al., 1990).

Para un mejor entendimiento del problema de agencia, resulta conveniente, a modo de análisis, explicar algunos modelos de agencia en que la literatura ha basado su interés y sus posibles soluciones. Esto, nos lleva a entender mejor un problema en donde existe una toma de decisiones como también nos ayuda a entender cómo se puede alinear intereses entre agentes y principales. También cabe mencionar, como el agente puede tomar ventaja de ciertas conductas cuando éste posee información privada de la empresa y que mecanismos puede aplicar el principal para que la comunique, como también algunos contratos que restringen el actuar del agente.

1.4.1 Modelo simple de agencia.

Por conveniencia comenzaremos por explicar un modelo simple de agencia en donde la firma solo se reduce a dos participantes: el principal y el agente. El principal es el suministrador de capital sujeto a un grado de riesgo y a la elaboración de incentivos, mientras que el agente es el encargado de tomar las decisiones por y en beneficio del principal, sometido igualmente a un nivel de riesgo. El principal por su parte, puede venir representado como un accionista de referencia o en el consejo de administración¹. En otros modelos más elaborados, pueden existir diversos principales y agentes en donde, algunos agentes al mismo tiempo también pueden cumplir el rol de principal como, por ejemplo, a un nivel organizacional intermedio.

El problema que subyace de un modelo de agencia viene definido como un problema de maximización sujeto a una diversidad de restricciones, las cuales vienen determinadas por la función de compensación del agente. En otras palabras, el principal tiene la esperanza de maximizar su utilidad sujeto a la utilidad esperada por el agente como a restricciones de compatibilidad de incentivos.

Un principal puede definir su utilidad de acuerdo a su grado de aversión al riesgo, ya que este puede ser neutral o adverso al riesgo. La función de utilidad de un principal neutral al riesgo será simplemente el beneficio neto esperado de la empresa mientras que para un principal adverso al riesgo una distribución de utilidad neta con altos momentos también será importante. En consecuencia, la distribución de la función de compensación del principal se verá influenciada al menos por dos factores: la compensación pagada al agente, dado que cada unidad monetaria pagada a éste significa una unidad monetaria menos para el principal y; las acciones que realice el agente en nombre del principal también afectará la probabilidad de obtención de resultados. Entonces, el principal al momento de seleccionar una función de compensación, deberá realizar un *trade-off* entre estos dos factores asegurando que sea lo suficientemente atractivo para ambas partes que, a menudo, se interpreta como la mejor opción de empleo para el agente. Por otra parte, respecto a la compatibilidad de incentivos es el agente quien decidirá, dado un contrato

¹ En otros contextos el principal y el agente pueden ser: *bondholders* versus accionistas, ciudadanos versus legisladores, médicos versus pacientes, dos firmas separadas, entre otras.

ofrecido, cuales con las mejores acciones que maximicen su utilidad esperada y, por lo tanto, la función de utilidad del agente se descompondrá en una porción monetaria y en otra que represente las acciones que pueda tomar. Una interpretación común respecto a la compensación monetaria viene representada en acciones que representen niveles de esfuerzo en donde un mayor esfuerzo representará un mayor coste para el agente y, en consecuencia, deberá tener un mayor nivel de beneficios. Como hemos mencionado anteriormente, estos beneficios pueden ser beneficios no pecuniarios como poder, prestigio o recursos desviados para su utilización personal.

Por lo general, lo primero que se hace en la literatura de problemas de agencia es encontrar una solución bajo un escenario en donde se dejan de lado los problemas de incentivos. Por lo tanto, la no existencia de restricciones por problemas de incentivos se debe a que el agente no escoge las acciones egoístamente sino más bien cooperativamente. Si este es el caso, la compensación del agente debería ser asignada de acuerdo a obtener la mejor relación utilidad marginal del principal, dejando la del agente constante alrededor de toda decisión (Wilson, 1968) y, al momento de medir el desempeño, son las utilidades las que se perfilan como la medida que jugaría el papel más importante al momento de medir el desempeño. Sin embargo, al considerar la existencia de problemas de incentivos, el agente realizará acciones en su propio interés de acuerdo a un esquema de compensación ofrecido por el principal. En tal caso, el principal puede construir un esquema de compensación de acuerdo al riesgo óptimo entregando así incentivos para que las acciones realizadas por el agente sean cooperativas. Por una parte, si el agente es neutral al riesgo, el riesgo compartido óptimo del contrato hace que sea el agente quien tenga que soportar todo el riesgo dado que el principal recibe una retribución constante y, por tanto, las acciones del agente serán aquellas que maximicen su utilidad esperada (Lambert, 2001). Por otra parte, si el agente es adverso al riesgo, el principal puede ofrecer un contrato combinado en donde: (1) el agente es compensado por sus mejores acciones y; (2) el agente es penalizado sustancialmente si se observa cualquier que no represente una mejor acción. En consecuencia, si cualquier desviación a una mejor acción es detectada con certeza el agente seleccionará la acción óptima para evitar ser penalizado.

Otro escenario es en aquellos casos en donde los resultados son observables. Si este es el caso, existirá una pérdida de bienestar respecto a la mejor decisión y, en consecuencia, resulta necesario valorar cualquier información adicional en un contexto de agencia. Por ejemplo, si el agente es responsable de una sola decisión, surge el cuestionamiento acerca de si el esfuerzo aplicado por el agente a dicha acción es adecuado de acuerdo a un conjunto de acciones factibles, lo que, hace presumir que un mayor esfuerzo aumente la probabilidad obtener buenos resultados (Holmstrom, 1979). En tal escenario, la restricción de compatibilidad de incentivos vendría determinada por el tipo de acción que el agente elige con la finalidad de maximizar su utilidad esperada dado un contrato ofrecido. Tales acciones han sido representadas en la literatura acerca de conflictos de intereses reemplazando la mejor solución por el nivel de esfuerzo óptimo que realiza el agente² (Grossman y Hart, 1983). Por lo tanto, el esfuerzo óptimo por parte del agente sería aquel en donde la utilidad marginal dado un nivel incremental de esfuerzo sea cero. Consecuentemente, el principal intentará inferir a través de los resultados el nivel de esfuerzo aplicado por el agente³, recompensando resultados que indiquen un trabajo duro y penalizando el caso contrario (Holmstrom, 1979). Para este caso, el contrato óptimo es aquel que equilibre los beneficios de imponer un riesgo a un agente adverso al riesgo con un incentivo con costes por riesgo. En otras palabras, si el principal ofrece un riesgo compartido óptimo puede que el agente no tenga suficientes motivaciones para realizar un alto nivel de esfuerzo ya que dicho riesgo impuesto lleva consigo una disminución de la utilidad esperada y, por lo tanto, el principal debería aumentar la compensación esperada por el agente en el intento de motivarlo a realizar grandes esfuerzos.

Respecto a la forma que tenga un contrato, ésta dependerá de cómo se distribuya la función de utilidad de ambas partes -principal y agente- en donde, existen muchas combinaciones de contratos óptimos que presentan una linealidad, convexidad e incluso concavidad. Sin embargo, una desventaja de estas características en un contrato es que

² Una forma alternativa para tratar la elección de acciones de los agentes es asumir que toda elección es discrecional lo que, significa que su selección se encuentra bajo un número finito de acciones por decidir. En este caso, la restricción de compatibilidad de incentivos puede ser representada por un conjunto de restricciones en donde cada una tiene un conjunto de acciones factibles y, la función de utilidad esperada del agente debe ser menor o igual que su utilidad esperada bajo las acciones deseables por el principal dado un contrato ofrecido. Algunas acciones se encuentran vinculadas, por lo que el agente es indiferente en elegir una u otra decisión dado un contrato.

³ Efectivamente, el principal debe conocer cuál es el nivel de esfuerzo del que será responsable el agente en respuesta del contrato ofrecido. Desafortunadamente, el nivel de esfuerzo no es observable por el principal por lo que no puede realizar conjeturas acerca de lo que se estipuló en el contrato.

muchos resultados dependen de factores semejantes a la aversión al riesgo del agente, cuestión que, resulta poco probable de ser observado por los investigadores. A menos que se añada al contrato una estructura adicional, resulta difícil afirmar que los resultados de la firma serán incrementales a través de un contrato óptimo. Por ejemplo, Grossman y Hart (1983) muestran como la función de esfuerzo no presenta monotonía en relación a un incremento en los resultados por lo cual, el contrato óptimo de compensación presenta regiones en donde se pueden observar decrementos. Ellos argumentan, que para asegurar una función incremental en los resultados es constatar que el nivel de esfuerzo aumente los resultados, condición que resulta robusta que asumir que en su totalidad la distribución de resultados se incrementa por el nivel de esfuerzo. Por su parte, Verrecchia (1986) sugiere que la monotonía en el contrato se podría asegurar enriqueciendo el conjunto de acciones que el agente puede tomar y, en particular, suponiendo que el agente observa de manera privada y con anterioridad los resultados respecto al principal. Esta idea se encuentra acorde a la idea de aquellos casos en donde la compensación del agente presenta rangos decrecientes éste intentará destruir resultados hasta aquellas zonas en donde su compensación no presente grandes descensos. Éste problema, puede ser evitado formulando un contrato que presente una compensación con alternancias, sustituyendo aquellas zonas decrecientes por una compensación horizontal no entregando incentivos adicionales pero sí eliminando los incentivos para destruir resultados. Por lo tanto, surge la pregunta acerca de cómo estipular y medir el esfuerzo del agente en un contrato y el cómo estos factores influye sobre los resultados. Sin duda, resulta necesario poder medir de alguna manera el desempeño del agente y estipularlo en el contrato.

1.4.2 Información privada y comunicación

No cabe duda que la teoría de agencia ha representado uno de los paradigmas teóricos más importantes en finanzas y contabilidad de los últimos tiempos. Entre las principales características que presenta la teoría de agencia y que han resultado atractivos para la investigación podemos destacar el análisis de los conflictos de intereses, los problemas de incentivos y los mecanismos de moderación de dichos problemas.

En tal sentido, el poder moderar o controlar adquiere especial relevancia puesto que uno de los objetivos fundamentales de la contabilidad y auditoría guarda relación con los

problemas de incentivos –e.g., comisiones de auditoría, auditor externo, entre otras-. No cabe duda de que la existencia de conflictos de intereses es una de las principales razones por las que la literatura contable pone su énfasis en los objetivos, la verificabilidad de la información y en las características que tienen los reportes financieros (Lambert, 2001). En tal sentido, la literatura de agencia ha servido como marco de análisis de la investigación contable que intenta dar respuestas sobre la influencia que tienen los sistemas de información, la contabilidad y la compensación en los problemas de incentivos y, en términos de moderación de conflictos, en cómo el diseño y la estructura de dichos sistemas se ven afectados.

La teoría de agencia, cuyas raíces se asientan en la literatura económica de la información, es aplicable a la información financiera y contable que sirve de ayuda a la toma de decisiones. El valor de esta información condicionará sin duda la calidad de dichas decisiones en un contexto caracterizado por la divergencia de incentivos. De esta manera, resulta necesario analizar los problemas de incentivos y las posibles soluciones en escenarios donde los conflictos de intereses por la realización de ciertas acciones existen con carácter potencial⁴.

Como ya ha quedado estipulado, una razón para el surgimiento de conflictos de interés reside en el hecho de que el agente intente evitar actividades que supongan grandes esfuerzos –ley del mínimo esfuerzo de acuerdo con su función de compensación-, pudiendo desviar recursos para su consumo personal o teniendo un horizonte temporal y aversión al riesgo distintos a los del principal. Por su parte, es el principal quien seleccionará los sistemas que evaluarán el desempeño, bajo el establecimiento de medidas de rendimiento –información-, lo que le permitirá establecer la remuneración del agente de acuerdo con una determinada función de compensación. En estos términos, el establecimiento de dichas medidas y función dará paso a la formulación del contrato por medio del cual el agente realizará un conjunto de acciones, consistentes en la adopción de decisiones operacionales y financieras. Junto con otra serie de factores, la magnitud y relevancia de estas decisiones

⁴ En contraste, otro corriente de la literatura examina medidas de compensación y desempeño en escenarios en donde no existen conflictos de intereses. Así, con anterioridad al planteamiento de los problemas de agencia, muchos trabajos comienzan asumiendo que la compensación es una función incremental, examinando los incentivos que los directivos tienen para distorsionar el desempeño reportado o la rentabilidad de las inversiones de su división (Ronen y McKinney, 1970; Weitzman, 1976).

condicionarán el diseño de estas medidas de desempeño –e.g., resultados monetarios-. Por contrapartida, el agente intentará mantener información privada respecto al principal acerca de su grado de incidencia en dichas medidas con la finalidad de maximizar su función de compensación.

Para plantear un problema de información privada, al menos tres dimensiones son las que se han de tener en cuenta: (1) el agente recibe la información antes o después de la firma del contrato, o después de llevar a cabo una acción; (2) la posibilidad de que el agente abandone la firma después de observar una señal informativa y; (3) el grado de permisividad que el agente tiene para comunicar una señal informativa en su totalidad -o parcialmente- al principal.

En aquellos casos donde el agente recibe la información después de la firma del contrato, pero antes de llevar a cabo una acción, éste no podrá dejar la firma antes de observar la señal informativa ni tampoco podrá comunicarla al principal, resultando difícil adaptar sus acciones en base a dicha señal. No obstante, el agente puede seguir una estrategia de acciones en función de la información recibida y de acuerdo con los incentivos estipulados en el contrato de compensación –esfuerzo a realizar-. Si esta estrategia de acciones influye sobre los resultados y sobre las medidas de desempeño, entonces resulta probable que las acciones óptimas del agente vayan cambiando a medida que las señales informativas sean observadas. En tal sentido, el problema que enfrenta el principal será el establecimiento de un conjunto de restricciones de alineamiento de incentivos –que maximice la utilidad de ambas partes- para cada tipo de señal observada dado que las estrategias de acciones del agente dependen de éstas.

Ante situaciones en las cuales el agente pueda dejar la firma, la maximización de utilidad por parte del principal se verá condicionada por su capacidad de conocer las expectativas del agente en relación a su mínima utilidad aceptable. No obstante, aunque el principal logre diseñar un contrato que vincule las expectativas del agente, resultará poco probable que estas vinculaciones sean realizables para cada tipo de señal informativa. En consecuencia, siempre existirán señales observadas que induzcan al agente a creer que su utilidad no es suficiente como para seguir trabajando de conformidad con las estipulaciones contractuales existentes en comparación con oportunidades de empleo potencialmente

mejores. En tal caso, la mejor opción para el agente sería dejar la firma en caso de que observe señales que no sean favorables a su utilidad. Para evitar un posible éxodo, el principal deberá ofrecer un contrato atractivo para todo tipo de señales observadas.

No cabe duda de que ante el posible abandono de la firma por parte del agente la situación del principal se presenta en el peor escenario ya que, si la habilidad del agente le permite obtener un nivel mínimo de utilidad aceptable para las señales observadas más desfavorables, para las señales observadas más favorables su utilidad será superior al nivel aceptable y, por tanto, la utilidad ex-ante esperada por el agente será considerablemente superior al nivel mínimo aceptable.

Este exceso en el nivel de utilidad recibe la denominación de “rentas por información privada” y supone un incremento en el poder del agente puesto que posee una ventaja informativa acerca de las señales informacionales. Por su parte, el principal podría reducir potencialmente estas rentas por información privada haciendo que el agente comunique las señales informativas a través de la restricción exógena de los reportes con la finalidad de comprobar su fidelidad. En este sentido, es posible incluir cláusulas contractuales que establezcan que dichos reportes sean una señal públicamente observable.

Particularmente, el principal puede adaptar el contrato de compensación en función de dichas señales públicamente observables. Por ejemplo, si la señal proporciona información acerca de un rendimiento esperado, el principal podrá sustraer dicho rendimiento esperado del rendimiento real, de forma que la parte anormal del rendimiento sirva para evaluar el nivel de esfuerzo realizado por el agente y sus acciones. No obstante, es poco probable que existan restricciones exógenas que obliguen al agente a realizar reportes fidedignos, por lo que será el principal quien deberá prever los incentivos que del agente para presentar reportes poco fiables que incrementen su compensación de acuerdo a una señal informativa observada. En consecuencia, el principal enfrentará un nuevo problema que será el establecimiento de un nuevo conjunto de restricciones que vienen determinadas por la selección del tipo de reporte que entregue el agente una vez se haya observado la señal informativa.

Puesto que todo contrato depende del desempeño y de los resultados observables así como del tipo de mensaje emitido por el agente, una acción factible consiste en que el principal anticipe e intervenga en el comportamiento del agente vía maximización de su función de utilidad con el fin de lograr que éste entregue mensajes confiables de acuerdo a cada señal observada.

En resumen, el conjunto de restricciones que se debe tener presente en un caso de información privada son la mínima utilidad aceptable por parte del agente, la compatibilidad de incentivos y, la compatibilidad de incentivos en la estrategia de emisión de información del agente. Por supuesto, la señal informativa real es la que el agente utiliza para actualizar su utilidad esperada condicionada a su posterior recepción y el mensaje enviado por el agente sólo afecta el contrato que recibe.

Cuando el principal enfrenta la decisión acerca de los tipos de estrategia de divulgación de información que debe incentivar en el agente, el problema se torna aún más complicado dado el arduo esfuerzo que conlleva la búsqueda y establecimiento de dicha estrategia. Sin embargo, el principio de revelación permite dar una mayor simplicidad a este tipo de encrucijadas, siendo de aplicación en situaciones en las que el agente recibe la información privada y la habilidad para trasmitirla en una amplia dimensión así como la capacidad para decidir creíblemente cómo ésta información será utilizada (Myerson, 1979). Este principio estipula que la existencia de cualquier mecanismo que implique un reporte falso por parte del agente –en términos de utilidades esperadas-, puede ser atenuada a través de otro mecanismo que equilibre la veracidad del reporte. Un aspecto que interesa destacar es que el principio de revelación no conduce a que la revelación fiel de la información tenga coste cero, sino más bien a que el coste de motivar al agente a realizar reportes fiables es inferior al coste en el que se incurriría si el agente emitiera información errónea. Por último, cabe mencionar que uno de los aspectos más apreciables del principio de revelación reside en el hecho de que de su aplicación se logre frustrar la realización de reportes falseados dentro de un contrato actual.

1.4.2.1 Desempeño contractual e información

La introducción de de medidas adicionales de desempeño en un contrato de compensación puede incrementar potencialmente las utilidades esperadas tanto por el principal como por el agente si dichas medidas se utilizan correctamente para aumentar los incentivos o mejorar el riesgo compartido.

En realidad es una simple modificación del apartado anterior en el que se plantea la inclusión de medidas de desempeño adicionales y de resultados observables y disponibles con el objetivo de conformar un contrato óptimo. El grado en que este contrato resulte óptimo dependerá de si las medidas de desempeño adicional inciden en el nivel de esfuerzo que el agente debe aplicar. Desde una perspectiva estática, Holmstrom (1979) establece una analogía a la condición anterior suponiendo que si al observar un tipo de acción como un parámetro aleatorio se intentará estimar el nivel de esfuerzo a través del desempeño en donde, al menos el resultado y el desempeño deben ser lo suficientemente estáticos respecto a la acción tomada. Por ejemplo, en caso de que una medida de desempeño sea informativa por sí misma acerca de las acciones del agente, puede que ésta no entregue información adicional acerca de la acción que conduce a un resultado y, por tanto, en muchos casos no existe un incentivo real en la agregación de medidas de desempeño si el resultado también se encuentra disponible. Esta condición de información de Holmstrom sugiere que el contrato será opulento y basado en diversos factores. No obstante, no debiera sorprender el hecho de que una variable sea menos valiosa si otra es lo bastante fuerte, pero sí el que una variable resulte ser mucho más valiosa que las demás. Sin embargo, la inclusión de un número significativo de variables puede que genere ruidos debido a la existencia de variables poco informativas lo que comporta un alto grado de riesgo.

Sin duda, la forma en que se determina en conjunto la función de compensación y la metodología para la agregación de señales informativas influirá en la interpretación de los resultados. En este sentido, la investigación en finanzas y contabilidad ha respondido habitualmente determinando el tipo de proceso asociado con la medida de desempeño agregada, dejando de lado en cierta medida los esquemas de compensación.

Esta separación resulta de especial interés dado que los sistemas de información por lo general agregan las señales informativas linealmente, por lo que resulta importante conocer si estas agregaciones son óptimas, ya que no implica necesariamente que el contrato lo sea. En consonancia con ésta idea, Banker y Datar (1989) sugirieron una primera descomposición del contrato en: (1) medidas agregadas de desempeño y, (2) una función de compensación basada en dichas medidas agregadas.

Bajo esta descomposición, el problema se torna en establecer ponderaciones de cada medida del desempeño bajo el supuesto de que son agregadas linealmente en la función de compensación. En este sentido, la variabilidad de la medición de cada señal mostrará cuán ruidosas son en relación a otros factores distintos al esfuerzo realizado por el agente. En otras palabras, una señal ruidosa tendrá una mayor ponderación puesto que se puede ajustar con una mayor significatividad al contrato. El aporte de Banker y Datar (1989) nos entrega un soporte teórico que permite agregar linealmente algunas propiedades contables que son señalizadas. No obstante, los resultados obtenidos por estos autores sugiere la utilización en el contrato de un principio de igual ponderación, lo que puede no resultar óptimo al momento de medir el desempeño ya que si ponderamos de igual manera cualquier tipo de beneficio o gasto por parte del agente, éste tendrá una gran influencia sobre el promedio obtenido, lo que le inducirá a centrar sus esfuerzos en medidas menos volátiles que puedan ser controladas. Por lo tanto, es de esperar una propiedad óptima cuando exista un sistema de ponderación acorde con el ruido de cada señal.

Finalmente, si esperamos que un sistema ponderativo se construya en base a componentes de desempeño financiero, el agente tendrá la oportunidad de seleccionar acciones que transfieran costes entre los distintos componentes de un sistema o de incrementar o disminuir costes y beneficios incurriendo así en actividades oportunistas. No obstante, estas acciones pueden resultar no valoradas si los componentes tienen una ponderación distinta en la función de utilidad del contrato con el agente. Por otra parte, el agente puede incurrir en actividades que destruyan valor para así poder tomar ventaja de distintos niveles de los componentes de los beneficios y costes. Si las oportunidades para incurrir en este tipo de actividades es lo suficientemente grande, el principal intentará

reducir este tipo de comportamiento oportunista intentando disminuir los incentivos igualando los niveles de ponderación.

1.4.2.2 El rol de las medidas de desempeño adicionales ex-post

De la teoría de agencia que estudia los problemas de riesgo moral, pocos han analizado el rol ejercido por las medidas de desempeño adicionales observadas al final del periodo en situaciones de información privada, sugiriendo la existencia de una variedad de diferencias importantes entre factores que conducen a una ponderación óptima de las medidas de desempeño en al menos dos escenarios. En primer lugar, es difícil que la variabilidad de una señal pueda ser vista como una aproximación al ruido de ésta dado que cuando la acción es realizada por el agente depende también de las realizaciones de las señales de información privada. En tal caso tanto el resultado como las medidas *ex-post* de desempeño tendrán un componente estocástico real (debido a la naturaleza estocástica de la acción del agente) y un componente estocástico que constituye ruido (no relacionadas con las acciones del agente o con la información privada observada *ex-ante*). En este tipo de escenario las medidas de desempeño que no exhiban una mayor variación serán al mismo tiempo menos valoradas dado que no reflejan una variación subyacente de las acciones del agente. Por el contrario, es poco probable que aquellas medidas de desempeño que exhiban altos niveles de variabilidad sean valoradas por el nivel de ruido incorporado. En consecuencia, al principal afronta el desafío de determinar las medidas de desempeño que tienen una varianza condicionada sobre las acciones del agente y las señales de información privada (Antle y Smith, 1986; Sloan, 1993). En segundo lugar, la noción de congruencia de las medidas debe ser adaptada para poder reflejar la sensibilidad de los resultados y el que dichas medidas puedan ser estocásticas. Por tanto, las medidas de desempeño no sólo deben ser congruentes a través de las acciones sino también a través de las señales (Baker, 1992; Bushman et al., 2000). Por ejemplo, supongamos un caso donde el agente observa una señal con anterioridad a la selección de sus acciones, el resultado no es observable y el principal se encuentra en la encrucijada de decidir si la compensación debería basarse en una u otra medida de desempeño, siendo, en promedio, ambas medidas igualmente sensibles tanto a la acción del agente como al resultado de dicha acción. Bajo un escenario similar, si el agente no recibe información privada antes de realizar una acción, el principal podría ser

indiferente a la medida de desempeño a utilizar; sin embargo, no lo será si el agente recibe información privada antes de realizar una acción. Supongamos que bajo la condición de recepción de una señal privada de información, la sensibilidad de la medida 1 es alta –baja- cuando la sensibilidad del resultado real es alta –baja-, mientras que la sensibilidad de la medida 2 no se encuentra relacionada con la sensibilidad del resultado real. En tal caso el principal preferirá claramente elaborar su contrato bajo la utilización de la medida 1, por lo que la correlación entre la sensibilidad de la medida del desempeño y la sensibilidad del resultado resultará relevante.

1.4.2.3 Controlabilidad de las señales informativas

Cuando las señales son independientes toda señal que resulta sensible para el agente puede ser útil para el contrato. Desde una óptica contable esta circunstancia resulta especialmente valiosa si hablamos de controlabilidad. En un mundo incierto, el agente no controla en su totalidad cualquier medida de desempeño y, por tanto, la controlabilidad resulta cuando menos confusa. Sin embargo, aunque la literatura no precisa una definición formal de controlabilidad, ésta se basa en la idea de que una variable puede ser controlable si las acciones realizadas por el agente influyen sobre la probabilidad de la distribución de dicha variable (Baiman y Noel, 1982; Merchant, 1987; Antle y Demski, 1988). Al utilizar dicha idea, la teoría de agencia nos entrega un marco suficientemente amplio para el concepto de controlabilidad en aquellos casos en que las señales sean independientes unas de otras y donde todas aquellas variables que sean controlables son útiles para incluir en la compensación del agente. Sin embargo, la teoría de agencia también nos muestra lo valioso que puede llegar a ser la introducción en un contrato de medidas no controlables por el agente. Por ejemplo, el agente no es el responsable de las decisiones de capital del principal pero en cambio, el principal utiliza las decisiones de capital para ajustar otras medidas de desempeño y así poder evaluar mejor los factores en donde el agente tiene cierto grado de controlabilidad.

Bajo un escenario más realista, el problema se torna más complicado dado que las medidas de desempeño suelen encontrarse relacionadas. En primer lugar, las medidas controlables pueden no ser valoradas para ser incluidas en el contrato si no aportan información adicional acerca de las decisiones del agente. En segundo lugar, razones

adicionales sugieren que las medidas del desempeño que no sean controlables por el agente pueden ser útiles. La correlación positiva entre dos medidas de desempeño influidas por un factor exógeno común ocasiona un importante componente de ruido en cada una de ellas dado que las acciones emprendidas por el agente no son aleatorias. La inclusión de una de estas medidas con una ponderación relativa negativa reducirá en cierta forma dicho ruido.

1.4.2.4 Valor de la información

De la teoría de la agencia se pueden derivar condiciones en donde la información tiene un valor distinto a cero y en función de las cuales se examinan factores que afectan a la ponderación relativa asignada a cada medida de desempeño. Sin embargo, la condición acerca de cuanto valor agrega cada medida ha recibido una menor atención. El problema de asignación radicará en el tipo de escala utilizada en cada medida así como en las modificaciones de dicha escala para poder recoger de mejor manera la sensibilidad de cada medida de acuerdo a sus variaciones (Sloan, 1993; Lambert, 2001; Feltham y Wu, 2001). Sin embargo, en el caso de que la escala de la medida sea modificada, no existe un nexo claro entre ponderación y valor agregado por la medida de desempeño⁵.

Una aplicación clásica en la literatura de teoría de la agencia consiste en el análisis de la utilización de la información por parte de los directivos para propósitos de valoración empresarial. Los precios de los títulos de propiedad representan el resultado final de las decisiones que los inversores realizan basándose en la información que obra en su poder en relación con el valor de la empresa. Dado que los precios de los títulos influyen directamente en la riqueza del inversor, un buen mecanismo de alineamiento de intereses en términos de compensación directiva bien podría consistir en la tenencia de títulos de propiedad; de esta manera el nivel de retribución directiva dependería del valor de la empresa al final del periodo. Para el caso de un solo periodo, no existe diferencia entre contratos basados en el precio del título a final del periodo y contratos basados en su nivel de rendimiento. Sin embargo, la teoría de la agencia nos enseña que, por lo general, la manera en que la información es agregada al proceso de valoración no se realiza de la misma manera para propósitos de compensación (Lambert, 2001). Una manera más sencilla

⁵ Rajan y Sarath (1997) examinan el valor de señales informativas múltiples en donde dichas señales se encuentran relacionadas.

de verlo consiste en comprobar cómo cuando los resultados son observables la función de valoración es igual al resultado al final del periodo menos la compensación del agente; este caso el resto de información no resulta relevante en el proceso de valoración. Dicha información sí puede llegar a desempeñar un papel importante si lo que nos preocupa es el problema de compensación. Específicamente, resulta preferible separar el efecto que tienen las decisiones del agente del efecto que tienen otros factores sobre el resultado. En tal sentido, bajo la suposición de que la función de resultados es la suma de decisiones del agente más una perturbación aleatoria que engloba otros factores, es destacable que desde el punto de vista de valoración se preste mayor atención a los factores que influyen en el resultado, mientras que, por el contrario, y desde una perspectiva de compensación, sólo se consideren los componentes individuales. Por lo tanto, la importancia que juegan las medidas adicionales del desempeño en el contrato vendrá determinada por la cantidad de información adicional que aporten acerca de las decisiones del agente.

Cuando el resultado no es observable, los mecanismos de valoración en el mercado deben contener toda señal informativa disponible para sus participantes. Entonces, ¿Cuál debería ser el sistema de ponderación en la función de valoración comparado con una función de compensación óptima? Si las señales básicas son ponderadas en el mismo sentido tanto en la función de valoración como en la de compensación, dichas funciones deberían ser idénticas. En tal caso, el contrato óptimo se encontrará en función del precio de los títulos y será una especie de réplica de un contrato tipo basado en medidas del desempeño (Feltham y Xie, 1994) y, por lo tanto, el precio dependerá de las realizaciones de las medidas de desempeño y de las acciones supuestas que el agente debería realizar. La realización de las medidas de desempeño dependerá de las acciones tomadas por el agente y, a su vez, las acciones supuestas dependerán de los incentivos estipulados en el contrato. Sin embargo, en casos de riesgo moral, el mercado tendrá suficiente información acerca del entorno productivo y de los incentivos contractuales como para poder conjeturar correctamente las acciones que el agente debería seleccionar y, por consiguiente, las acciones conjeturadas por el mercado serán iguales a las acciones que el agente seleccionará. Como resultado, las realizaciones de las medidas de desempeño no implican que el mercado aprenda algo sobre las acciones del agente y, por ende, el cambio de valor de la empresa una vez observadas las medidas de desempeño vendrá relacionado

únicamente con la valoración que entregue el mercado al actualizar los términos de perturbación de la señal. En otras palabras, la ponderación de las señales en la función de valoración estará relacionada sólo con el término de la perturbación -diferencia respecto a lo esperado-, de forma que el componente aleatorio del resultado y, en consecuencia, la sensibilidad de las señales sobre el comportamiento del agente jugarán un rol crítico en las ponderaciones de la función de compensación. Una característica importante de la medida de desempeño en el contrato de compensación es la congruencia de ésta y su sensibilidad, mientras que, a efectos de valoración, la correlación y el término de perturbación serán los factores más relevantes.

En el caso de que el agente sea adverso al riesgo, la variabilidad de los términos de perturbación resulta especialmente importante (Paul, 1992), dado que cualquier variación real desde la perspectiva de valoración puede incorporar ruido en el momento de evaluar la actuación del agente. Por ejemplo, un cash flow realizado que no tenga relación alguna con una decisión del agente es útil desde una perspectiva de valoración pero resulta ruidosa bajo una perspectiva de compensación. Sin duda, una razón importante para el contraste entre la agregación de información para propósitos de incentivos y la valoración se debe a que en la primera la sensibilidad es importante mientras para la segunda no; dicho resultado ocurre cuando las acciones del agente están basadas en la misma información que tienen los inversores y, por lo tanto, los inversores son capaces de conjeturar perfectamente qué acciones de la señal sirven solo para predecir el término de perturbación en el resultado.

1.4.2.5 Información relevante y compensación basada en acciones

Un rol fundamental del precio de los títulos reside en su capacidad de agregación de diversidad de piezas de información relevante para valorar la firma. En muchos casos, la información recolectada individualmente por los inversores no es observable públicamente o no se encuentra en un formato que sea fácil de incluir en un contrato de compensación, y puesto que los precios sí son una variable contractual, pueden servir de excelente aproximación para valorar la información subyacente en las señales informativas. Por otra parte, también es probable que un contrato de compensación pueda estar basado en medidas que no sean observables en el mercado dado que el consejo de administración por lo general tiene acceso a información interna cuya revelación al mercado puede resultar

demasiado costosa. En tal caso resulta obvio pensar que dicha información pueda constituir una entrada en la función compensativa.

Una dimensión importante para entender esto son los costes y beneficios de la utilización de contratos de compensación basados en acciones, ya que los precios futuros de las acciones están relacionadas con otras medidas de desempeño. Para que tal relación sea posible, los precios de las acciones son contempladas a futuro representando el valor presente de todo flujo de tesorería futuro basándose en toda la información disponible para los inversores en el momento actual. Ésta visión a futuro de los precios generalmente es vista como una característica beneficiosa al momento de utilizarlos como una medida de incentivos a la dirección y, particularmente, al ser consciente del horizonte de las decisiones de los agentes. Sin embargo, Barclay et al. (2000) argumentan cómo esta propiedad de los precios de los títulos puede resultar perjudicial a efectos del establecimiento de incentivos dado que los precios no sólo reflejan las expectativas que tiene el mercado acerca de las implicaciones futuras de decisiones ya tomadas, sino también acerca del impacto esperado de éstas decisiones. De acuerdo con este planteamiento, la compensación basada en acciones recompensa a los agentes anticipadamente por decisiones rentables esperadas pero no realizadas. Por lo tanto, en caso de que los agentes puedan dejar la firma y las fricciones contractuales impidan a los principales recuperar la compensación que ya ha sido pagada, el compensar adelantadamente al agente puede hacer que los accionistas estén en peor situación que si la compensación fuese aplazada hasta la obtención del resultado por la decisión.

Finalmente, algunos tipos de contratos de compensación incorporan la posibilidad de que el agente pueda comercializar títulos por su cuenta. Dependiendo de la naturaleza de dicha posibilidad, de lo observable de las decisiones de comercialización y del volumen implicado, la habilidad del agente para comercializar los títulos puede tener un impacto significativo sobre la conveniencia de utilizar este tipo de compensación. La oportunidad de comercializar títulos puede permitir al agente arruinar cualquier tipo de incentivo del principal al tratar de imponer ciertas variables en un contrato de compensación. Además, los incentivos del agente acerca de la recolección y difusión de información privada pueden

verse enormemente afectados la oportunidad de comercializar *-Insider trading-* (Baiman y Verrecchia, 1995; Stocken y Verrecchia, 1999).

1.5 Teoría positiva de la contabilidad.

La teoría positiva de la contabilidad es considerada uno de los más innovadores enfoques y explicaciones sobre la naturaleza de la contabilidad. Nacida en la década de los setenta de la mano de los trabajos de Watts (1977) y Watts y Zimmerman (1978, 1979 y 1986) ha proporcionado la fundamentación conceptual de numerosos estudios empíricos posteriores y ha permitido integrar la contabilidad en el conjunto del sistema económico, superando una visión de la misma como cuerpo cognitivo independiente.

Pocas dudas caben acerca de la profunda transformación que tal teoría ha provocado en la forma de entender la contabilidad, hasta el punto de que ésta se ha convertido en un elemento fundamental para la comprensión económica de la organización (Monterrey, 1998). En este sentido, la contabilidad deviene una práctica social e institucional que forma parte fundamental del diseño organizativo (Miller, 1994). En cuanto a práctica social e institucional la contabilidad es el resultado de la interacción de personas, entidades y procesos. Así vistas las cosas, la teoría positiva de la contabilidad proporciona una explicación de las decisiones tomadas por los responsables de la misma e ilustra sus implicaciones sobre las personas y sobre la asignación de recursos (Zimmerman, 1980; Jensen y Meckling, 1976).

Esta nueva visión se desvía de las interpretaciones normativas que impregnaban los primeros estadios de la teoría contable. El enfoque normativo se decantaba por establecer unas normas acerca de lo que debería hacerse en este campo y dejaba de lado el estudio de las causas y consecuencias económicas de dichas imposiciones. No obstante, en opinión de los principales impulsores, esas prescripciones no proporcionaban una explicación satisfactoria de los fenómenos observados en el mundo real. Se entiende así la preocupación de Watts y Zimmerman (1986) por explicar y predecir las prácticas contables realmente adoptadas por las empresas. Recalcan estos autores el calificativo de “positivo”, subrayando su interés por centrarse en entender las políticas contables efectivamente aplicadas en lugar de aquellas que “deberían ser aplicadas”.

Reincidiendo parcialmente sobre ideas expuestas en los anteriores epígrafes de este capítulo, la teoría positiva de la contabilidad descansa sobre una concepción contractual de la empresa (Alchian y Demsetz, 1972; Coase, 1937; Jensen y Meckling, 1976). La importancia de la información financiera para el establecimiento de contratos en las organizaciones confiere un protagonismo especial a la estructura contractual de cara al diseño de las políticas y prácticas contables adoptadas por la empresa. Como consecuencia de ello, los beneficios adquieren una importancia singular puesto que constituyen un elemento de referencia para la aplicación e interpretación de la red de contratos que constituye la empresa. La información contable se integra, por consiguiente, en el conjunto de mecanismos de control, incentivos y evaluación desempeñando un papel clave en el proceso de distribución de las rentas. Además, la existencia de contratos incompletos, es decir, la imposibilidad de especificar en los mismos todas las contingencias posibles y las políticas contables a seguir proporciona a la dirección de la empresa un cierto grado de discrecionalidad en las decisiones en materia contable y hace más importante el papel de la contabilidad.

En continuidad con el trabajo pionero de Gordon (1964), quien apuntaba la posibilidad de que la dirección de la empresa seleccione procedimientos contables en beneficio de su propia función de utilidad, Watts (1977) y Watts y Zimmerman (1978) consideran los estados financieros como un equilibrio entre los intereses de los distintos partícipes de la empresa. Los individuos actúan conforme a sus intereses y, por tanto, negocian los estándares contables. Healy (1985) ha refinado y extendido estos argumentos a la elección de métodos contables. Se gesta así un creciente cuerpo de la literatura centrado en la intervención contable sobre los beneficios y al que con frecuencia suele referirse por la expresión inglesa de *earnings management*.

Entre los tipos de contratos más aludidos para estudiar los incentivos a la gestión del resultado hay que los establecidos entre directivos y accionistas –contratos de remuneración- y los existentes entre acreedores y empresa –contratos de deuda-. Ambos tipos de contratos han permitido establecer tres hipótesis o explicaciones al respecto (Watts y Zimmerman, 1986). La primera de ellas es la denominada hipótesis de la remuneración basada en los beneficios y subraya la presión que puede existir sobre la cifra de beneficios

cuando la remuneración directiva se vincula a la misma. En esos casos, el intento por hacer converger los intereses de accionistas y directivos puede tener un efecto contraproducente y desembocar en decisiones contables que reporten mayores niveles de beneficios.

La segunda hipótesis, conocida como hipótesis del endeudamiento, examina los incentivos para gestionar los resultados en relación con los contratos de deuda. La posibilidad de establecer cláusulas de endeudamiento más restrictivas estimula a los directivos a modificar al alza los beneficios y, de este modo, gozar de mejores condiciones crediticias o reducir la eventualidad de un proceso de quiebra.

La hipótesis del tamaño y visibilidad política constituye la tercera explicación y se basa en la idea de que las empresas más grandes tienen mayor notoriedad informativa y, por tanto, están sometidas a un mayor escrutinio público. No se trata de una situación intrascendente, pues impone un mayor coste político en la medida en que hace a las empresas un blanco más fácil de críticas públicas. Si añadimos a ese hecho una cierta preocupación de la prensa y la clase política por el tamaño de los beneficios y el deseo de evitar cualquier situación próxima al monopolio, se comprenden los incentivos de la dirección para seleccionar procedimientos contables que sitúen los beneficios en unos niveles aceptables para los accionistas y, simultáneamente, no despierten recelos en ámbitos políticos.

1.6 Resumen

La temática revisada en este primer capítulo nos resulta de gran interés, puesto que hemos revisado las bases de la pregunta del porqué existe la firma y cuál es su alcance. La separación entre la propiedad y el control de las empresas entrega distintos incentivos a los participantes de la empresa que conlleva a ciertos conflictos de intereses en el seno de la empresa, donde la literatura de agencia ha constituido de especial importancia para el entendimiento de este fenómeno y las posibles soluciones y marcos de análisis sobre el cómo estos problemas se ven atenuados por medio de diversos mecanismos de control. Entonces, el alcance que tengan los conflictos se encontrarán condicionados por la complejidad organizacional de cada empresa, cuya diversidad va desde distintos niveles de derechos sobre los flujos residuales, distintas estructuras de capital y mecanismos de compensación (Harris y Raviv, 1991), ha procesos en donde se estructuran la toma de decisiones, incidiendo en cierta medida al desarrollo de los mercados de capitales internos, en la cultura y en la coyuntura social de cada sistema, y específicamente, en el desarrollo e importancia de los distintos mecanismos de gobierno de la empresa.

Este capítulo nos ha servido para argumentar, desde una perspectiva contractual, algunos conflictos de intereses que pueden surgir de una relación de agencia. De esta manera, se hace necesario el análisis de los problemas de incentivos asociados a las relaciones contractuales entre la dirección y los aportantes de fondos, así como del resto de participantes. En adición, la posibilidad de disciplinar el comportamiento de la dirección a través de mecanismos de control, tanto externos como internos, hace que la dirección tenga interés por revelar su información. Entonces, los mecanismos de gobierno corporativo se tornan relevantes para atenuar estos problemas derivados de la delegación de autoridad. Entonces, resulta de especial interés indagar acerca de las vías por las cuales dichos problemas son reducidos. En capítulos posteriores describiremos esas vías, centrándonos en el proceso por el cual se engranan los problemas de incentivos y el gobierno de la empresa. Haremos especial énfasis a la relación entre los mecanismos de gobierno y el proceso de divulgación de información financiera, intentando dar luces del efecto que tienen las prácticas de gobierno corporativo de las empresas en el mejoramiento de los procesos financieros y contables de la empresa.

2.1 Introducción

Como respuesta natural de los distintos problemas derivados de los conflictos de intereses entre los participantes de la empresa, resulta de especial interés indagar acerca de las vías por las cuales dichos conflictos son atenuados. En este capítulo describiremos esas vías, centrándonos en el proceso por el cual se engranan los problemas de incentivos y el gobierno de la empresa. Al hablar de incentivos, hemos de destacar que nuestra motivación se encuentra en el hecho de destacar el efecto que los mecanismos de gobierno corporativo tienen sobre motivaciones en el proceso de liberación de información contable. En general, nuestro capítulo revisará el efecto que tiene el gobierno corporativo en el mejoramiento de los procesos financieros y contables en la empresa.

Como hemos avanzado en el capítulo I, la preocupación sobre los conflictos de intereses que surgen en el seno de la gran empresa moderna identifica a la delegación de poder de decisión al directivo de la empresa por parte de sus propietarios. En un comienzo, Adam Smith (1776) y Berle y Means (1932) ya mostraron su preocupación sobre las estructuras empresariales que eran gestionadas por agentes cuyo control efectivo podía dar pie a conductas oportunistas. En 1976, Jensen y Meckling modelaron formalmente dicha intuición bajo un enfoque de agencia en el cual surgen costes de agencia del capital ajeno, demostrando la existencia de potenciales conflictos de intereses entre accionistas y administradores, cuando la segunda parte mantiene una porción menor al 100% de los derechos sobre los flujos de tesorería residuales de la empresa. En consecuencia, estos problemas que surgen por la separación entre la propiedad y el control de la gran empresa societaria moderna ha dado luces al surgimiento de un movimiento denominado “Gobierno Corporativo” el cual se ha enfocado en el entendimiento, definición, medición y minimización de los conflictos entre participantes de la empresa o, con mayor precisión, minimizar el impacto que tienen dichos conflictos en el valor empresarial. En consecuencia, el gobierno corporativo abarca el conjunto de mecanismos tanto institucionales como de mercado que inducen a los gestores de la empresa a modificar su comportamiento orientándolos a un objetivo común que es la maximización del valor residual de los flujos de efectivo generados por la empresa en el interés del accionista.

La evolución del concepto de gobierno corporativo va desde un enfoque de retornos de la inversión –esperada y exigida por los inversionistas- y credibilidad al momento de convencer al inversionista sobre la aportación de fondos (Berglof, 1997), hacia otros que incluyen la amplia gama de aspectos organizacionales y que de acuerdo con la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico –OECD- tiene que ver con los medios internos por los cuales las empresas son operadas y controladas. De acuerdo con la OECD (1999), el gobierno de la empresa se puede aplicar a todo entorno con bases legales, sociales y económicas, y deberá preocuparse de la protección de los derechos retributivos y legales de los accionistas en el intento de obtener un trato equitativo, de asegurar una información relativamente transparente y oportuna, y de asignar responsabilidades a los consejos de administración de las empresas. En este sentido, Shleifer y Vishny (1997) definen gobierno corporativo como el conjunto de mecanismos que intentan en el proceso de gobierno garantizar a los aportantes de recursos la remuneración correspondiente a sus inversiones.

Son numerosas las definiciones enunciadas en la literatura de gobierno corporativo⁶ (Hart, 1995; Zingales, 1997; Rajan y Zingales, 1998; La Porta et al., 2000). Sin embargo, las definiciones más destacables en la literatura son las aportadas por Zingales (1997) y Rajan y Zingales (1998) quienes definen gobierno corporativo, en un entorno de contratos incompletos, como el conjunto de restricciones que configuran la negociación *ex-post* sobre las cuasi-rentas generadas por la empresa⁷ que, en un carácter amplio afectaría a las inversiones financieras y no financieras y, por lo tanto, a todas las partes interesadas que participan o mantienen algún interés sobre la empresa – accionistas, acreedores, clientes, empleados y la sociedad en general-. Otra definición que nos ofrece la literatura es la de Denis y McConell (2003) quienes argumentan que el gobierno corporativo viene representado por el conjunto de mecanismos –institucionales y de mercado- que inducen a los controladores de las empresas –quienes tienden a actuar en beneficio propio- a tomar

⁶ No es un objetivo primordial del presente trabajo entregar una revisión detallada de todas las definiciones de gobierno corporativo. La literatura del gobierno de la empresa ha dado cabida a la realización de una serie de revisiones del tema trayendo consigo notables aportaciones respecto al tema, incluyendo las de Shleifer y Vishny (1997) y Denis y McConell (2003) para la temática general de gobierno corporativo, Core et al. (2001) y Murphy (1999) para la compensación ejecutiva, Hermalin y Weisbach (2003) para los consejos de administración y Karpoff (2001) y Romano (1996) para el activismo de los accionistas, entre otros.

⁷ Debe entenderse como cuasi-rentas generadas por la empresa a la diferencia entre lo que dos partes generan en conjunto y lo que podrían obtener en el mercado.

decisiones que maximicen el valor de la empresa y por tanto la riqueza de los aportantes de capital –accionistas-. Finalmente, otra definición es la que aporta La Porta et al. (2000a) quienes definen gobierno corporativo como el conjunto de mecanismos a través de los cuales los inversionistas externos –*outsiders*- se protegen contra la expropiación de los internos –*insiders*- a la empresa.

Desde un punto de vista general, la gran variedad de definiciones que ofrece la literatura apuntan a una dirección común que consiste en destacar la importancia de los distintos mecanismos –externos o internos- que tienen como finalidad orientar a la empresa a la utilización óptima del capital suministrado por los inversores, maximizando las funciones de utilidad tanto de los internos –agente- como de los inversores externos y partes interesadas –principales- y, por lo tanto, el valor de la empresa. De esta manera, bajo un contexto de relaciones contractuales que forman parte del proceso de toma de decisiones las cuales se encuentran sometidas constantemente a un proceso de supervisión y control, la variedad de elementos que configura el gobierno de la empresa tienen como propósito alinear los intereses entre los directivos y accionistas cuya finalidad, en un entorno económico de mercado, es la maximización de valor de la empresa teniendo en cuenta todas las partes involucradas en el entramado contractual –trabajadores, acreedores, proveedores, comunidad, entre otros-.

Sin duda, el gobierno corporativo ha despertado gran interés entre legisladores, académicos y profesionales durante las últimas décadas (Shleifer y Vishny, 1997). Sus orígenes en la investigación datan de la década de los setenta hasta hoy, y se enfocó primordialmente al contexto de gobierno de la empresa en Estados Unidos –EEUU-. A principios de los noventa, comenzaron a surgir los primeros trabajos en otros países cuyas economías eran de las mayores a nivel mundial –Japón, Alemania y Reino Unido-. En los últimos años, hemos asistido a una proliferación investigativa en este tema para distintos escenarios alrededor del mundo, ya sea en economías desarrolladas y emergentes. Como resultado, se ha constituido un gran y creciente cuerpo literario en el área de la economía de la empresa en un contexto internacional.

En su revisión literaria acerca del gobierno corporativo, Denis y McConnell (2003) distinguen dos generaciones en la investigación de esta área. La primera generación

generalmente se ha enfocado por lo general a responder ciertas preguntas específicas a un mecanismo de gobierno en particular. Una primera pregunta que destaca por sobre el resto se encuentra en concordancia con la idea de si los mecanismos de gobierno tienen alguna influencia sobre el mejoramiento del desempeño empresarial –medido generalmente por medio de la rentabilidad empresarial en relación al valor de mercado-. Las otras preguntas que la investigación se ha enfocado a dar luces es si estos mecanismos de gobierno afectan de manera particular a la toma de decisiones por parte de los controladores de la empresa – e.g., prácticas de gestión del beneficio, decisiones operativas, reemplazos, políticas de inversión y reacciones respecto a ofertas externas por el control-.

Por otro lado, la evidencia en la literatura nos indica que los accionistas en bloques son más típicos en países alrededor del mundo a excepción de EEUU, y es probable que dichos accionistas tengan un efecto significativo en el desempeño empresarial. En este contexto, la primera generación de gobierno corporativo no nos provee las razones principales del impacto de los accionistas de referencia en países distintos a EEUU. Sin embargo, Zingales (1994) entrega las primeras luces hipotetizando que el premio por voto en Italia es mucho mayor que en el resto de países debido a vacíos legales que no protegen adecuadamente los derechos de los accionistas minoritarios y, de este modo, se entrega a los controladores de la empresa una mayor libertad para diluir los derechos de los accionistas minoritarios. En el intento de contestar estas preguntas desde un punto de vista internacional, es que la denominada segunda generación en investigación de gobierno corporativo nace a la luz del trabajo publicado por La Porta et al. (1998) titulado “*Law and Finance*” en donde se hipotetiza que el grado de protección de los derechos del inversionista se encuentra determinado en concordancia con la legislación de cada país –y el grado de ejecución de las leyes-. Entonces, al aparecer la imagen de estructura legal basada en el grado de protección al inversionista, resulta también de especial importancia el grado de desarrollo de los mercados financieros y la estructura de gobierno dentro de las empresas alrededor del mundo. De esta manera, esta se comprueba así que las características institucionales y jurídicas de los entornos legales en los que las empresas operan modelan los conflictos de intereses y el funcionamiento de los mecanismos de control (La Porta et al., 1998, 2000; La Porta et al., 1999). De hecho, como apuntan Becht y Röell (1999) y Bianco y Casavola (1999), mientras en entornos como el anglosajón con una

marcada dispersión de la propiedad y una cierta falta de iniciativa por parte del accionariado hacen que el problema de agencia más notorio sea el derivado de la relación entre accionistas y directivos, el problema dominante en entornos como el de Europa continental se deriva de una marcada concentración del poder de voto y, en consecuencia, el problema de agencia más notorio es entre accionistas de referencia –controladores- y accionistas minoritarios.

En los apartados siguientes apuntaremos los principales rasgos de gobierno corporativo ligados a la conceptualización de la empresa como nexo contractual y en un contexto internacional, para luego decantar nuestra atención en los mecanismos que participan en el proceso de gobierno de la empresa, haciendo especial énfasis al papel que cumplen el consejo de administración y la estructura de propiedad en la resolución de problemas derivados de la separación entre la financiación y la gestión de la empresa, puesto que son dos factores a los que prestamos especial atención en nuestro trabajo de investigación.

2.2 Gobierno corporativo y marco legal e institucional

Dado que nuestros objetivos de estudio se basan en el análisis de las decisiones discrecionales contables adoptadas en un contexto internacional por las empresas, resulta necesario que nuestra revisión literaria fundamente, en primer lugar, el contexto contractual basado en relaciones de agencia y de asimetrías informativas existentes en un contexto internacional, para luego en apartados posteriores analizar los mecanismos de gobierno corporativo individuales y como estos tienen una mayor importancia en relación a sus diferencias internacionales. En ésta sección intentaremos proveer al lector un punto de vista internacional en donde las distintas decisiones empresariales pueden ser explicadas por las particularidades del entorno institucional. Para esto, pondremos nuestra atención a los distintos sistemas legales que dan pie a las distintas formas en donde los procesos de gobierno corporativo son llevados a cabo, y en consecuencia, entrega distintos niveles de protección de derechos al inversor. Adicionalmente, analizaremos la proliferación de los denominados códigos de buenas prácticas en el intento de lograr una convergencia en los sistemas de gobierno corporativo y su incidencia en la información contable.

2.2.1 El origen del problema

Los problemas de gobierno corporativo así como los mecanismos que tratan de dar solución a tales fricciones no han surgido espontáneamente ni son un fenómeno exclusivo de los últimos años, sino que hunden sus raíces en los albores de la Edad Contemporánea. Se hace precisa, por tanto, una reflexión histórica acerca de los factores legales, económicos y políticos que alumbraron los orígenes de la empresa tal y como la conocemos hoy en día, que conformaron su estructura de propiedad y, por ende, que definieron los problemas de gobierno corporativo.

El nacimiento de las sociedades por acciones coincide con el desarrollo de las empresas navieras británicas y holandesas de los siglos XVI y XVII. Los capitanes de los barcos distribuían entre los inversores tanto los activos de la empresa como los derechos de venta sobre las mercancías. Al finalizar el viaje, los pagos se repartían entre los propietarios y la compañía se liquidaba.

Sin embargo, las compañías colectivas por acciones creadas por los comerciantes británicos a principios del siglo XVIII dieron un paso más en el desarrollo de esta forma organizativa al no proceder a su liquidación una vez finalizado el viaje. Estas compañías no tenían una vida finita y emitían acciones que permitían a los propietarios percibir dividendos procedentes exclusivamente de los beneficios. En aquella época la aprobación de la denominada ley de la *regla del beneficio* de 1700 que reguló el pago de dividendos en Inglaterra evitó la descapitalización de las empresas al limitar los pagos que percibían los propietarios a una proporción de los beneficios obtenidos. Las compañías así constituidas experimentaron una gran difusión y ya Adam Smith, en su conocida obra de 1776, entrevió los problemas que esta forma de organización de la propiedad causaría en el futuro, particularmente en lo relativo a la supervisión de las prácticas directivas de la gerencia.

La Primera Revolución Industrial, a finales del siglo XVIII, propagó la estructura de propiedad repartida en acciones a otros sectores industriales en aquel momento emergentes. Esta forma societaria cruzó el Atlántico y se difundió rápidamente en la naciente nación norteamericana, existiendo ya referencias a la misma en 1752 con la fundación en Filadelfia

de la compañía *The Philadelphia Contributionship for the Insurance of Houses from loss by Fire*.

No obstante este desarrollo en ultramar, las empresas de los países del Viejo Continente se mantuvieron en su mayor parte dirigidas por sus propietarios hasta mediados del siglo XIX, por lo que el problema vislumbrado por Adam Smith no recibió una especial atención de los estudiosos de la economía. La microeconomía clásica hacía caso omiso de los problemas ocasionados por la separación entre la propiedad y el control por un doble motivo. En primer lugar, eran aún pocas y de reciente constitución las empresas cuyo capital se hallaba dividido en acciones. Y, en segundo lugar, no se atribuía a los procesos y relaciones internas de la empresa el suficiente poder explicativo de las transacciones llevadas a cabo en los mercados con libre competencia, mercados que se encontraban en el centro del debate académico y político de la época. Por tanto, la empresa se asimilaba a una *caja negra* que iba a permanecer largo tiempo cerrada para la investigación.

Se entiende así que el proceso de consolidación de estas nuevas formas societarias fuera más largo y costoso en los países de Europa continental que en el Reino Unido o en Norteamérica. En este contexto, hay que citar los denodados esfuerzos que la Ilustración hizo en la Francia de la época para conseguir la separación de poderes en la organización de la sociedad y de la vida política, y la obra de Montesquieu quien, tomando como referencia la monarquía y el parlamento británicos, señaló la necesidad de separar los poderes ejecutivo, legislativo y judicial con el fin de salvaguardar su independencia y autonomía. Este mismo pensamiento subyace de alguna manera en la forma organizativa que suponían las nuevas compañías repartidas por acciones donde existía la separación entre el poder accionarial sobre los beneficios de la empresa y el poder efectivo de toma de decisiones gerenciales.

La Revolución Francesa, con el subsiguiente cambio político y el surgimiento de Napoleón como “emperador continental”, favoreció la implantación de las ideas ilustradas, aunque de modo un tanto *sui generis*. Basándose en la codificación del Derecho romano realizada en el siglo VI por el emperador Justiniano, Napoleón unificó los sistemas legales en los Estados de Europa Continental eliminando la jurisprudencia y situando al Estado por encima de los tribunales. La culminación de este proceso significó la fractura definitiva con

el modelo anglosajón no sólo en cuanto al desarrollo jurídico y económico de las sociedades, sino de manera más amplia, en cuanto a la concepción de las propias instituciones de un Estado. Se gestan así las dos tradiciones legales más relevantes en el mundo: la tradición legal civil y la tradición legal común.

En paralelo a este proceso de conformación legal y, especialmente como resultado colateral de la Segunda Revolución Industrial, la que Chandler denominaría nueva empresa de negocios se generalizó en casi todos países desarrollados. Estas compañías, agrupadas en *trusts*, *cárteles* y *holdings*, se caracterizaban por su gran dimensión, lo que requería fuertes inversiones realizadas por aportantes de fondos externos a la dirección de la empresa con capacidad para asumir riesgos. Como consecuencia de ello, el problema de separación entre la propiedad y el control recupera su posición original en el vértice del problema del gobierno de la empresa. No en vano, con preclara visión Berle y Means señalarían en 1932 las dificultades a las que se enfrentaban las corporaciones norteamericanas cuya propiedad estaba diseminada en acciones y cuyo control recaía en manos de los directivos de la empresa.

A pesar de la magnitud del problema, la metodología económica imperante no lo abordó decididamente hasta el último tercio del siglo XX. Este conflicto, y la toma de decisiones por los directivos en pos de sus propios intereses, constituyó el núcleo de atención de los autores gerencialistas que analizaron las funciones de preferencia o satisfacción de los gerentes. Dicha literatura entroncará más adelante con los postulados de la teoría de la agencia propuesta por Jensen y Meckling en 1976 y, probablemente, tan sólo en el marco conceptual de esta teoría se pueda resolver el puzzle del gobierno corporativo.

Ahora bien, a lo largo de todos estos años el problema del gobierno corporativo ha evolucionado a medida que lo hacía el perfil de la empresa hacia instituciones con límites más difusos, hasta el punto de ser consideradas ficciones legales que sirven como nexo de las relaciones contractuales que se dan dentro de ellas. La fisonomía de la empresa ha pasado de ser una compañía integrada verticalmente, con gran concentración de propiedad, mucho capital físico y cuyo principal problema de gobierno se situaba en el punto más alto de la estructura organizativa, a ser una corporación más abierta y competitiva, y cuya principal fuente de valor es el capital humano.

Tras esta redefinición empresarial, el problema de gobierno deja de concernir exclusivamente a la relación de los propietarios con la dirección de la compañía y se amplía al resto de participantes de la red de contratos que configura la empresa. De este modo, el gobierno de la empresa se ocupa del establecimiento de mecanismos que eviten comportamientos oportunistas entre los diferentes partícipes de la misma. La concreción de estos mecanismos determinan el sistema de gobierno de cada organización y se encuentra, a su vez, influenciado por la actividad y desarrollo de los mercados y de las instituciones financieras de cada entorno económico (Zingales, 1997).

2.2.2 Las tradiciones legales y los diferentes problemas de gobierno

La investigación más reciente ha puesto de manifiesto que los entornos económicos en los que operan las empresas no son iguales, que los problemas de gobierno no coinciden, que las soluciones propuestas para un contexto pueden no ser transferibles a otros ámbitos y que, en definitiva, hay que tener en cuenta factores de carácter institucional a la hora de analizar las decisiones empresariales. Esta corriente de trabajo ha dado origen al enfoque *Law and Finance* y está en la base de numerosos avances que estudian la influencia de los distintos aspectos institucionales en las políticas de la empresa. Autores como La Porta *et al.* (1997, 1998, 1999 y 2000) y Levine (1998, 1999), pioneros de este enfoque, confirman que las empresas presentan diferentes patrones de comportamiento según el país en el que operan y que estas disimilitudes obedecen fundamentalmente a la tradición legal de cada país concebida en un sentido amplio. Como apunta Merryman (1985) “*una tradición legal no es un conjunto de reglas legales acerca de contratos, empresas o delitos, aunque estas reglas tengan casi siempre reflejo de algún tipo en esa tradición. Es más un conjunto de actitudes, históricamente condicionadas y profundamente arraigadas, sobre la naturaleza del derecho, sobre el papel de la ley en la sociedad y la forma de gobierno, sobre la adecuada organización y funcionamiento del sistema legal, y sobre la vía en que la ley es o debe ser legislada, impartida, estudiada, perfeccionada y enseñada. La tradición legal relaciona el sistema legal con la cultura, de la cual, es una expresión parcial.*”

Desde esta perspectiva se entiende que la tradición legal inspire no solamente la configuración del marco legal de un país, sino también el desarrollo de sus instituciones económicas y políticas, y entre ellas, de sus empresas. En éste último caso, La Porta *et al.*

(1998) particularizan esta influencia a través tanto del grado de protección de los derechos de los inversores como del grado de efectividad de las instituciones a la hora de hacerlos valer⁸.

Así, los orígenes de la tradición legal común o *common law* hemos de buscarlos en Inglaterra y en la consideración histórica del “*Derecho como materia autónoma e independiente de la humana voluntad; algo que era necesario descubrir, pero que en modo alguno cabía crear. Casi resultaba sacrílego entonces suponer que las leyes pudieran ser establecidas o alteradas de manera deliberada*” (Hayek, 1994). Esta concepción del Derecho, tan dispar a la actual, según la cual los gobernantes no crean las leyes sino que tan sólo se limitan a recopilar –descubrir– por escrito las normas que rigen ya en la sociedad permaneció inalterable para toda Europa hasta casi el siglo XV. Sin embargo el auge de las monarquías absolutas centralizadas junto con la influencia del Código de Justiniano, que preconizaba la autoridad del emperador por encima de la ley condujo, en los países de la Europa Continental, a la inversión de esta concepción del Derecho. La asimilación de la idea de que la ley emana sólo de los gobernantes significó la desviación definitiva del Derecho inglés y, a la postre, la diferente configuración de las tradiciones legales civil y común.

En Inglaterra durante los siglos XVI y XVII el conflicto entre el Parlamento y la corona inglesa por la venta de derechos de monopolio⁹ culminó con la victoria del primero y la asunción desde entonces de la máxima *Lex, Rex* –el derecho es el rey–. La nueva reasignación de poder permitió a los tribunales situar el Derecho por encima de la corona al tiempo que limitaban su capacidad para alterar los derechos de propiedad (Beck et al., 2003). Esta protección jurídica permitió asegurar la confidencialidad y seguridad de las transacciones lo que incentivó el desarrollo de los mercados financieros y, por consiguiente, el desarrollo de las compañías por acciones. La tradición legal común se extenderá posteriormente a EE.UU., Canadá, Australia y otros países de habla inglesa cuyo moderno desarrollo ha estado fuertemente influenciado por estos.

⁸ Hemos optado por esta expresión como traducción del término inglés *enforcement*.

⁹ El intento de la corona inglesa de vender derechos de monopolio con el fin de hacer frente a sus gastos presupuestarios chocó frontalmente con la voluntad del Parlamento y de los tribunales que defendían que la concesión del privilegio exclusivo para la producción de un artículo iba *contra el derecho común y la libertad del ciudadano* (Hayek, 1994).

Por su lado, el punto de inflexión en la definitiva configuración de la tradición legal civil llegó con la Revolución Francesa y la aprobación del código civil napoleónico. Esta codificación se realizó con la clara finalidad de reforzar el papel del Estado francés frente al poder de los tribunales, altamente desprestigiados y acusados continuamente de corrupción (Beck et al., 2003). El resultado fue la preponderancia del poder estatal sobre los derechos de los individuos, una regulación de la actividad económica mucho más acusada y unos tribunales desposeídos de capacidad para crear derecho y, por ende, menos efectivos a la hora de aplicar la ley. De esta manera la tradición legal civilista quedó asociada a un elevado intervencionismo del Estado y a un menor grado de protección de los derechos tanto de acreedores como de accionistas (La Porta *et al.*, 1998, 1999, 2000).

Ahora bien, los países de tradición legal civil no responden a un único esquema, sino que es posible distinguir tres grandes ramas diferenciadas. La primera se corresponde con la tradición civil francesa basada en el Código de comercio napoleónico promulgado en 1807 y que se extendió inicialmente a las colonias francesas y, posteriormente, a los países colonizados por España y Portugal. La segunda rama es la tradición civil germana, fundamentada en el Código de comercio alemán de 1897, y que ha influido en los desarrollos legales de países geográficamente tan alejados como Austria, Suiza, Japón o Corea del Sur. Una última corriente es la que se corresponde con la tradición legal civil escandinava y que, a pesar de sus orígenes basados en el derecho romano, ha convergido finalmente hacia el derecho consuetudinario inglés como consecuencia del desuso en que han caído los códigos civiles desde el siglo XVIII en los países nórdicos.

Se conforman de esta manera dos grupos de países, asociados a las dos tradiciones legales y con perfiles financiero-jurídicos notablemente diferentes. Reincidiendo parcialmente sobre ideas ya expuestas se puede afirmar que los países de tradición anglosajona conceden una mejor protección legal a accionistas y acreedores que los países de tradición legal civil, siendo tan crítica esta distinción que las diferencias en términos de distribución de la propiedad corporativa, importancia de los mercados financieros o configuración del perfil de relaciones entre los stakeholders, por poner algunos ejemplos, no son sino consecuencias de la asimétrica protección legal a los inversores (La Porta *et al.*,

1999, 2000 y 2002). Las implicaciones de tan variado mapa de derechos de accionistas y acreedores sobre la estructura de propiedad y de capital de las empresas son inmediatas.

Los inversores en los entornos legales civilistas reaccionan ante esta desprotección mediante la adquisición de paquetes accionariales de mayor tamaño creando así estructuras de propiedad más concentradas. Los datos que ofrece la literatura a este respecto hablan por sí mismos: el 16% de las empresas británicas posee un accionista de referencia frente al 79% de las empresas francesas y al 85% de las empresas alemanas (Franks y Mayer, 2001), 2001). En la misma línea, la participación media de los cinco principales accionistas se sitúa en el 25% y el 20% en EE.UU. y Gran Bretaña respectivamente, mientras que sus homólogos japoneses y alemanes poseen, por término medio, el 33% y el 41% de la propiedad de las empresas (Allen y Gale, 2001).

En un nivel más amplio de análisis de la propiedad corporativa, se observan también sustanciales diferencias en cuanto a la naturaleza jurídica de los propietarios de las acciones. Sin embargo, puesto que en el análisis empírico posterior no se va a dar entrada a este hecho, nos limitaremos en este punto a constatar las considerables diferencias en la participación de familias, empresas de seguros y entidades bancarias en la propiedad corporativa entre los países de uno y otro grupo de sistemas financiero-legales (Maroto y Melle, 2001)¹⁰.

La estructura de capital de las empresas también se encuentra muy influida por la diferente protección de los inversores. El distinto marco legal e institucional del país modela los problemas de gobierno y, con frecuencia, propicia una mayor orientación hacia la banca o hacia los mercados financieros como medio de canalización de recursos financieros. Esta célebre dicotomía entre intermediarios y mercados financieros (Allen y Gale, 2001) se encuentra en la base de las diferencias en la estructura productiva de los países así como de las decisiones de endeudamiento de sus empresas (Maroto y Melle, 2000, 2001). Se constata nuevamente la existencia de dos grupos de países, unos de orientación anglosajona en los que los mercados de capitales asumen el protagonismo a la

¹⁰ Como demuestran estos autores, la estructura de propiedad de las empresas anglosajonas se caracteriza por una mayor participación de familias y de empresas de seguros y fondos de pensiones y un menor peso de bancos y de otras empresas no financieras.

hora de poner en contacto a ahorradores finales con prestatarios finales, y otros de orientación continental –sin que esto signifique excluir a Japón- en los que la banca y otros intermediarios financieros son el modo predominante de transferir recursos de unidades de gasto con superávit a las unidades de gasto con déficit. Como cabe suponer, aunque no sean criterios de clasificación totalmente coincidentes, esta tipología presenta muchas concomitancias con la tradición legal y *de facto* se observan niveles de apalancamiento significativamente distintos entre las empresas del entorno anglosajón y las empresas del entorno civilista.

Las comparaciones internacionales, en general, atribuyen una mayor ratio de endeudamiento a los países de origen legal civil en comparación con sus homólogos de ley común (Salas Fumás, 1999; Franks y Mayer, 1997; Allen y Gale, 2001; Beck et al., 2001). Y, más allá de la estructura financiera, se observan también diferencias muy considerables en la procedencia de la deuda, de modo que las corporaciones de los países civilistas recaban mayoritariamente financiación de los intermediarios financieros mientras que el endeudamiento de las empresas del entorno legal consuetudinario proviene fundamentalmente de los mercados de bonos.

Por todo ello se hace evidente que el planteamiento de los problemas de gobierno en las empresas de uno u otro sistema legal no puede ser ajeno a las claras diferencias en términos de estructura de capital y de propiedad. Mientras que en las empresas anglosajonas el problema de gobierno básico adquiere una dimensión vertical derivada de la relación entre la dirección y un conjunto disperso de accionistas propietarios de pequeñas participaciones, el conflicto más relevante en las empresas de países de tradición legal civil adopta una dimensión horizontal enfrentando al accionista mayoritario -propietario de un gran bloque de acciones- con el conjunto de los accionistas minoritarios.

En la dimensión horizontal del problema, la gerencia actúa bajo la estrecha supervisión del accionista mayoritario y toma las decisiones en función de los dictados del mismo. En tal escenario, como señalan López-Iturriaga et al. (2007), los accionistas minoritarios se convierten en objeto de posibles comportamientos expropiatorios por parte del accionista mayoritario que busca la consecución de sus propios intereses. Esta expropiación puede concretarse en la transferencia de activos y beneficios fuera de la

empresa en provecho del accionista mayoritario a través, por ejemplo, de la venta de activos, la firma de contratos en favor de otras empresas bajo su control, la apropiación de dinero en efectivo, la contratación de miembros con los que mantiene vínculos familiares, etc.

A este respecto la literatura financiera ha mostrado que en Europa Continental los grandes accionistas refuerzan su poder mediante el establecimiento de vínculos familiares con otros accionistas y a través de la participación en corporaciones interpuestas que poseen, a su vez, participación en la empresa original (Faccio y Lang, 2002). Este entramado de pirámides de propiedad y participaciones cruzadas confiere a estos accionistas un exceso de derechos de control en relación a su participación en el excedente empresarial lo que facilita la extracción de beneficios privados en detrimento de los intereses del resto de accionistas minoritarios.

Pero este exceso de derechos de control en manos del accionista mayoritario no sólo incide en su relación con los accionistas minoritarios sino que también afecta al resto de partícipes de la empresa. A modo de ejemplo, el afán de transferir recursos fuera de la empresa puede conllevar desinversiones que provoquen pérdidas de empleo. Desde esta perspectiva es posible poner en tela de juicio algunas de las recientes fusiones y adquisiciones de empresas llevadas a cabo en Europa. Estas operaciones, auspiciadas por los grandes accionistas para aumentar sus cuotas de poder en la nueva empresa fusionada o absorbida -más recursos y más activos bajo su control-, acarrear en muchos casos pérdidas de valor en la cotización de las acciones y traumáticas políticas de desempleo.

En la medida en que las relaciones contractuales vienen afectadas por la distribución de derechos de las partes contratantes, la configuración del tejido de relaciones dentro de la empresa dependerá del marco institucional de cada país. En este sentido, la utilización de los mecanismos de gobierno corporativo y los propios problemas a que esos mecanismos tratan de dar solución están estrechamente vinculados con el entorno legal de cada país. En otras palabras, los mecanismos de gobierno corporativo adoptarán un perfil distinto en cada entorno institucional como consecuencia de los distintos problemas de gobierno afrontados.

2.2.3 ¿Hacia una convergencia internacional en el gobierno corporativo?

Es de reconocer que tanto el modelo centrado en intermediarios financieros, genéricamente de base de ley civil, como el modelo basado en los mercados financieros, cuya base legal suele ser de ley común, no parecen recoger aspectos de los países relacionados con la independencia de su origen legal y con la evolución que cada país en particular ha tenido en la incorporación de cambios en sus sistemas de organización financiera en un proceso dinámico en donde se han adoptado particularidades que mejor engranen con sus sistemas financieros (Denis y McConnell, 2003). Puesto que estos cambios no han tenido la misma intensidad ni la misma profundidad en todos los países, es que cabe esperar este proceso evolutivo en los sistemas financieros en el intento de aprovechar los aspectos positivos que sin duda poseen estos dos modelos. De esta manera, la lógica que se impone por parte de las autoridades de cada país sobre el intento de dotarse del sistema financiero más eficiente posible para su supervivencia en el tiempo y al proceso de globalización¹¹.

Le evidencia empírica reciente ha propuesto que el entorno legal y regulatorio de un país puede ayudar a explicar distintas reacciones de los inversores a eventos similares (Rossi y Volpin, 2004; Moeller y Schlingemann, 2005). De esta forma, los distintos entornos legales dan pie a dos sistemas de gobierno bien diferenciados que la literatura ha clasificado de acuerdo a su función en la ejecución de las leyes y regulación: el sistema anglosajón y el sistema continental europeo. Cada sistema intervienen de manera distinta en la asignación del control sobre el comportamiento estratégico de la empresa generando distintos problemas de incentivos y supervisión en las decisiones (Andrés et al., 2005). También ambos sistemas de gobierno poseen marcadas diferencias en relación a su estructura de propiedad, organización de su sistema financiero, presencia de inversores institucionales y participación del equipo directivo en la propiedad. Sin embargo, es de mencionar que pese a la diferenciación de dos sistemas de gobierno bien marcados, existen diferencias entre países pertenecientes a un mismo modelo –e.g., Canadá y EEUU- aunque

¹¹ Sin embargo, en el proceso de reformas de los sistemas financieros de cada país se ha marcado un ritmo diferente por lo que se puede observar que en algunos casos se han agrandado las diferencias entre sistemas financieros de países que comparten una base legal común y se han reducido las diferencias entre países con diferentes tradiciones legales.

si bien es cierto que las diferencias más significativas se encuentran entre los modelos de gobierno.

La literatura pionera en estos análisis viene referida al ámbito estadounidense, que como hemos mencionado, viene caracterizado por su marcada orientación al mercado como manera de organizar su actividad financiera y a los mecanismos de control del gobierno de la empresa, así como la especialización en términos de propiedad y administración de la empresa –entorno anglosajón-. En consecuencia con esta apreciación y como veremos en secciones posteriores, la concentración de la propiedad en las empresas se encuentra sumamente diluida en gran cantidad de accionistas que ejercen un control minoritario aunque en el último tiempo la aparición de inversores institucionales ha supuesto una participación sobre el patrimonio más significativa entregando mayores incentivos para el control, formando estructuras de propiedad más concentradas. En contraste del enfoque orientado al mercado, en el ámbito de Europa continental la propiedad y el control de las empresas es más significativo, siendo con mayor frecuencia observar una propiedad más concentrada caracterizada por un férreo control de las empresas por parte de accionistas mayoritarios y una participación más activa de la intermediación en la provisión de recursos financieros y en el gobierno corporativo. Bajo esta fundamentación Himmelberg et al. (2002) conjeturan que la falta de protección al inversor tiende a forzar a los internos a poseer grandes porciones de patrimonio de las empresas que ellos administran, teniendo al mismo tiempo altos niveles de riesgo idiosincrático. Estos altos niveles de riesgo reflejarán al mismo tiempo una mayor prima por riesgo y, por lo tanto, un mayor coste marginal de capital. Los resultados obtenidos por estos autores son consistentes para una muestra de 38 países en donde se encuentra la existencia de una relación negativa entre el grado de protección al inversor y la porción poseída por los internos de la empresa, y una relación positiva entre la propiedad de los internos y el retorno marginal de capital. Adicionalmente, el papel del mercado en el modelo europeo continental en promover la eficiencia en la asignación de recursos es aún más débil pese al gran desarrollo que se ha experimentado en estos últimos años y al rol que desempeñan algunos accionistas dependiendo de su naturaleza (Andrés et al., 2000; Berglof, 1997; Allen y Gale, 2001).

Pese a no ser totalmente cierto, pareciera que el modelo anglosajón viene basado en sistemas de control externo –mercado de control corporativo- dada su manera de asignar los

derechos de decisión a la dirección. Por el contrario, el modelo continental europeo, la participación en la toma de decisiones por parte de los propietarios podría representar un factor que reduzca los problemas de incentivos y costes que se producen en un propiedad dispersa. Sin embargo, surgen otros problemas como una mayor concentración del riesgo, el menor aprovechamiento de la especialización de funciones en caso que se presenten oportunidades de inversión (Burkart et al., 1997), o un problema de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios trayendo consigo una mayor probabilidad de expropiación de riqueza por parte de los primeros (LaPorta et al., 1999). Si bien es cierto que los problemas de agencia inciden de manera distinta en uno u otro modelo de gobierno, no se puede afirmar que estos problemas no se encuentran presentes en estos modelos organizativos y que su acción simultánea de sistemas internos y externos de control permite reducir los costes originados de la propiedad y el control de las empresas.

Por su parte, Dyck y Zingales (2004) sugieren que la protección al inversor genera y destruye oportunidades de expropiación a los inversores externos –acreedores y accionistas minoritarios- por parte de los internos de la empresa –administradores y accionistas controladores-. Esto se origina porque la protección al inversor determina en cierta medida el valor de los beneficios privados de los que pueden disfrutar los internos. De esta manera, dependiendo de la gravedad del conflicto de agencia, la expropiación por parte de los internos puede tomar formas con distintas consecuencias cuyo rango puede ir desde un aprovechamiento personal de los activos hasta un comportamiento derrochador en donde se adopten estrategias de adquisición que destruyan valor (Morck et al., 1990; La Porta et al., 2000). En consecuencia, cuando los inversores observan que sus intereses se encuentran cubiertos por la ley y su cumplimiento a través de los sistemas de gobierno, resulta probable que la demanda de ciertos activos financieros se vea incrementada, facilitando el desarrollo de los distintos sistemas de gobierno. De esta manera, es posible observar que en el modelo anglosajón, generalmente asociado con normas contables y de reportes financieros más rígidas y mercados de capitales más valorables, hay una mayor frecuencia de ofertas iniciales de acciones –gobierno basado en el mercado-, mientras que en el modelo continental europeo, generalmente asociado con una protección de las leyes más fuerte para el intermediario financiero, presentan mercados crediticios de mayor magnitud –gobierno centrado en la banca- (La Porta et al., 2002).

Por lo general, la evidencia empírica también muestra que la estructura de propiedad guarda una fuerte relación con el desempeño y el valor empresarial en países distintos a Estados Unidos. Por otra parte Demsetz y Lehn (1985) argumentan que la propiedad es endógena en donde las empresas adoptarán la estructura de propiedad más apropiada dadas las características de ésta. Si dicho argumento resulta ser cierto, la incertidumbre acerca de una relación existente entre la estructura de propiedad y desempeño empresarial existente en EEUU sugiere que la propiedad es importante y que solo las distintas estructuras de propiedad son más apropiadas para las distintas empresas. Desde este punto de vista, la relación que toma especial relevancia entre propiedad y desempeño en algunos países puede ser por su debilidad de los sistemas legales. En otros términos, ante una fuerte protección al inversor externo, las empresas no se permitirán el lujo de desarrollar sistemas de gobierno óptimos específicos a la empresa por lo que la propiedad concentrada resulta ser una necesidad a pesar del hecho que esto crea a sus propietarios un conjunto de problemas. De acuerdo con esto, Lins (2003) encuentra una relación positiva entre propiedad y desempeño en países con menor protección legal y, en la misma línea, Durnev y Kim (2005) examinan la calidad individual del gobierno de las empresas para una muestra de 26 países utilizando puntuaciones de calidad de gobierno corporativo y encuentran que la calidad del gobierno corporativo en las empresas varía ampliamente entre los países de la muestra, específicamente, empresas con mejores oportunidades de inversión y empresas que confían en mayor medida en la financiación externa presentan una mayor valoración y al mismo tiempo mayores puntuaciones de gobierno. Por su parte, Klapper y Love (2002) examinan el efecto de las características de gobierno en mercados emergentes y encuentran que dichas características cobran mayor relevancia en países cuya protección al inversionista es más débil.

Adicionalmente, en un esquema anglosajón, generalmente las compras hostiles como mecanismo externo de control desplazan a los consejos de administración y a estructuras accionariales mayoritarias, como acontece generalmente en un sistema continental europeo (La Porta et al., 1998). En síntesis, las peculiaridades presentes modelo anglosajón y tratadas en la literatura impide aplicar las mismas hipótesis de estudio en los mismos términos a países con un sistema de gobierno diferente. Por lo tanto, resulta prácticamente imposible replicar fielmente los trabajos realizados principalmente en

Estados Unidos a las economías del entorno continental europeo sin tener en cuenta los comportamientos específicos que tienen los factores institucionales.

Por otra parte, cabe señalar que una determinante de gran importancia al momento de que un controlador tome ventaja por sobre los accionistas minoritario son las normas culturales y sociales por las cuales se rige la sociedad. Un claro ejemplo de esto lo podemos observar en los sistemas legales escandinavos, los cuales son considerados relativamente fuertes a pesar del hecho de que su origen legal es civil. En esta línea, Coffe (2001) señala que los países escandinavos poseen tasas nulas de corrupción y delitos, e hipotetiza que las normas sociales escandinavas pueden desaprobado la expropiación a los accionistas minoritarios. Particularmente, la hipótesis de Coffe (2001) se basa en la importancia de las normas sociales y culturales son de especial importancia ante un sistema social débil, puesto que si comparamos con EEUU en donde existen bajos niveles de expropiación pese a los altos niveles de delincuencia, cabe la posibilidad de intervención en la ley y las normas sociales.

Se encuentra ampliamente aceptado en la literatura el reconocimiento de las diferencias existentes entre los sistemas de gobierno corporativo a través de los países en donde se ha debatido sobre qué sistema es mejor. Puesto que la más temprana evidencia distinta a EEUU fue para Alemania, Japón y Reino Unido, el debate se centró en comparar economías centradas a la banca como el caso alemán y japonés y economías orientadas al mercado como es el caso estadounidense y de Reino Unido. En los noventa, el sistema de gobierno japonés, más basado en las relaciones, era comparado de manera favorable con el de EEUU, basado fuertemente en el mercado. Por un lado, los defensores del sistema japonés lo caracterizaban como un sustituto superior al mercado externo de control y representaba un sistema en donde la dirección de la empresa se encontraba sujeta a una menor presión en el corto plazo desde el mercado. Por el otro lado, los contradictores de dicho sistema argumentaban que era un incentivo para el atrincheramiento directivo puesto que los protegía potencialmente de la disciplina del mercado cuando el valor de la empresa no era incremental.

Desde este punto de vista, Shleifer y Vishny (1997) aciertan al indicar que para lograr un buen sistema de gobierno resulta fundamental una óptima combinación entre

protección legal y ciertas formas de estructura de propiedad concentrada. Shleifer y Vishny (1997) minimizan el debate sobre los sistemas de gobierno en estos países y sugieren que los cuatro poseen buenos sistemas de gobierno. En tanto, la evidencia empírica que analiza el resto de países mencionados ha ido crecido tanto en volumen como en el nivel del debate a través del tiempo. Shleifer y Vishny (1997) argumentan que los países alrededor del mundo sufren una carencia de protección legal al inversor necesaria para desarrollar buenos sistemas de gobierno corporativo. Entonces, mientras exista un margen de variación en la protección legal al inversor existirá al mismo tiempo un grado de reserva sobre qué nivel de protección es requerida para que una economía tenga un sistema de gobierno corporativo eficaz en donde dicha reserva escasamente se encuentra en muchas economías en el mundo. Como apuntan Rajan y Zingales (2000), mientras que los sistemas de gobierno basados en las relaciones puede superar algunos problemas asociados con la falta de protección al inversor, la habilidad de las empresas para aumentar el capital y asignarlo eficientemente está mejor resguardado en sistemas basados en el mercado, enfatizando que estos últimos solo pueden ser efectivos con una gran transparencia y una fuerte protección legal. Por otra parte, Bradley et al. (1999) insisten que los sistemas de gobiernos contractuales como los de EEUU permiten una flexibilidad superior por lo que habilita a las empresas a tener una mayor adaptación al cambio, soslayando el papel fundamental que ha tenido la ley en momentos de tratar aspectos relacionados con la denominada corporación moderna.

Si bien es cierto que en muchos países se han iniciado mejoras relativas a los sistemas de gobierno de la empresa en países en crecimiento para su desarrollo, en el intento de evolucionar hacia mejores niveles de protección legal para el inversor, lo que no queda muy claro es en qué medida ocurre semejante evolución. Por ejemplo, Coffe (1999) hipotetiza, entre otras cosas, que es muy posible que la evolución corporativa siga un camino con una mínima resistencia pese a que, sin embargo, una evolución en las leyes corporativas puede enfrentar muchos obstáculos. De acuerdo a esto, La Porta et al. (1999) y Bebchuk y Roe (1999) conjeturan que los accionistas controladores alrededor del mundo intentarán proteger sus beneficios privados de control, generalmente acompañados por una alta concentración accionarial. Estos accionistas controladores son generalmente gente con un alto grado de influencia dentro de sus respectivas economías, por lo que resulta bastante difícil que ocurra una convergencia de los sistemas de gobierno que tiendan a proteger el

accionista minoritario. En consecuencia, una promulgación de leyes más fuertes traerían consigo una expropiación de valor a los accionistas controladores, por lo que esto tendría como resultado una reacción de dichos accionistas quienes demandarían ser compensados por sus pérdidas.

Bajo una visión política, resulta difícil que ocurra una convergencia de sistemas de gobierno debido al gran número de cambios necesarios en las leyes. Por otro lado, La Porta et al. (2000) ponen de manifiesto lo que ellos denominan convergencia funcional, la que ocurre cuando los inversores y empresas se adaptan con la finalidad de crear un gobierno más fuerte a pesar de la carencia de una estructura legal apropiada. Un ejemplo a esto es el hecho de que los inversores pueden optar por invertir su capital en empresas cuyo domicilio este en regímenes más amistosos para el inversionista. En consecuencia, estas empresas que se domicilian en regímenes menos protectores podrían vincularse a la práctica de un mejor gobierno corporativo vía listarse en regímenes más protectores o siendo adquiridas por empresas que se encuentren en regímenes más protectores para al inversor. En esta línea, Reese y Weisbach (2002) proporcionan evidencia que indica que las empresas de otros países que se listan en EEUU lo hacen para proteger los derechos de los accionistas. Análogamente, Bris y Cabolis (2002) documentan que la ratio Q de Tobin de una industria típicamente crece cuando sus empresas están domiciliadas en países que presentan sistemas de gobierno corporativo fuertes.

Por otra parte, Hansmann y Kraakman (2000) argumentan la existencia de una alta probabilidad de convergencia dirigida a un modelo simple de gobierno afirmando que una forma corporativa básica en la actualidad ya ha alcanzado altos niveles de uniformidad, como es el caso de los enfoques que han adoptado economías en el consenso acerca de que la administración de la empresa debería actuar en el interés de los accionistas en donde este término debería incluir tanto controladores como los que no lo son. Estos autores sugieren la existencia de tres factores que conducen a las economías hacia un consenso: la falla de modelos alternativos, las presiones competitivas del comercio global, y que los accionistas influyentes cambien su mentalidad a favor de una clase de accionistas emergentes. Sin embargo, pese a que el reconocimiento de una convergencia de las prácticas corporativas que ha evolucionado mucho más rápido que la promulgación de leyes corporativas, es de

esperar que a futuro la presión para la existencia de una convergencia legislativa resulte más fuerte y exitosa.

Otro factor importante en el ámbito de lograr una convergencia hacia un sistema orientado al mercado es la transparencia. Perotti y von Thadden (2003) hipotetizan que los acreedores tendrán un menor deseo de transparencia en comparación con los accionistas, puesto que la creencia de que es muy posible que un incremento en la integración financiera y en la competencia en el mercado de productos a nivel global incremente al mismo tiempo los retornos por deducción de información ya que, de este modo, se generarían mayores divulgaciones de información. Como consecuencia, un proceso como este traería consigo una reducción del poder de la banca y una convergencia hacia un sistema financiero orientado al mercado.

Las emisiones de códigos de buenas prácticas alrededor del mundo parecen ser consistentes con una convergencia hacia una estructura anglosajona en términos de la búsqueda de la transparencia de la información en los mercados cada día más globalizados. Por ejemplo, Khanna et al. (2002) analizan una muestra de 37 países para determinar si la globalización está llevando a las empresas a adoptar un conjunto de prácticas corporativas más eficientes y encuentran cierto nivel de convergencia en la legislación a nivel país. Sin embargo, más allá de una convergencia a cualquier sistema simple, los autores encontraron que solo existía una convergencia entre varios países a la par y económicamente independientes, no encontrando evidencia de una convergencia en las prácticas corporativas. Sus resultados sugieren que mientras la el proceso de globalización ha inducido a la emisión y adopción de recomendaciones comunes sobre prácticas de buen gobierno corporativo, dichas recomendaciones parecen no encontrarse aun implementadas.

Sin duda, el tiempo nos dirá en que línea llegará la convergencia de los sistemas de gobierno corporativo alrededor del mundo. Es de presumir que las fuerzas de mercado influirán sobre los términos por los cuales dicha convergencia ocurra pese a que, sin embargo, estas fuerzas no están habilitadas para actuar sin impedimento alrededor del mundo. Sin duda, es probable que una convergencia hacia una mayor protección al inversionista sea la resultante de mayores niveles de inversión y crecimiento, pese a que no queda claro que tan rápido esto ocurra. En relación a una convergencia en otros aspectos

del gobierno corporativo, como la composición del consejo y la estructura de propiedad, resultan evidentes. Finalmente, una amplia convergencia puede verse obstruida por el hecho de no existir un acuerdo en relación a los factores que determinan las estructuras de gobierno optimas para empresas individuales.

2.2.4 Los códigos de buen gobierno corporativo como posible solución

Pese a que en la literatura no se ha definido concretamente lo que se entiende por códigos de buen gobierno, si es posible destacar que estos apuntan a fortalecimiento del gobierno corporativo por medio de una serie de sugerencias adoptadas por los distintos gobiernos con la finalidad de lograr cierto nivel de convergencia internacional. Dichas sugerencias van direccionadas a una optima estructura de los distintos órganos de gobierno y de un comportamiento éticamente correcto de quienes las componen (Azofra, 2004). En esta perspectiva, los códigos de buen gobierno en la teoría se alzan como un elemento primordial en velar por una divulgación de información oportuna y clara de información sobre la empresa, la creación de órganos de la empresa que tengan como misión supervisar las prácticas corporativas y proteger los intereses de los inversores o deberes fiduciarios.

Sin duda, el gran número de códigos que se han emitido internacionalmente hasta la fecha presentan sus diferencias. Sin embargo, surgen dos aspectos que presentan una orientación común en la mayoría de ellos: cuestiones respecto a la información financiera –divulgación- y cuestiones respecto a la información no financiera –consejos de administración y otros aspectos relacionados con los accionistas-. En esta sección, nos enfocaremos a las cuestiones relacionadas con la información financiera, puesto que en secciones posteriores analizaremos los distintos mecanismos de gobierno cuya relación con los códigos de buenas prácticas se centran principalmente en las cuestiones respecto a la información no financiera en sus sugerencias (García Benau y Vico, 2003).

El objetivo de la emisión de los códigos de buenas prácticas es el intento por parte de quienes los emiten de mejorar el gobierno corporativo en circunstancias que la disciplina de los mercados externos y el entorno legal resultan insuficientes para lograr que la administración de la empresa tenga un comportamiento maximizador para la riqueza del accionista.

En un ámbito internacional, los primeros códigos de gobierno comenzaron a extenderse a fines de la década de los ochenta. En 1989, el mercado de valores de Hong Kong emitió su primer *Code of Best Practice, Listing Rules* y en 1991 la asociación Irlandesa de inversores redactó el *Statement of Best Practice on the Role and Responsibility of Directors of Publicly Listed Companies* (López Iturriaga y Pereira, 2006). Sin embargo, en 1992 se publica el Informe *Cadbury* en Reino Unido, el que ha sido uno de los códigos más importantes en el posterior incentivo que han tenido otros países en la emisión de sugerencias del buen gobierno corporativo.

En cuanto a los organismos encargados de emitir estos códigos de gobierno, estos se pueden clasificar en seis categorías en función al tipo de organismo: bolsas de valores –e.g., SEC, CMNV, TSX-; el estado –gobierno de la nación o ministerios relacionados-; asociaciones de directivos –*Institute of Directors* en la República Sudafricana-, asociaciones de profesionales –*Hong Kong Society of Accountants*- y asociaciones de inversores –*Investment and Financial Services Association Limited* en Australia-.

En el caso estadounidense, a continuación del colapso de Enron y otros fraudes contables y escándalos corporativos que involucraron a firmas tales como Worldcom, Global Crossing, Adelphia y Tyco, y a la luz de la caída de Arthur Andersen, una de las cinco firmas más grandes de auditoría, es que la autoridad tomó la iniciativa de emitir una serie de normas relacionadas con el gobierno corporativo. El caso de Enron, que en solo quince años pasó de ser una pequeña empresa de gas en Texas a la compañía más grande de EEUU y a estar implantada en más de cuarenta países. Su compleja estructura organizativa consistía en un entramado de más de tres mil sociedades, lo que dificultaba sobremanera las labores de auditoría y control y, en cambio, facilitaba la manipulación de beneficios y el maquillaje de estados financieros. La exhaustiva investigación realizada por la *Securities and Exchange Commission*, varias comisiones del Congreso, el Departamento de Justicia de Estados Unidos y el *Federal Bureau of Investigation* –FBI- desveló un fraude de más de 35.000 millones de dólares, concluyó con el procesamiento del presidente ejecutivo y del responsable de finanzas de la empresa y del auditor jefe y el presidente ejecutivo de la auditora Arthur Andersen que, indirectamente, trajo consigo la desaparición de esta última. No muy distinto ha sido el caso de Worldcom, que logró ser la segunda operadora de

telefonía de larga distancia en EE.UU. y cuyo director financiero, así como los responsables del departamento de contabilidad fueron acusados y condenados por manipulaciones contables próximas a los cuatro mil millones de dólares. Como consecuencia de estos sucesos, es que el 2002 a manos del propio presidente Bush se firmó el *Sarbanes-Oxley Act* –SOX- en el intento de erradicar los fraudes contables y malos actos por parte de los administradores de las empresas y así restablecer la confianza que los inversores han puesto en el mercado. Consecuentemente, el SOX representa el más profundo de los conjuntos de leyes referentes al gobierno corporativo en EEUU desde la emisión de las leyes federales del mercado de seguros promulgados en la década de los treinta. En esta línea, tanto el *New York Stock Exchange* -NYSE- como el *Nasdaq National Market* -Nasdaq- revisaron en seguida sus respectivas normas de gobierno corporativo en donde todas las empresas listadas en estos dos mercados de valores deben cumplir obligatoriamente con los requerimientos entregados bajo el SOX y bajo las revisiones de su respectivo mercado de valores.

En el caso de Canadá, las empresas transadas públicamente han estado sujetas a estrictas normas y directrices en relación al gobierno corporativo. La serie de iniciativas en el ámbito de gobierno de la empresa se encuentran motivadas en gran medida por los grandes escándalos corporativos en Estados Unidos y Canadá –e.g., Bre-X Minerals Ltd., Livent Inc., YBM Magnex International, Cinar Corp. Y VisuaLabs Inc.-. Puesto que muchas empresas canadienses cuentan con el mercado de capitales estadounidense, los cambios radicales en las regulaciones y prácticas del gobierno corporativo en este país también han tenido un impacto significativo en Canadá. El énfasis más significativo puesto en el gobierno de la empresa en Canadá se remonta a 1995, cuando el *Toronto Stock Exchange* –TSX- adopta un código de buenas prácticas corporativas que contenía cuarenta sugerencias haciendo obligatorio que las empresas listadas reportasen anualmente sus buenas prácticas corporativas comparándolas con las cuarenta sugerencias ¹²(Labelle, 2002; Park y Shin, 2004). En el 2001, la *Joint Committee on Corporate Governance* establece a través del TSX, la *Canadian Venture Exchange* y el *Canadian Institute of Chartered Accountants* –CICA- un reporte con nuevos objetivos por parte TSX. Posteriormente, en el

¹² Entre estas cuarenta sugerencias se encuentran la publicación de la responsabilidad del consejo, su independencia y la independencia de los sub-comités, como también la funcionalidad y eficiencia del consejo.

2003, en respuesta de la emisión de la SOX en EEUU, los legisladores canadienses adoptan un conjunto de reglas sobre el gobierno corporativo similares a las contenidas en la SOX, el SEC y otras normas de varios mercados de capitales. De esta manera, los reguladores del mercado de valores canadiense creen que resulta fundamental que las empresas transadas públicamente estén sujetas a normas tan estrictas como en los mercados estadounidenses pero diseñados para el mercado de capitales canadiense. Otras medidas adoptadas en Canadá como miembro de la comunidad financiera de Norte América, son las implementaciones en el 2004 del *National Instrument 58-101 (Disclosure of Corporate Governance Practices, NI 58-101)*, el *National Policy 58-201 (Corporate Governance Guideline, NP 58-101)* y el *Multilateral Instrument (Audit Committes, MI 52-110)*, en donde todas las firmas sujetas al Toronto Stock Exchange (TSX) están sujetas a estos nuevos requerimientos en torno al gobierno corporativo.

Pese a la similitud en las leyes en Canadá y Estados Unidos son sustancialmente similares, en el primero de estos países no existe una comisión del mercado de valores centralizada, por lo que las leyes son aplicadas a un nivel territorial y provincial (Rosen, 1995). En consecuencia, cualquier compromiso nacional en relación al gobierno de la empresa debe tener un apoyo fuerte por parte de las provincias más grandes. Sin embargo, resulta de mayor relevancia sus respectivos enfoques en la regulación. Bajo el enfoque canadiense, que está basado en los principios –a excepción de la regulación obligatoria sobre las comisiones de auditoría-, las empresas deben hacer pública la información acerca del cumplimiento de las buenas prácticas sugeridas en donde dichas prácticas se encuentran bajo un enfoque de una forma tipo “cumpla o revele”. Por el contrario, el enfoque estadounidense se encuentra basado en las reglas y viene orientado hacia un cumplimiento estricto y obligatorio de la legislación y de los requerimientos de los mercados de valores, con un mayor énfasis en la aplicación de la regulación más que de un cumplimiento voluntario. Adicionalmente, es de destacar que enfoques basados en los principios han adoptado los mercados del Reino Unido, Europa continental y Australia.

En el ámbito europeo, no hace falta remontarse en el tiempo para evocar escándalos como el caso de Parmalat, que sin duda ha sacudido a la opinión pública generando desconfianza en los inversores. Esta multinacional italiana, cuya propiedad se hallaba

altamente concentrada en manos de su presidente y principal accionista, presentaba un diseño organizativo en el que Calisto Tanzi gozaba de un poder casi absoluto de decisión sin necesidad de contar con el consejo de administración. Las supuestas reservas de 3.950 millones de euros depositados en las Islas Caimán se transformaron en unas deudas no contabilizadas por un valor de 11.000 millones de euros y alimentaron un sentimiento de estafa en cerca de 115.000 inversores. Este escándalo, también afectó a empresas auditoras como Deloitte & Touche y Grant Thornton o bancos como Citigroup cuyo buen nombre ha quedado de alguna manera mancillado. Como consecuencia a estos hechos, la importancia que ha tomado el velar por la transparencia de los mercados si ha visto plasmada a través del gran esfuerzo puesto por reformar el gobierno de las empresas listadas en los mercados. En el último tiempo, en los estados pertenecientes a la Unión Europea se han promulgado 33 códigos de buen gobierno, siendo redactados por gobiernos o entidades públicas y por comisiones creadas en concordancia con las bolsas de valores o asociaciones empresariales.

Adicionalmente, al igual que las empresas europeas, las empresas canadienses suelen tener un entorno corporativo en donde existe un porcentaje significativo de empresas transadas públicamente que poseen un accionista controlador en comparación con EEUU (La Porta et al., 1999). Dichos accionistas tienen un incentivo natural para ser representados por medio del consejo de administración por lo que la importancia de los miembros del consejo se ve incrementada en términos de su óptima definición de independencia. Sin embargo, al igual que en Europa, existe una gran cantidad de empresas transadas públicamente que son relativamente pequeñas cuya capacidad de atraer directores independientes es limitada. De esta manera, para este tipo de empresas, el cumplimiento de un conjunto estricto de normas del gobierno corporativo puede traer consigo consecuencias relacionadas con agobios financieros y administrativos.

El contenido de las normas y códigos pueden ser clasificados dentro de una variedad de categorías que abarcan desde el conjunto de normas relacionadas con la certificación del *CEO* y del *CFO* por medio emisión de información trimestral y anual, como también por medio de una adopción de un control adecuado de la información que se revela y de los procedimientos que entregan una seguridad razonable acerca de la información requerida por el mercado. Sin duda, la calidad de la información financiera depende en gran medida

de la robustez de las normas de presentación de informes, en donde se destaca especialmente los procedimientos de preparación y presentación de la información financiera. En la mayoría de los casos, las normas para la presentación de información figuran en los principios contables generalmente aceptados reconocidos en el país de origen de la empresa emisora de la emisión financiera. Por ejemplo, la norma correctora del SEC sostiene que toda emisión de información necesita su control interno que entregue una seguridad razonable que asevere que los estados financieros se encuentran completamente presentados de acuerdo a los principios contables generalmente aceptados¹³ (GAAP). Al mismo tiempo, en estos últimos años hemos asistido a una convergencia cada vez mayor hacia una serie de normas de presentación de informes financieros ampliamente reconocidos y que no pertenecen o necesitan necesariamente una única jurisdicción. Un ejemplo de esto, es la emisión de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) aprobadas por la junta Internacional de Normas de Contabilidad (IASB) y, las Normas Internacionales de Contabilidad en Europa (NIC), que proporcionan una base ampliamente reconocida a este respecto.

En este sentido, la gran mayoría de códigos de buen gobierno, con la inclusión de los principios de la OCDE y de la ICGN, las directrices CACG, el informe Cadbury y el King II, entre otros, han puesto de manifiesto la preocupación respecto a la información que las empresas deben emitir sobre sus resultados financieros y operacionales, especificando que es el consejo de administración quien debe proporcionar a los accionistas y otros grupos interesados en la empresa la información sobre los resultados financieros y operacionales de la empresa con la finalidad de habilitarlos para poder comprender a cabalidad todo lo concerniente a la actividad, la situación actual y las oportunidades de inversión para su futuro desarrollo.

Otra cuestión no menos importante es en lo tocante a la transparencia en las transacciones con empresas vinculadas, en donde las empresas deberían dar a conocer las más importantes. Una gran cantidad de accionistas y partes interesadas en la empresa desean recibir la información necesaria que ayude a determinar si el comportamiento de la

¹³ El 2005, los administradores del mercado de valores canadiense publicaron una guía llamada “*Reporting on Internal Control over Financial Reporting*” en donde el propósito de los instrumentos de control internos requerirán que los directivos evalúen su efectividad en el control interno de los reportes financieros. Este instrumento es esencialmente el mismo que en los requerimientos impuestos en la sección 404 del Sarbanes-Oxley y las normas relacionadas con el SEC.

administración de la empresa se encuentra acorde los intereses de todos los accionistas y el resto de partes interesadas, y no sesgada en una maximización de utilidad indebida a otras empresas vinculadas (Gonzalo Angulo, 2002). En el intento de evitar estos comportamientos, es que la mayoría de las normas nacionales para la presentación de los estados financieros, incluyendo las *NIIF* y las *NIC*, exigen la publicación de información detallada al respecto. Pese a estas legislaciones, existen casos en donde los requisitos de presentación de los informes financieros resultan ser menos estrictos, por lo que generalmente los códigos de buen gobierno corporativo sugieren que el consejo de administración debería al menos emitir la información considerada como práctica óptima. Esta información abarca desde las transacciones importantes con las empresas vinculadas y los tipos de relaciones entre las empresas vinculadas cuando existe control, la información sobre la naturaleza, el tipo y los elementos de las transacciones entre empresas vinculadas, hasta la información sobre las relaciones entre empresas vinculadas cuando existe control corporativo. Finalmente, los códigos también sugieren que se debería incluir el conocimiento del proceso por el cual las decisiones son adoptadas para aprobar las transacciones de las empresas vinculadas y, en consecuencia, los miembros del consejo y de la dirección de la empresa deberían comunicar la existencia de vínculos e intereses privados que pueden influir en las transacciones o en otros asuntos que afecten a la empresa.

Por otro lado, desde una perspectiva cualitativa, para asegurar que las buenas prácticas corporativas se lleven a cabo, tanto la legislación como los códigos de buen gobierno han puesto su énfasis en las características de organización de las estructuras internas de la empresa. Específicamente, parece ser que un elemento fundamental del debate gira en torno a la comisión de auditoría, su independencia, conocimiento financiero y experticia. Particularmente, las leyes y códigos de buen gobierno apuntan a que las empresas debieran tener comisiones de auditoría con una independencia total y con un profundo conocimiento financiero. En consecuencia, el énfasis en aspectos como la experticia y el conocimiento de todo comité debiera ser publicado con la finalidad de que los distintos inversores e interesados en la empresa puedan emitir su propio juicio respecto a estos factores. Adicionalmente, existen otras sugerencias que describiremos posteriormente que se encuentran en concordancia con el funcionamiento del consejo de

administración y sus comisiones delegadas –especialización de funciones, frecuencia de reuniones, dualidad de mando, rotación de consejeros, edad de los consejeros, evaluaciones de eficiencia y aplicación de códigos éticos-.

Finalmente, otro conjunto de reglas y sugerencias viene relacionado con el proceso de auditoría, cuya finalidad es el superentender la profesión del auditor y asegurar una independencia total de los auditores externos. Entre las principales líneas de acción de estas normas se encuentra la prohibición a los auditores de realizar otros servicios no relacionados con el proceso de auditoría, la rotación de los auditores externos, y otras cuestiones relacionadas con la ética profesional del auditor.

Sin duda, la importancia relativa que tengan las normas y los códigos, juntos con las distintas reformas a los sistemas financieros a nivel mundial, es el buscar una convergencia en las practicas corporativas ante un escenario mundial cuyos mercados financieros se encuentran cada vez más integrados y globalizados y en donde el tiempo nos mostrará la existencia de una real convergencia en las practicas corporativas.

2.3 Control corporativo y discrecionalidad contable

La distribución del control corporativo tiene potenciales repercusiones sobre los incentivos de los distintos accionistas para extraer beneficios privados y, por ende, sobre la discrecionalidad en materia contable en la empresa familiar. En este tipo de compañías existe el riesgo de un posible uso intencionado de la información contable por parte de los accionistas familiares internos para orientar la gestión de la empresa en su propio beneficio y, por tanto, para expropiar riqueza correspondiente a los accionistas externos.

Tales situaciones surgen debido a las ventajas informativas con que cuentan los directivos y los accionistas internos no sólo sobre la situación actual y perspectivas de la empresa sino también sobre su propia actuación e implicación en la creación de valor. Surge así la necesidad de proveer de una información veraz a los mercados con el fin de limitar la discrecionalidad directiva, atenuar las asimetrías informativas y facilitar elementos de referencia que permitan una valoración más apropiada de la empresa. Entre los procedimientos para aportar esta información se encuentran los estados financieros, con

los que se supone que la empresa trata de ofrecer una imagen fiel de su situación (Parte y Gonzalo Angulo, 2009).

A pesar de que inicialmente los estados financieros responden a esa intención, cabe una utilización desvirtuada de los mismos modificando de alguna manera su utilidad y orientándolos en interés de algún grupo de *stakeholders*. Una de las posibles formas de intervención sobre esta información es la denominada gestión del resultado, entendida como la alteración del resultado contable en función de los intereses de la dirección (Dechow et al., 1996; Dechow y Skinner, 2000). Son muy variadas las formas que puede revestir la gestión del resultado, tales como la modificación de métodos contables, los criterios de valoración de existencias, las partidas extraordinarias (Beattie et al., 1994), los gastos en I+D (Bange y DeBondt, 1998) o los ajustes por devengo (Bannister y Newman, 1996; DeFond y Park, 1997). Pero, a pesar de la pluralidad de prácticas contables disponibles, son tres los principales métodos de análisis de gestión del resultado: el estudio de los ajustes por devengo agregados (Jones, 1991), los ajustes por devengo específicos (Petroni, 1992) y el estudio de la distribución de la cifra de resultados (Burgstahler y Dichev, 1997; Gallén y Giner, 2005; Gonzalo Angulo y Parte, 2005). Las divergencias entre la corriente de beneficios y la corriente de flujos de caja hace preciso introducir algunos ajustes contables para mejorar la información de los *cash flow* y, en pura teoría, los ajustes por devengo responden al intento de mejorar la calidad contable (Barth et al., 2001; Francis y Krishnan, 1999; Hansen y Noe, 1998).

Ahora bien, cabe una utilización interesada de esos ajustes para favorecer la función de utilidad de ciertos grupos de interesados, por lo que es conveniente distinguir qué parte de los ajustes por devengo corresponde a cada uno de los motivos o, usando otra terminología, qué parte son ajustes normales o no discrecionales y qué parte resultan ajustes anormales o discrecionales (Dechow et al., 1995; Peasnell et al., 2000). Mientras que el componente no discrecional tiene por objetivo mejorar la calidad de la información contable, el elemento discrecional obedece a las motivaciones discrecionales de los directivos. Esta dicotomía de motivos conduce también a diferentes elementos determinantes de unos y otros. Mientras que los ajustes no discrecionales responderán probablemente a motivos ligados con las operaciones habituales de la empresa, los ajustes

discrecionales dependerán de los incentivos y capacidad de los directivos para modificar la contabilidad.

Se explica así que el estudio de la discrecionalidad contable se haga vinculado al gobierno corporativo en cuanto que este último limitará o facilitará la posibilidad de gestión del resultado (Gill de Albornoz y García Osma, 2005; Jiambalvo et al., 2002). Esta es la óptica adoptada por nosotros por cuanto nos planteamos la relación existente entre la estructura de propiedad y de control de las empresas familiares y las prácticas de gestión del resultado en las mismas.

Las coordenadas básicas de referencia en este caso vienen dadas por la posibilidad de una utilización discrecional de la cifra de resultados por parte de los accionistas que ejercen el control de la empresa. En este sentido, dichos intereses podrían orientarse hacia la reducción de la cifra de beneficios con el fin de, por ejemplo, recortar el reparto de dividendos a la vez que se extraen beneficios privados mediante otras fuentes de ingresos, mediante relaciones laborales privilegiadas o mediante el mantenimiento de relaciones comerciales con empresas situadas en la órbita de los intereses familiares (DeAngelo y DeAngelo, 2000). Por el contrario, cabe también justificar una modificación contable al alza de los beneficios para lograr mejores retribuciones vía dividendos con menoscabo de otras necesidades corporativas.

Todo ello configura un cuadro de relaciones que nos llevan a tratar con más detalle la influencia de los sistemas legales en las prácticas contables y como estas diferencias en los entornos influyen a las decisiones de manipulación del resultado. Y desde esta perspectiva resulta más adecuado analizar en cada entorno el papel que el consejo de administración y los principales accionistas desempeñan en materia de discrecionalidad contable.

2.3.1 La influencia de los sistemas legales y los problemas de gobierno corporativo en las prácticas contables.

Los distintos mercados de capitales alrededor del mundo, representan un aspecto crítico en el entorno institucional de la empresa, determinando en sí el rol que desempeñan los beneficios contables –e.g., importancia relativa en la resolución de problemas de información asimétrica y en la comunicación de información a partes externas-. En tal

sentido, Ball et al. (2000) muestran como la existencia de diferencias en la demanda de los beneficios contables en distintos contextos internacionales provoca que sus propiedades varíen entre los diversos países. Estos autores destacan propiedades de los beneficios contables como el tiempo oportuno en que son emitidos y el nivel de conservadurismo¹⁴. Por un lado, el concepto de beneficio oportuno se puede argumentar como el grado en el cual los beneficios contables de un periodo incorporan los beneficios económicos de dicho periodo y, por otro lado, el conservadurismo, entre algunas definiciones, se encuentra definido de acuerdo a Basu (1997) como el grado por el cual los ingresos contables de un periodo incorporan asimétricamente las pérdidas económicas en relación a las ganancias económicas. De acuerdo con esta definición, Ball et al. (2000) sugieren que estas características de los beneficios capturan en su conjunto la gran parte del conocido concepto de transparencia de los beneficios contables y de los estados financieros. De esta forma, en comparación con aquellos sistemas que permiten que las pérdidas económicas se reflejen gradualmente en los ingresos a través del tiempo, la incorporación oportuna de las pérdidas económicas en los ingresos crea incentivos para contener dichas pérdidas más rápidamente. Adicionalmente, puesto que los ingresos contables fluyen en las cuentas del balance, el conservadurismo como se ha definido hace que las restricciones de endeudamiento y dividendos se vinculen más rápidamente, hace que la información optimista no contable de los directivos resulte ser menos creíble para usuarios más informados. De esta manera, la contabilidad más conservadora facilita el monitoreo a la dirección, a la deuda y a otros contratos, representando una característica fundamental dentro del proceso de gobierno corporativo.

En países de ley civil, generalmente la fuerza relativa que tiene el proceso político en la contabilidad ocurre a un nivel tanto nacional como de empresa en donde los gobiernos establecen y ejecutan las normas contables típicamente con la representación de grupos políticos grandes como sindicatos, bancos y asociaciones de empresarios. A un nivel de empresa, el proceso político por lo general lleva a un modelo de gobierno por parte de los *stakeholders*, involucrando a los agentes que poseen los mayores grupos contractuales en la empresa. De esta manera, los ingresos contables del periodo tienden a ser vistos como la

¹⁴ Se utiliza “tiempo oportuno” para el término anglosajón “*timeliness*”, ya que su traducción literal es oportunidad u oportunismo y puede causar confusión con el concepto de discrecionalidad directiva más que con el concepto de un evento en el tiempo.

tarta a ser dividida entre estos grupos –e.g., dividendos a los accionistas, impuestos al gobierno, y bonificaciones a la dirección e incluso a los empleados-. A diferencia de los países de ley común, en los países de ley civil la demanda de los beneficios contables se encuentra más influenciada por las preferencias de pago a los trabajadores, acreedores y gobierno, y menos influenciada por la demanda de una divulgación pública. Puesto que estos grupos de interés constituyen el gobierno de la empresa, la comunicación de los internos a la empresa soluciona en gran medida los problemas de asimetrías informativas entre la dirección y sus *stakeholders*. Adicionalmente, asumiendo que estos grupos penalizan la variabilidad en los pagos y, en consecuencia, en los beneficios, resulta posible argumentar que las normas contables en los países de ley civil entregan una mayor discrecionalidad a la dirección para poder decidir el momento en el cual las ganancias y pérdidas económicas son incorporadas en los beneficios contables. Como consecuencia, esto habilita a la dirección a reducir la variabilidad de los beneficios contables de acuerdo a las normas contables o influenciando las decisiones operativas, de financiación e inversión –e.g., postergando gastos discrecionales como de investigación y desarrollo en años de mal desempeño-.

Por el contrario, en un modelo de gobierno de los accionistas, típico en países de ley común, los pagos se encuentran menos relacionados al periodo de los ingresos contables, y la divulgación pública es una de las soluciones más factibles al problema de información asimétrica. En contraste con el proceso politizado de los países de ley civil, las propiedades deseables de los beneficios contables en países de ley común están determinadas principalmente en la divulgación de la información contable al mercado. De esta manera, es primordial que en dichas propiedades se incluya una incorporación oportuna de las pérdidas económicas –beneficios conservadores-.

En relación a la evidencia empírica, el contenido informativo que tienen los beneficios es difícil de medir puesto que un desempeño económico real es prácticamente imposible de observar. En consecuencia, las investigaciones en contabilidad internacional a menudo se han centrado en la dimensión conservadora de la calidad contable como, por ejemplo, en el grado en el cual las pérdidas son incorporadas en los beneficios a través del tiempo (Ball et al., 2000; Ball et al., 2003; Ball y Shivakumar, 2005; Bushman y Piotroski,

2006; Peek et al., 2006). Un resultado central de estas investigaciones es que los beneficios contables en países de ley común son significativamente más oportunos que en países de ley civil debido a que los primeros generalmente incorporan más rápidamente las pérdidas económicas –ingresos conservadores-. De esta manera, es más probable que los problemas de información asimétrica sean resueltos en países de ley civil vía otras características institucionales en comparación con estados financieros oportunos y conservadores, ya que existen generalmente relaciones más cercanas con la mayoría de los *stakeholders*. A diferencia de Roe (1994), Ball et al. (2000) concluyen que las normas de divulgación mejoradas para los países de ley común reducen significativamente los costes de agencia que surgen del monitoreo a la dirección, neutralizando la ventaja de una relación más cercana entre accionistas y directivos como ocurre en países de ley civil.

Como hemos mencionado, las diferencias institucionales existentes representan un claro incentivo para divulgar información al mercado por parte de la dirección de la empresa. Adicionalmente, el reconocimiento de que las normas contables proveen una discrecionalidad a la dirección de las empresas al momento del proceso de preparación de los estados financieros ejercerá cierta influencia del cómo los internos utilizan criterios discrecionales al momento de emitir información, resultando crucial al momento de medir la calidad de la información contable y en sus propiedades de tiempo oportuno y conservadurismo. En tal sentido, existe un claro consenso en el ámbito contable acerca de los incentivos existentes por parte de quienes controlan las empresas para interpretar los números contables y manipular los beneficios (Healy y Wahlen, 1999), lo que puede llevar a una variedad de consecuencias sobre los precios de las acciones y otras cuestiones contractuales –e.g., mejoras salariales de los directivos basadas en números contables, cuestiones relacionadas con la reputación y ética de la dirección-. De esta manera, Merchant y Rockness (1994) argumentan que la interpretación discrecional de la información contable es probablemente uno de los problemas más importantes relacionados con la ética en la profesión contable.

Una argumentación lógica en esta discusión es que quienes administran las empresas tendrán incentivos para ocultar sus beneficios privados de control a los externos puesto que si dichos beneficios son detectados, los externos probablemente tomaran

medidas disciplinarias en su contra (Zingales, 1994; Shleifer y Vishny, 1997). Como consecuencia a esto, es probable que los accionistas controladores o directivos tengan los incentivos necesarios para manipular la información y los beneficios contables en orden de enmascarar el verdadero desempeño empresarial y así esconder sus beneficios privados de control a los externos. Un ejemplo de esto es que los internos pueden tener incentivos para utilizar la gestión de los beneficios con la finalidad de crear reservas para periodos futuros en donde no existe bonanza económica, haciendo al mismo tiempo que los beneficios reportados sean menos variables en el tiempo. En otras palabras, quienes administran las empresas intentan enmascarar sus beneficios privados de control reduciendo la probabilidad de una intervención externa vía manipular los niveles y variabilidad de los números contables reportados.

Desde una perspectiva internacional de gobierno corporativo, los sistemas legales cumplen un rol de protección de los inversores, entregando derechos para disciplinar a los administradores de las empresas como, por ejemplo, en el cumplimiento de los contratos diseñados para limitar los beneficios privados de control de los internos, ejecutando las leyes y desarrollando sistemas óptimos de gobierno (Nenova, 2003; Claessens et al., 2002). El resultado de esto viene plasmado en la protección efectiva del inversor proporcionada por los sistemas legales trayendo consigo una reducción de la necesidad y de los incentivos que tienen los internos para ocultar sus actividades.

De acuerdo a tales argumentos, Leuz et al. (2003) sugieren que las manipulaciones contables son más graves en países donde la protección legal al inversor es más débil puesto que generalmente en estos países quienes administran las empresas gozan de mayores beneficios privados de control teniendo así incentivos más poderosos para ofuscar el desempeño verdadero de la empresa. Estos autores distinguen tres tipos de países en sus análisis de los niveles de gestión del beneficio contable: (1) economías externas con grandes mercados de capitales, propiedad dispersa, fuertes derechos al inversor, y una fuerte ejecución de las leyes –e.g., EEUU, Canadá y Reino Unido-; (2) economías internas con mercados de capitales menos desarrollados, propiedad concentrada, unos derechos al inversor débiles pero una fuerte ejecución de las leyes –e.g., Alemania y Suecia-; y, (3) economías internas con una débil ejecución de las leyes –e.g., Italia, Francia y España-.

Dicha clasificación se encuentra bastante cercana a la que viene argumentada por el origen legal ofrecida en literatura previa (La Porta et al., 1997; Ball et al., 2000). Los resultados obtenidos por estos autores muestran la existencia de diferencias significativas en los niveles de manipulación contable a través de los entornos institucionales en donde aquellas economías externas con una efectiva ejecución de las leyes muestran menores niveles de manipulación contable en comparación con economías internas con niveles más bajos de ejecución de las leyes. Esto significa, en líneas generales, que aparentemente las manipulaciones contables son menores en economías con grandes mercados de capitales, propiedad dispersa, mayores derechos del inversor y una ejecución de las leyes efectiva y fuerte.

La investigación de Leuz et al. (2003) provee distintas restricciones para el entendimiento de la manipulación contable en términos internacionales. En primer lugar, los niveles de gestión de los beneficios contables son difíciles de medir puesto que se puede manifestar de diversas maneras, es por ello que los autores tratan esta cuestión incorporando distintas medidas que aproximan la gestión de los beneficios obteniendo resultados consistentes a través de todas las medidas. Sin embargo, dichas medidas pueden resultar contingentes al momento de capturar apropiada y consistentemente las prácticas de gestión del beneficio de una empresa en el ámbito internacional. En segundo lugar, es de reconocer que la existencia de otras características institucionales relacionadas con la protección al inversor también puede influir en los incentivos de manipular los beneficios contables por parte de los internos debido a que como los factores institucionales son generalmente complementarios, resulta difícil controlar completamente el impacto potencial de otros factores y aislarlos del efecto directo que produce la protección al inversor¹⁵.

Finalmente, también es de destacar que, ante tenencias constantes de beneficios privados de control, una mayor protección al inversor puede potencialmente incentivar a realizar prácticas de manipulación contable debido a que los internos tendrán mayores incentivos para esconder sus beneficios de control en situaciones en las cuales pueden ser

¹⁵ La existencia de factores complementarios generalmente hace que surja la preocupación por problemas de endogeneidad. Sin embargo, como la relación entre factores institucionales resulta extremadamente difícil de modelar, es probable que las interacciones endógenas sigan existiendo.

gravemente penalizados. Sin embargo, pese a el reconocimiento del efecto potencial que pueden tener estas penalizaciones, la evidencia empírica sugiere un dominio de las diferencias internacionales en términos de beneficios de control, lo que llevaría a que prevalezca una relación negativa entre protección al inversor y la manipulación de los beneficios contables.

Por su parte, Burgstahler et al. (2006) examinan empíricamente la importancia de los incentivos para divulgar información contable por medio de las características generales de los sistemas legales, explorando una posible interacción entre las fuerzas de mercado y las variables institucionales que presentan cierto potencial como para diferenciar las empresas publicas entre países de la Unión Europea.

Teniendo en cuenta que la legislación resulta un tanto inefectiva sin su ejecución apropiada, Burgstahler et al. (2006) examinan cuatro factores institucionales:

- (1) el grado de alineamiento entre el sistema financiero e impositivo,
- (2) las diferencias existentes en las normas contables,
- (3) regulación de los mercados y protección al accionista minoritario, y
- (4) la estructura y actividad de los mercados de capitales.

En primer lugar, Ball et al. (2000) hipotetizan que la relación entre contabilidad financiera y la contabilidad impositiva puede cumplir un rol importante e influir en las decisiones de divulgar información por parte de la empresa¹⁶. En especial, una relación más cercana entre beneficios reportados e ingresos imponibles puede confundir los incentivos para divulgar el verdadero desempeño económico de la empresa (Alford et al., 1993). De tal manera, se genera una especie de *trade-off* en relación a la cantidad de contenido informativo que se perdería en casos de que el objetivo sea minimizar impuestos.

Sin embargo, generalmente en las empresas transadas públicamente los incentivos para sacrificar el contenido informativo son menores. En segundo lugar, las normas contables son diseñadas para generar beneficios más oportunos e informativos por lo que,

¹⁶ Evidencia puede encontrarse en Coppens y Peek (2005).

en principio, las normas que permiten la utilización de *accruals* deberían tener un efecto positivo en el contenido informativo de los beneficios reportados. Sin embargo, aquellas normas contables que hacen que la utilización de *accruals* sea mayor, entregarán al mismo tiempo mayores incentivos para ejercer la discrecionalidad por parte de las empresas.

En consecuencia, el efecto que tengan las normas contables sobre la utilización de *accruals* dependerá tanto de los incentivos que tenga la empresa para divulgar información al mercado y de que niveles permitan dichas normas la utilización de una contabilidad basada en *accruals*.

En resumen, aquellas normas contables más rígidas en el uso de *accruals* vendrán asociadas a menores niveles de manipulación del beneficio contable en las empresas. En tercer lugar, las reglas de divulgación en el mercado de valores y su cumplimiento hacen más difícil que las empresas utilicen una manipulación del beneficio contable, generando así incentivos para revelar el desempeño económico.

De esta manera, mercados con fuertes reglas que protegen al inversionista minoritario facilitan el financiamiento a través de los mercados y, por lo tanto, es de esperar que la gestión de los beneficios contables se vea reducida. Finalmente, en cuarto lugar, es de considerar dos aspectos importantes de la estructura de los mercados de capitales: el grado de orientación del sistema financiero –banco o mercado- y el grado de desarrollo financiero. Por una parte, los sistemas financieros basados en el mercado confían más en la financiación libre, generando una demanda para una mayor calidad en los estados financieros, lo que vendría asociado a menores niveles de manipulación contable. Por el otro lado, los sistemas basados en la banca tienden a afianzar las relaciones para la financiación, lo que lleva a que mayores niveles de información sean comunicados de manera privada, en vez de a través de los estados financieros (Bushman y Piotroski, 2006).

En general, el análisis que la literatura ha realizado respecto a dichas interacciones sostiene la idea de que las fuerzas de los mercados de capitales mejoran sustentablemente el contenido informativo de los beneficios reportados. En esta línea, los resultados obtenidos por Burgstahler et al. (2006) sostienen que las instituciones designadas para facilitar la financiación por patrimonio de manera libre en los mercados de capitales públicos, la

protección al inversionista minoritario y los requerimientos para la divulgación de información, se encuentran asociados a menores niveles de manipulación contable para las empresas transadas públicamente, sugiriendo así que los mercados e instituciones se refuerzan unos con otros. En síntesis, en aquellos países con mercados de capitales grandes y altamente desarrollados, las empresas transadas públicamente generalmente engranan en menores niveles de manipulación del beneficio contable, reforzando la idea de que los mercados de capitales fuertes y desarrollados mejoran el contenido informativo de los beneficios reportados.

En conclusión, los aportes de Leuz et al. (2003) y Burgstahler et al. (2006) resultan fundamentales para el entendimiento del gobierno corporativo internacional, puesto que amplían la literatura de gobierno corporativo en el rol de la protección legal para el desarrollo de los mercados financieros, estructura de propiedad y beneficios privados de control (Shleifer y Vishny, 1997; La Porta et al., 2000), ya que incorporan una perspectiva de análisis de la calidad de la información financiera entregada a los externos a la empresa en donde el nivel de protección legal determina endógenamente dicha calidad de la información entregando un nuevo entendimiento acerca de cómo la protección legal influye sobre los conflictos de agencia entre inversores externos y controladores de la empresa. En resumen, una débil protección legal pareciera tener como resultante reportes financieros de menor calidad, lo que probablemente quebranta el desarrollo y alcance de los mercados financieros.

2.3.2 El papel del consejo de administración en la gestión de resultados

2.3.2.1 La importancia del consejo de administración en la empresa

El consejo de administración es un elemento clave en el estudio del gobierno corporativo dado que es el que constituye la primera línea de defensa al momento de representar los intereses de los accionistas ante la existencia de actuaciones de la dirección con objetivos distintos al de los accionistas, implicando la supervisión y validación de las decisiones corporativas más importantes (Fama, 1980; Johnson et al., 1996).

Es bien reconocido de manera global que la denominada gran empresa moderna posee un consejo de administración que existe principalmente para contratar, despedir e

incluso fijar la compensación de la dirección ejecutiva (Baysinger y Butler, 1985; Hermalin y Weisbach, 1991). De acuerdo con la literatura, dentro de los objetivos principales del consejo de administración se encuentra el entregar una orientación en cuestiones organizativas, velando por los intereses de los accionistas por medio de un control activo y eficiente del comportamiento de la dirección de la empresa. De esta manera, el consejo de administración cumple un rol conciliador entre accionistas y directivos, y constituye uno de los principales mecanismos internos de resolución de conflictos de agencia que surgen en el seno de la empresa (Jensen, 1993). Mientras que, desde un punto de vista teórico, el consejo de administración representa un mecanismo de gobierno efectivo, en la práctica, la existencia de un considerable cuerpo de evidencia empírica que apunta a la efectividad que el consejo tiene como mecanismo de gobierno queda menos clara.

Sin embargo, la creciente relevancia que los últimos años ha puesto la literatura en la imagen del consejo de administración no solo se centra en su función como mecanismo de gobierno, sino que también en la idea de que el consejo constituye un elemento fundamental en las decisiones corporativas. De hecho, Jackson (1992) sugiere que la importancia del consejo de administración en la empresa puede ser analógica a la del equipo directivo en cuanto a la participación en la toma de decisiones estratégicas, pese a que este no participa en la implementación de dichas decisiones (Fama y Jensen, 1983b). En esta línea se encuentra una nueva corriente de investigación sobre los consejos de administración que ha aparecido estos últimos años, caracterizada, en primer lugar, por el intento de llenar el vacío teórico existente a través de modelos de comportamiento y así buscar soluciones óptimas al problema de gobierno (Adams y Ferreira, 2007; Harris y Raviv, 2008; Hermalin, 2007). En segundo lugar, a diferencia del punto de vista tradicional de la labor de monitorizar del consejo, esta literatura enfatiza otras funciones del consejo como es la de asesorar, analizando las circunstancias específicas en las que prevalece una u otra labor (Adams y Ferreira, 2007; Boone et al., 2007; Coles et al., 2008; Lasfer, 2006; Linck et al., 2008).

Este movimiento literario nos ha entregado ciertas regularidades empíricas que en cierta medida ha tenido como resultado una mayor atención por indagar en las implicaciones que tienen los consejos en la eficiencia empresarial. Gran parte de este

interés viene justificado por la polémica que se ha suscitado en los mercados los escándalos financieros en empresas como Worldcom, Enron y Parmalat, y por la proliferación de recomendaciones de buen gobierno publicadas en estos últimos años en economías desarrolladas y emergentes. En relación a los consejos de administración, estas recomendaciones de buen gobierno apuntan en líneas generales a cuestiones relativas al tamaño del consejo, a la incorporación de consejeros independientes, a la creación de comisiones delegadas del consejo de administración, y a la separación de la figura de *chairman*¹⁷ y *CEO*, entre otras. Si bien es cierto que la gran cantidad de códigos apuntan a cuestiones que resultan obvias para el mejoramiento del gobierno corporativo y la calidad de la información que la empresa ofrece a los mercados, muchos de estos factores no siempre son demostrados por la investigación empírica.

La investigación empírica de gobierno corporativo tanto en el ámbito financiero como contable que se ha centrado en la figura del consejo de administración por lo general puede clasificarse en cuatro campos fundamentales (Hermalin y Weisbach, 2003).

En primer lugar, un cuerpo literario se ha centrado en investigar las relaciones existentes entre las características del consejo —e.g., composición y tamaño— y el desempeño de la empresa y algunas decisiones en el proceso de emisión de información contable.

En segundo lugar, existe investigación tendiente a investigar el cómo afectan las características del consejo al funcionamiento del mismo. Tercero, otra literatura se ha centrado en explicar cuáles son los factores que inciden en la literatura del consejo y cuál es su evolución a través del tiempo.

Finalmente, una última línea de investigación que ha cobrado especial relevancia en el último tiempo es la que intenta indagar en el cómo los consejos se encuentran estructurados y como se llevan a cabo los procedimientos en la toma de decisiones. La estructuración del consejo hace especial referencia al número de comisiones especializadas para asesorar al consejo en sus actividades (John y Senbet, 1998). Específicamente, la literatura se ha centrado en el estudio de variables como el número y tipo de comisiones, el

¹⁷ El término *Chairman* alude a la persona que ocupa el cargo de presidente del consejo de administración y, *CEO* es el encargado de máxima autoridad de la gestión y dirección administrativa en una empresa (Director General). En algunos casos, ambos cargos son representados por la misma persona.

número de miembros y la composición de dichas comisiones y su influencia tanto en el desempeño empresarial (Maassen, 1999), como en otras cuestiones -e.g, la discrecionalidad contable y la calidad de la información contable-.

2.3.2.2 Buen gobierno, información financiera y comisión de auditoría.

En los últimos años se ha popularizado la utilización por parte de los consejos de las denominadas comisiones con la finalidad de facilitar el cumplimiento de funciones específicas delegadas al consejo de administración. De esta manera, se pueden resolver y prevenir de mejor medida algunos conflictos de intereses potenciales y la utilización de comisiones del consejo tiene como objetivo primordial el aumento del grado de especialización en el juicio y supervisión, asegurando un grado de independencia en cuestiones como auditorías, gestión de riesgos, remuneración y elección de consejeros, entre otros. En general, existe un consenso internacional en que la responsabilidad colectiva y definitiva seguirá siendo del consejo de administración en su pleno respecto al total de funciones.

Las responsabilidades del consejo en relación a la comunicación de información financiera, es de general aceptación en los códigos de buen gobierno que es el consejo el organismo que cumple con la responsabilidad de la presentación de informes sobre los resultados financieros y operacionales de la empresa. La mayoría de los códigos de buen gobierno describen que es una responsabilidad básica de que el consejo examine los estados financieros, los apruebe y presente a continuación a los accionistas. Una vez dadas a conocer estas obligaciones del consejo, los accionistas y el resto de partes interesadas pueden sentir un mayor grado de seguridad de que los estados financieros representan una mayor exactitud la situación de la empresa. Entonces, el consejo puede individualizar los riesgos intrínsecos y las estimaciones utilizadas para la preparación y presentación de informes sobre los resultados contables y operacionales de la empresa con la finalidad de permitir a los inversores una mejor comprensión de los riesgos que asumen al confiar en el juicio de los administradores de la empresa. Sin embargo, si bien es cierto el consejo es el organismo responsable de dicha información, es la comisión de auditoría la que debe estar a cargo de esta función específica, cuestión que por lo general los códigos de buen gobierno mencionan acerca de la constitución en toda empresa de una comisión de auditoría. Por lo

tanto, será la comisión de auditoría la encargada de proporcionar la información necesaria en el marco del cumplimiento de las normas aplicables de presentación de información financiera entregando también una seguridad adicional a los accionistas y partes interesadas, informando oportunamente sobre las metodologías utilizadas y su objetividad para los distintos cálculos.

Como hemos apuntado, dentro de los mecanismos que configuran el gobierno corporativo, el consejo de administración recibe especial atención siendo considerado la cúspide de los mecanismos internos de control directivo. Inclusive, como ya hemos indicado con antelación, dentro del mismo consejo las comisiones delegadas haciendo especial hincapié –máxime si nos referimos a la calidad de los estados contables- a la comisión de auditoría.

La gran cantidad de códigos apuntan en líneas generales que la estructura de gobierno ha de hacerse pública dándose a conocer toda comisión creada para prevenir conflictos de intereses. En consecuencia, tanto la composición y la función de cada comisión así como también las atribuciones, las obligaciones y las facultades de la comisión y sus miembros respecto a la toma de decisiones en representación del consejo de administración deben darse a conocer de manera íntegra y oportuna. En consecuencia, desde un punto de vista de confianza con el mercado, no ha de extrañarnos que la gran mayoría de informes de buen gobierno dediquen gran atención a la comisión de auditoría y el cumplimiento de las normas contables, las auditorías y el control.

En general, los códigos de buen gobierno apuntan a que se encuentren presente cierto número de comisiones delegadas del consejo –algunas veces de carácter mandatorio- en donde éstas se encuentren constituidas de manera exclusiva o mayoritaria por consejeros no ejecutivos o externos, específicamente, independientes. Adicionalmente, en relación a las funciones y calificaciones de los miembros de las comisiones, existe la idea de asegurar a los accionistas y otras partes interesadas que los miembros cumplan eficientemente con sus responsabilidades por lo que resulta fundamental que la empresa divulgue las calificaciones, capacitación, perfeccionamiento y experiencia de los miembros del consejo de administración.

Respecto a estas sugerencias, la mayor capacidad de las comisiones independientes para el desempeño de su función ha sido resaltada principalmente en el entorno anglosajón a través de los distintos organismos como el *New York Stock Exchange* en 1978, la *Treadway Commission* en 1987, la *McDonald Commission* en 1988, el *Cadbury Committee* en 1992, el *American Law Institute* en 1994, el *Blue Ribbon Committee* en 1999, la *Securities and Exchange Commission* en 2003, Sarbanes-Oxley por medio del gobierno de EEUU en 2003 o el *Joint Committee on Corporate Governance* por medio del *Toronto Stock Exchange* (TSX) en 2001. En términos de la comisión de auditoría, EEUU y Canadá han optado por un enfoque basado en las reglas respecto a las características de las comisiones de auditoría. Específicamente, la comisión de auditoría debe estar conformada por al menos tres miembros, de los cuales su totalidad debe ser independientes. También es de carácter mandatorio de que cada empresa publique anualmente el nombre de al menos un miembro de la comisión de auditoría quien debe ser obligatoriamente un “*miembro experto financiero*” y argumentar cabalmente el porqué dicho miembro es considerado como un experto en la materia –en EEUU este último requerimiento es bajo un enfoque de principios-.

Por su parte, en Europa, la mayoría de los códigos de buenas prácticas coinciden en valorar la existencia e independencia de los miembros de una comisión de auditoría, aunque las consideraciones por lo general suelen ser basadas en los principios –menos estrictas- y con un grado mayor de variedad en comparación con EEUU (Collier y Zaman, 2005). Desde la Comisión Europea se ha venido abogando por comisiones compuestas exclusivamente compuestas exclusivamente por consejeros no ejecutivos y con mayoría de independientes (HLG, 2002; CE, 2005), aunque esto se ha dejado a discreción de los estados miembros la regulación en esta materia, con la única condición de que al menos uno de los miembros sea independiente y posea competencias en contabilidad y auditoría.

En España, esta iniciativa ha de entenderse que su surgimiento se debe en el contexto del llamado informe *Winter* o informe del grupo de alto nivel de expertos en derecho de sociedades sobre un marco regulatorio moderno para el derecho de sociedades en Europa. Sin embargo, a diferencia de otros países, la comisión de auditoría cuenta con menor tradición, si bien es cierto que las primeras sugerencias en torno a la comisión de auditoría

emitidas por medio del Informe de Olivencia (1998) no han sido de conocimiento global, si unas sugerencias similares se han convertido en un requisito obligatorio para las empresas que cotizan en bolsa tras la promulgación de la Ley 44/02, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero. Las ventajas de estas comisiones resultan obvias pues como apunta el Informe de Olivencia, una de las causas del problema de gobierno en las empresas españolas es la falta de transparencia y fluidez de la información, así como su posible manipulación¹⁸. En esta misma línea han ido los códigos de buen gobierno publicados subsecuentemente en España (Informe Aldama, 2003; Código Unificado de Buen Gobierno, 2006), los que parecen mantener una fuerte convicción acerca de la necesidad de evitar que la inclusión de consejeros ejecutivos en la comisión pueda limitar su capacidad de actuación, recomendando la creación de comisiones de auditoría compuestas exclusivamente por consejeros externos. Sin embargo, la ley 44/02, si bien establece la obligatoriedad de las comisiones de auditoría, no hace referencia especial al tipo de composición más adecuada para garantizar el cumplimiento de sus funciones, limitándose únicamente a requerir una mayoría de consejeros no ejecutivos, y más específicamente, su presidente. Respecto a las funciones de la comisión de auditoría, dicha ley no estipula una lista cerrada de funciones pese a que indica y enfatiza una serie de competencias mínimas respecto a la información entregada a los accionistas, supervisión interna y relación y comunicación con los auditores externos (López, 2004). Sin embargo la normativa española deja un amplio margen de maniobra en cuanto a la organización y funcionamiento de las comisiones de auditoría, confiando en el buen hacer de las empresas y en la capacidad de disciplina del mercado.

2.3.2.3 El gobierno corporativo, el consejo de administración y la contabilidad

Sin duda, el consejo de administración es el mecanismo llamado a cumplir un rol importante en el control de los problemas de agencia, especialmente entre directivos y accionistas (Fama y Jensen, 1983a). Generalmente, la economía financiera sugiere que la representación de consejeros independientes incrementa la efectividad en el monitoreo de la dirección y ejerce un control en interés del accionariado. Sin embargo, la relación entre

¹⁸ Esta aserción ha sido posteriormente corroborada al confirmarse que España se encuentra entre los países que presentan un mayor nivel de manipulación de la información contable (Leuz *et al.*, 2003).

consejos de administración y prácticas contables resulta escasa, especialmente para Europa. Posiblemente, la poca disposición de las empresas a emitir información acerca de sus sistemas de gobierno ha retrasado la investigación empírica en esta línea.

Como ya hemos apuntado, la amplia preocupación sobre las temáticas de gobierno corporativo y los recientes fraudes financieros-contables que han reflejado las fallas en los sistemas de gobierno corporativo en varios países. Dicha preocupación se ha visto reflejada en la proliferación de normativas –e.g., *Sarbanes-Oxley Act del 2002 en EEUU-*, códigos de buen gobierno, y también ha sido discutida en un gran número de libros (e.g., Bebchuk y Fried, 2005). En consecuencia, el principal objetivo del buen gobierno corporativo es establecer mecanismos que garanticen la supervivencia de la empresa a largo plazo y la transparencia en todos los ámbitos de actuación de la misma.

Particularmente, en relación a la calidad de la información financiera divulgada por la empresa, el buen gobierno corporativo debe entregar las herramientas que permitan restringir las prácticas de manipulación contable y así incrementar el grado de transparencia en la información divulgada por las empresas. Asimismo, como ya hemos apuntado, para el logro de cierto consenso de que esta mayor transparencia de la información divulgada se puede lograr por medio de una comisión cuya especialización de funciones sea la idónea, la comisión de auditoría.

La literatura previa que se ha dedicado a esta línea de investigación consistente en analizar la incidencia del consejo en las prácticas de manipulación contable se ha centrado fundamentalmente en dos aspectos. En primer lugar, una composición óptima del consejo de administración en donde el papel del consejero no ejecutivo experto juega un papel fundamental (Fama y Jensen, 1983a). En segundo lugar, el efecto de la creación y composición de comisiones de auditoría, las que se encuentran constituidas fundamentalmente por consejeros no ejecutivos. Existe una diversidad de estudios realizados en el contexto anglosajón que han documentado el rol restrictivo por sobre las prácticas de manipulación contable que tienen los consejeros independientes que representan a los accionistas (Beasley, 1996; Peasnell et al., 2005), y las comisiones de auditoría independientes (Klein, 2002; Xie et al., 2003).

La considerable evidencia empírica que soporta la hipótesis de que los consejeros independientes en el consejo protegen al accionariado en instancias específicas (Brickley y James, 1987; Lee et al., 1992). Sin embargo, esto contrasta con la escasa y creciente evidencia sobre la manipulación contable (Fischer y Verrecchia, 1999; Ewert y Wagenhofer, 2005; Goldman y Slezak, 2006) y el rol que cumple el consejo de administración para la moderación de dicho problema. De acuerdo con Anderson y Reeb (2004), también resulta de vital importancia para la protección de los intereses de los accionistas externos que los consejos independientes tengan un mayor poder relativo a los paquetes accionariales de accionistas internos –e.g., en Europa principalmente Familias-, por lo que se sugiere que la independencia del consejo puede jugar un papel de vital importancia en reducir los posibles efectos de expropiación o de atrincheramiento y, consecuentemente, de manipulaciones contables.

Una primera aproximación en esta línea la entrega DeFond y Jiambalvo (1991) quienes analizan la decisión de un grupo de empresas en EEUU que corrigen a la baja su cifra de beneficios a posteriori encontrando que en este tipo de empresas la presencia de consejeros independientes es menos predominante y que aquellas empresas que tienden a aumentar sus resultados por lo general no presentan una comisión de auditoría. Adicionalmente, Dechow et al. (1996) analizan empresas bajo investigación por prácticas fraudulentas por parte del *SEC - Securities and Exchange Commission-* encontrando que éste tipo de empresas suele concentrar en una sola persona la persona del *Chairman* y el *CEO* y, en adición, carecen de comisiones de auditoría. En relación al papel que cumplen los consejeros independientes en el contexto estadounidense, parece indicar el carácter benéfico que tienen estos para prevenir las prácticas manipuladoras contables. Por ejemplo, Beasley (1996) destacan el papel de los consejeros externos en la limitación de las prácticas de discrecionalidad contable para una muestra de empresas que han cometido algún tipo de engaño financiero. En adición, Davidson et al. (2005) analizan el rol que cumplen los mecanismos de gobierno -incluyendo los consejeros no ejecutivos- en restringir un comportamiento manipulador del resultado contable y encuentran, al igual que Xie et al. (2003) y Klein (2002), una relación negativa y significativa entre la proporción de consejeros externos y la gestión del beneficio contable. En tal contexto anglosajón, unos resultados similares son encontrados por Peasnell et al. (2001) para el Reino Unido.

Sin embargo, dicha evidencia, en un contexto internacional parece no ser concluyente quizás por la falta de consideración que se tiene en la investigación sobre otras economías la inclusión en las decisiones del consejo factores relacionados con la estructura de propiedad en la empresa. Por ejemplo, Park y Shin (2004) examinan el efecto de la composición del consejo sobre las prácticas de gestión de los beneficios en una muestra de empresas canadienses y encuentran que los beneficios son manipulados al alza para evitar pérdidas y decrementos en donde escasamente los consejeros independientes reducen las prácticas manipuladoras del resultado contable. Por otra parte, pese a que Chen y Jaggi (2000) no examinan la manipulación de los beneficios directamente, si entregan evidencia acerca de una asociación entre consejeros independientes y divulgación de información financiera en empresas familiares y no familiares para Hong Kong encontrando que la proporción de consejeros independientes está relacionada positivamente con la facilidad de comprensión de dichas divulgaciones en donde, para las empresas familiares dicha relación resulta ser más débil por la menor independencia. En consecuencia, una buena intuición puede resultar del suponer que la inclusión de consejeros independientes pueden resultar ser más efectivos en controlar problemas de agencia en donde la propiedad se encuentra más concentrada y cuyo carácter sea familiar.

Pese a que el consejo es el encargado de monitorear a la dirección de la empresa con la finalidad de proteger al accionariado, éste mecanismo de gobierno solo se ha manifestado en éste tipo de literatura cumpliendo un papel indirecto. En contraste, los mecanismos de buen gobierno han apuntado a la especialización de estas funciones a través de las comisiones de auditoría, el que si es llamado a cumplir un papel más activo al momento de restringir las practicas manipuladoras del beneficio contable (Chung et al., 2003; Xie et al., 2003).

La preocupación en el gobierno corporativo avala la existencia de una comisión de auditoría dentro de la empresa, cuestión que resulta fundamental al momento de llevar un control efectivo sobre la calidad de los resultados, y además de conciliar los conflictos entre directivos y auditores externos (DeZoort et al., 2003). De acuerdo a esta idea, en EEUU el *Blue Ribbon Comitte* con la finalidad de mejorar la efectividad de los consejos de administración (BRC, 1999) destacó la importancia de la formación de comisiones de

auditoría, bajo la premisa de la creencia de que dichas comisiones serán más efectivas en ayudar a asegurar la transparencia e integridad de las divulgaciones financieras, asegurando de alguna medida una confianza por parte del inversor para lograr mercados de capitales profundos y líquidos.

En consecuencia, la comisión de auditoría, como subcomité delegado del consejo de administración, posee ciertas responsabilidades las cuales han sido extensamente discutidas en el intento de definir las funciones necesarias que aseguren los objetivos para los que han sido constituidas¹⁹ (DeZoort, 1998; Kalbers y Fogarty, 1993; Keinath y Walo, 2004; Marget, 1978; Mautz y Neumman, 1970; Biedma et al., 2007). En tal sentido, la literatura contable generalmente ha distinguido las funciones de las comisiones de auditoría en dos áreas fundamentales. La primera de las áreas, es la relacionada con la calidad de la información contable, cuyas funciones es la revisión de la información financiera antes de su aprobación por parte del consejo de administración y posterior divulgación, la revisión de las políticas contables aplicadas, criterios de valoración y estimaciones realizadas por los directivos. Adicionalmente, se encarga de evaluar la exposición al fraude y de revisar las transacciones significativas. La segunda área viene relacionada con el auditor externo, específicamente, en la designación del auditor externo, fijación de honorarios, y asistencia al auditor en el proceso de elaboración de información financiera. Adicionalmente, esta comisión debe velar por el cumplimiento de un buen gobierno de la empresa en términos de facilitar y aumentar la comunicación entre auditores externos y el consejo de administración, como también revisar el cumplimiento de los códigos de conducta de la corporación.

Entre otras cuestiones, después de la proliferación de escándalos financieros, surge la necesidad de proveer de una información veraz a los mercados para limitar la discrecionalidad directiva en materia contable, atenuar las asimetrías informativas y facilitar elementos de referencia que permitan una valoración más correcta de la empresa. Entre estos elementos se encuentran los estados financieros, instrumentos que desempeñan un rol fundamental para ofrecer una imagen fiel de la situación de la empresa. Sin embargo,

¹⁹ Los acontecimientos desarrollados en estos últimos años han repercutido en que las responsabilidades del comité de auditoría abarquen cada vez un mayor número de actividades, aumentando la complejidad de su actuación (Verschoor, 2002).

pese a que la utilización inicial de los estados financieros es bajo esa premisa, cabe destacar que los directivos de la empresa pueden utilizar criterios que desvirtuen los mismos, orientandolos en sus propios intereses (Parte y Gonzalo Angulo, 2008).

Con la finalidad de evitar que esto ocurra, la literatura ha centrado su atención en la función de la comisión de auditoría. Específicamente, para que su función se lleve a cabo, resulta necesario que dicha comisión presente ciertas características específicas, reflejando una comisión activa, constituida y estructurada, que asegure una efectividad para poder así prevenir prácticas contables manipuladoras (Xie et al., 2003). Por lo tanto, al relacionar la calidad de la información contable con la comisión de auditoría, resulta fundamental indagar en factores como la independencia de la comisión y el grado de expertise de cada uno de sus miembros pese a que existen argumentos de que la comisión de auditoría puede cumplir una función más ceremonial en el proceso de control de la calidad de la divulgación de información financiera (Spira, 1999). Sin embargo, es preciso destacar que una comisión con las calificaciones necesarias puede cumplir su función de control y asegurar que los criterios contables, de valoración, se encuentren de acuerdo a lo que representa la situación fiel de la empresa.

En lo referente a la independencia de la comisión de auditoría, éste resulta especialmente importante. La evidencia empírica generalmente ampara el argumento de que la independencia de la comisión de auditoría -en el sentido de una mayor proporción de consejeros externos- conduce a una mejor supervisión de la información contable y de la auditoría. De esta manera, empresas cuyas comisiones se encuentran formadas exclusivamente por consejeros externos sufren menos problemas de información financiera (McMullen y Rachunandan, 1996), también tienen una menor probabilidad de obtener informes fraudulentos (Beasley et al., 2000) y salvedades en sus informes de auditoría (Abbott *et al.*, 2004). Adicionalmente, las comisiones de auditoría más independientes y activas generalmente seleccionan auditores externos de mayor calidad (Abbott y Parker, 2000; Chen et al., 2005; Lee et al., 2004), como también se ha contrastado que es menos probable que se produzcan cambios de auditor -especialmente los cambios sospechosos- en las empresas cuyas comisiones de auditoría cuentan con mayor número de consejeros externos (Archambeault y DeZoort, 2001; Carcello y Neal, 2003; Abidin et al., 2006).

Finalmente, en relación a la manipulación del beneficio contable, la evidencia sostiene que comisiones de auditoría más independientes reducen comportamientos de manipulación del beneficio contable para empresas en EEUU (Klein, 2002; Xie et al., 2003; Davidson et al., 2005). Adicionalmente, Bradbury et al. (2006) encuentra la misma relación solo para aquellas empresas en las cuales las manipulaciones de los beneficios contables son para aumentar los resultados divulgados. Tal evidencia nos muestra en general que la independencia de la comisión con consejeros cuya experiencia y conocimientos financieros sean los suficientes, entregan cierta ventajas a la supervisión, atenuando la manipulación del resultado contable y garantizando así un nivel de calidad de la información divulgada en los mercados.

Como hemos mencionado, la comisión de auditoría es un mecanismo que entrega una comunicación formal entre el consejo, los sistemas de control y el auditor externo. La comisión de auditoría es la encargada de supervisar el proceso de emisión de información financiera de la empresa por lo que debe estar en un contacto permanente con los auditores externos y con la dirección financiera de la empresa con la finalidad de revisar los estados financieros corporativos en el proceso de auditoría de cuentas y el control contable. Adicionalmente, existen algunos argumentos que sostienen la existencia potencial de diferencias en las opiniones entre auditores externos y dirección acerca de quién aplica mejor los criterios y procedimientos contables generalmente aceptados (Magee y Tseng, 1990; Dye, 1988; Antle y Nalebuff, 1991; Ruiz y Gómez, 2007). Dichas diferencias pueden tener como resultado el despido del auditor o un estado financiero negociado (Antle y Nalebuff, 1991). Respecto al segundo resultado mencionado, Defond y Subramanyam (1998) postulan que el riesgo de litigio de un cliente puede ser el resultado de que los auditores prefieran una contabilidad más conservativa en comparación con la dirección de la empresa. Sin embargo, muchas de estas diferencias por lo general son negociadas (Nelson et al., 2002). Para lograr un estado financiero negociado, la comisión de auditoría tendrá un papel de arbitraje entre dirección y auditores externos, abogando por una solución y convergencia en las distintas interpretaciones que pueden existir entre estos (Antle y Nalebuff, 1991; Bradbury et al., 2006; Castrillo y Cañibano, 1999; García Benau et al., 2000; Ruiz y Gómez, 2000).

2.3.3 Estructura de propiedad, discrecionalidad contable y marco legal e institucional

La segunda generación de investigaciones sobre gobierno corporativo ha puesto de manifiesto las diferencias en los entornos económicos en donde operan las empresas (Denis y McConnell, 2003). Particularmente, los problemas de gobierno particular a un entorno no son transferibles a otros ámbitos y que, en consecuencia, se deben tomar en cuenta los factores institucionales a la hora de analizar las decisiones empresariales y las configuraciones de las distintas estructuras accionariales de la empresa.

Como ya hemos mencionado, por un lado, la existencia de países de tradición anglosajona concede una mayor protección legal a los inversores en comparación a los países de tradición legal civil. Esta distinción se ve plasmada en factores como a distribución de la propiedad corporativa, importancia de los mercados financieros o configuración del perfil de relaciones entre los *stakeholders*, entre otros (La Porta et al., 1999, 2000 y 2002). Por otro lado, en respuesta natural a la falta de protección legal, los inversores en entornos legales civiles tenderán a adquirir paquetes accionariales de mayor tamaño, creando estructuras más concentradas. La información que ofrece la literatura es consistente con dichos planteamientos: el 16% de las empresas en Reino Unido posee un accionista de referencia frente al 79% de las empresas francesas y al 85% de las empresas alemanas (Franks y Mayer, 2001). En la misma línea, la participación media de los cinco principales accionistas se sitúa en el 25% y 20% en EEUU y Reino Unido respectivamente, mientras que sus homólogos japoneses y alemanes poseen, en promedio, el 33% y el 41% de la propiedad de las empresas (Allen y Gale, 2001).

Todas estas diferencias tienen como consecuencia el surgimiento de una doble dimensión del problema de gobierno en términos de relaciones entre los accionistas que, en principio, deberían actuar coordinadamente para supervisar la gestión delegada en los directivos pero que, sin embargo, su actuación se debe a diversas motivaciones que pueden provocar conflictos potenciales entre ellos. Así, mientras es frecuente un problema de gobierno que se deriva de la relación entre la dirección y un conjunto disperso de accionistas cuya participación es pequeña, existe también un conflicto de mayor relevancia

que viene derivado del enfrentamiento entre el accionista mayoritario –propietario de un gran bloque de acciones- y el conjunto de accionistas minoritarios.

Sin duda, no existirían conflictos entre accionistas de referencia y minoritarios, si los primeros solo se beneficiasen de una manera proporcional de los dividendos y de la apreciación en el mercado de sus acciones. Sin embargo, a la luz de la evidencia se establece la existencia de beneficios privados que conduce a los inversores en muchos países a buscar derechos de control que excedan sus derechos sobre los *cash flow*. Como hemos adelantado anteriormente, en Europa Continental esto se ve plasmado por parte de los grandes accionistas quienes refuerzan su poder mediante el establecimiento de vínculos familiares con otros accionistas y a través de la participación en corporaciones interpuestas que poseen, a su vez, participación en la empresa original (Faccio y Lang, 2002). Estos entramados de pirámides de propiedad y participaciones cruzadas confieren a estos accionistas un exceso de derechos de control en relación a su participación en el excedente empresarial, lo que facilita la extracción de beneficios privados en detrimento de los intereses del resto de accionistas minoritarios. Adicionalmente, mientras una propiedad concentrada a menudo viene asociada con un incremental en el valor, unos derechos de control que exceden los derechos de *cash flow* tienden a tener el efecto contrario sobre el valor de la empresa.

En lo tocante a los beneficios privados, conviene considerar que Dyck y Zingales (2004) miden los beneficios privados del control a través de las diferencias existentes entre los premios por voto y las acciones sin voto para transacciones de control en bloque en 29 países. En similitud a estudios previos, estos autores encuentran una gran variación en los beneficios privados alrededor del mundo, resultando ser más significativo en algunos países. Específicamente, sus resultados muestran que los premios individuales por voto se encuentran negativamente relacionados con el grado de protección al inversor del país como, por ejemplo, en países donde los inversores se encuentran menos protegidos por la ley, los accionistas mayoritarios pueden extraer mayores niveles de beneficios privados. De igual manera, Nenova (2003) analiza los premios por voto como medida del control de beneficios privados para una muestra de empresas con acciones duales para los 30 mercados accionariales más importantes en el mundo. En este estudio se utilizan medidas

que intentan valorar los votos en bloques accionariales por sobre los individuales por acción, aplicando controles para la probabilidad de contestación al control, costes por parte de los accionistas cuya propiedad es significativa, reglamentaciones referentes a tomas de control y concentración de la propiedad. Los resultados obtenidos por esta autora muestran que el control de los beneficios constituye un 50% del valor en México, alrededor de 0% en Dinamarca, y entre un cuarto y la mitad del valor en Brasil, Chile, Francia, Italia y Corea del Sur, sugiriendo así que los premios por el control en bloques parece ser más conveniente en un carácter cualitativo a pesar de que las diferencias entre algunos países resultan ser significativas. Adicionalmente, se argumenta que los índices legales relacionados con la protección al inversionista puede explicar una porción significativa de las variaciones en los premios por voto, soslayando que en gran medida las diferencias que tienen los beneficios privados vienen influenciadas por los sistemas legales y la calidad de la protección al inversor.

Sin embargo, este exceso de control diferenciado para algunos países que evidencia la literatura no solo incide en su relación con los accionistas, sino que también afecta al resto de participantes de la empresa. En tal sentido, la denominada segunda generación de investigación en gobierno corporativo internacional identifica al menos dos vías importantes por las cuales los accionistas de referencia pueden extraer recursos desde la empresa.

En primer lugar, una vía es la denominada por Johnson et al. (2000) como efecto *tunneling* que viene definido como la transferencia de recursos corporativos –activos y utilidades- en beneficio de quienes controlan la empresa. Estos autores sugieren la existencia de una variada gama de vías por las cuales se puede cumplir el efecto *tunneling*, que ocurre inclusive en economías desarrolladas pese a que es más probable que se observe con mayor frecuencia en países de ley civil. El efecto *tunneling* es predominante en empresas cuyos excedentes de derechos de control son alcanzadas por estructuras piramidales y participaciones cruzadas.

De acuerdo con esto, La Porta et al. (1999) examinan una muestra de 27 economías más ricas y encuentran que las estructuras piramidales son el método más común por el cual accionistas controladores consiguen que los derechos de control superen los derechos

por sobre los *cash flows*. De tal manera, el accionista controlador puede extraer valor desde en la pirámide vía transferencia de recursos desde empresas que se encuentren en un nivel más bajo en la pirámide a otras que se encuentren en la cima. Por ejemplo, empresas en la cúspide de la pirámide pueden vender bienes sobrevalorados a empresas en niveles más bajos o, también comprando bienes a precios menores de los de mercado desde un nivel más bajo. Este afán de transferir recursos corporativos puede tener como consecuencias como una desinversión que provoque pérdidas de empleo. Desde tal perspectiva es posible poner en tela de juicio algunas fusiones y adquisiciones de empresas en el ámbito europeo. Dichas operaciones, auspiciadas por grandes accionistas cuya finalidad es aumentar su cuota de poder en la nueva empresa fusionada o absorbida, acarrear en muchos casos pérdidas de valor en las cotizaciones de las acciones y traumáticas políticas de desempleo.

En segundo lugar, un control en exceso permite a quienes controlan la empresa instalar a quienes ellos estimen conveniente en los puestos directivos. En esta línea, Burkhart et al. (2003) desarrollan un modelo que asume que los administradores profesionales son más competentes para manejar una empresa que aquellos designados por los mayoritarios. Estos autores predicen que el equilibrio en regímenes legales que protejan al inversionista será ampliamente mejor cuando existan empresas dirigidas por administradores profesionales mientras que, en regímenes con una baja protección al inversionista las empresas tendrán principalmente grandes accionistas familiares con administradores designados por ellos –muchos casos son miembros familiares–.

Una variedad de autores evidencian que los accionistas de referencia o miembros familiares a menudo administran las empresas que ellos controlan. De acuerdo a esto, Claessens et al. (2000) encuentran que este planteamiento resulta verídico para una muestra de empresas asiáticas y La Porta et al. (1999) encuentran que los accionistas controladores usualmente son quienes participan en la administración de su empresa para una muestra de las 27 economías más adineradas del mundo. Por supuesto, el instalar miembros familiares como directivos de la empresa no resulta ser tan perjudicial para los accionistas minoritarios si es que estos son la mejor opción posible para operar la empresa. Como resultado, el riesgo potencial de expropiación de los accionistas minoritarios por parte de los mayoritarios dependerá en parte de la mayor o menor capacidad de decisión de estos últimos y de la capacidad de gestión de sus administradores (Johnson et al., 2000; Gutiérrez

y Tribó, 2004). Es este el eslabón con el carácter familiar de la empresa, pues pocas dudas cabe albergar acerca de la peculiar naturaleza del tejido de relaciones contractuales que en el seno de dichas empresas aparece.

2.3.3.1 Propiedad familiar, grandes accionistas y discrecionalidad contable

La concentración de la propiedad, característica habitual de las empresas familiares, comporta unas diferentes necesidades y demandas de información contable de calidad. El mejor conocimiento que de la empresa poseen los accionistas internos y el carácter informal de las relaciones que entre ellos se establecen conduce a una menor demanda de información financiera pública y puntual por parte de los mercados financieros (Ball et al., 2003). Desde esta perspectiva, cabría esperar que se ejercieran mayores niveles de discrecionalidad contable en las empresas familiares a fin de poder encubrir contablemente una eventual extracción de beneficios privados por parte del núcleo familiar (Fan y Wong, 2002; Haw et al., 2004; Francis et al., 2005; Santana-Martín et al., 2007). Esta tendencia sería tanto más acusada cuanto que el accionista mayoritario controla no sólo el proceso de difusión de la información contable sino también el proceso de elaboración de la misma (Wang, 2006).

Y si la evidencia empírica acerca de la incidencia de la propiedad familiar en el valor de la empresa ha proporcionado resultados dispersos y no fácilmente conciliables, los escasos estudios en relación con su efecto sobre la discrecionalidad contable conducen a conclusiones divergentes con la anterior suposición (Ali et al., 2007; Wang, 2006). Como apunta el segundo de estos autores, dos pueden ser las razones aducidas para justificar la mejor calidad de la información contable suministrada por las empresas familiares. En primer lugar, el hecho de una mayor preocupación en estas empresas por la supervivencia de la empresa y, en consecuencia, una gestión empresarial más marcada hacia el largo plazo con el subsiguiente intento de labrarse y mantener una buena reputación en los mercados financieros. En segundo lugar, estos trabajos centran su atención en entornos como el estadounidense, en los que la tipología de problemas de agencia, los niveles de concentración de la propiedad y la protección legal de los accionistas son considerablemente distintos a los existentes en Europa.

En cualquier caso, el entorno institucional y legal dominante en los países objeto de nuestro análisis y el perfil de las relaciones de agencia en ellos preponderantes sugieren la conveniencia de mantener el marco teórico hasta ahora esbozado.

Partiendo de la tendencia de las empresas familiares a generar una información contable de menor calidad, cabe suponer que la existencia de un control corporativo más disputado, la necesidad de sumar otros accionistas a la coalición de control y la más estricta supervisión que estos últimos realizarán del núcleo familiar llevan a pensar que tales rasgos redundarán en una reducción de la discrecionalidad contable.

Por su parte, la interacción que se produce entre los dos principales accionistas cuando ambos tienen naturaleza familiar puede afectar a su vez a la calidad de la información contable. Así vistas las cosas, si los dos mayores propietarios tienen naturaleza personal o familiar, en el supuesto de que exista entre ambos una cierta connivencia para la obtención de beneficios privados, menor será su necesidad y demanda de información contable de calidad y mayores serán sus incentivos para implementar prácticas contables que permitan ocultar tal actuación. Dicho de otro modo, cuando el segundo accionista tiene carácter institucional o corporativo, se encuentra sometido a un escrutinio y auditoría más estrechos por parte de las autoridades y de los mercados, supervisión que él probablemente trasladará a las empresas en las que participa.

2.3.3.2 A modo de recapitulación final

Un aspecto fundamental en relación a las necesidades de gobierno de la empresa es su estrecha dependencia de las características de su entorno económico y regulador, así como también de las fuerzas de mercado que pueden disciplinar a los comportamientos de la dirección. En relación a los mecanismos de gobierno, la literatura sugiere la existencia de dos estructuras bien demarcadas que quizás son la respuesta natural a las deficiencias que las distintas configuraciones institucionales presentan. La evidencia sugiere que dichas respuestas guardan relación a los orígenes legales en donde se enmarca cada país. Por ejemplo aquellos que se enmarcan en el entorno anglosajón –ley común- entregan mayores niveles de protección al inversionista en comparación con aquellos países cuyo entorno legal pertenece a la ley civil. Por otro lado, a diferencia de estos países de mayor

protección, caracterizados por una amplia dispersión de la propiedad y en donde los principales conflictos de intereses surgen entre la dirección y accionistas dispersos – Problema de Agencia I-, en aquellos países donde existe una débil protección al inversor por lo general se encuentran caracterizadas por una alta concentración de la propiedad dentro de la empresa y de una carencia significativa de mercados de capitales eficientes, el enfoque tradicional del problema no resulta adecuado para el análisis de este tipo de entornos, dando lugar a un problema de agencia entre accionistas controladores y accionistas minoritarios –Problema de Agencia II-.

En lo tocante a la contabilidad, este ha resultado ser un ingrediente clave en el proceso de gobierno corporativo. El complejo conjunto de instituciones y reglas que se encuentran involucradas para facilitar el proceso de divulgación de información financiera que representa un importante *input* para los mecanismos de gobierno corporativo más especializados. No obstante, pese a que hemos expuesto la existencia de un variado número de relaciones entre la contabilidad y los mecanismos de gobierno corporativo, cabe destacar que en esta área el nivel de contribuciones por parte de la investigación es relativamente limitado. Esta limitación en el número de contribuciones quizás puede venir argumentado por el mayor y erróneo énfasis que ha puesto esta literatura en ciertas áreas de investigación en gobierno corporativo a expensas de otras, fallando en probar más profundamente algunas características de la información contable que aportan una mayor relevancia a algunos mecanismos de gobierno. Por ejemplo, una buena ilustración a esto, es el sobreesfuerzo que se ha puesto en la investigación contable a la investigación sobre la compensación ejecutiva, pese al hecho de que una proporción insignificante de los incentivos de la dirección se encuentran ligados a medidas de desempeño contable. Más aun, las aportaciones en esta área tampoco han cambiado la idea existente de que los beneficios contables representan una señal ruidosa del desempeño de la empresa y cuáles han sido los factores que condicionan dichas distorsiones.

En este sentido, el enfoque empleado en nuestra investigación intenta extender los argumentos en relación a la información contenida en los beneficios, y los mecanismos de gobierno que moderan la calidad de esta. En los capítulos siguientes expondremos los argumentos para basar nuestras hipótesis a contrastar y el análisis empírico.

3.1 Introducción

En el presente capítulo pasamos revista a los distintos modelos de manipulación del beneficio contable, para posteriormente centrar nuestra atención en el efecto restrictivo de los mecanismos de gobierno corporativo sobre dichas prácticas de alteración contable. El capítulo se estructura en tres grandes epígrafes.

En el primero de ellos detallamos el desglose de los beneficios en su componente de *cash flow* y de ajustes por devengo. Dicha desagregación constituye la base de nuestros resultados, al proporcionar los argumentos para la determinación de los distintos modelos de gestión del resultado. En consecuencia, presentaremos aquí las distintas alternativas de medición de dicha gestión, haciendo énfasis en la determinación de lo que la literatura anglosajona ha denominado “*accruals discrecionales*”.

En la segunda parte analizaremos la relación entre algunos de los mecanismos de gobierno corporativo estudiados en el capítulo anterior y la posibilidad de comportamiento oportunista de la dirección en términos de gestión del resultado. Más concretamente, propondremos once hipótesis para explicar la influencia que puede tener la distribución del poder entre los accionistas –principalmente de naturaleza familiar- y las características del consejo de administración sobre las prácticas de gestión del resultado. En la tercera parte describimos las variables, metodología y el procedimiento de obtención de la muestra.

3.2 Beneficios, discrecionalidad contable y calidad del resultado

La literatura contable tradicionalmente ha utilizado el beneficio de la empresa como una medida sintética de su eficiencia. Así, por ejemplo, los beneficios constituyen una información relevante en los planes de compensación a ejecutivos, en la redacción de contratos de deuda (DeAngelo et al., 2002), en la planificación de operaciones de oferta pública de venta de acciones (Teoh et al., 1998b), y como primer recurso de información útil para inversores y acreedores.

La existencia de asimetrías informativas entre la dirección y las otras partes contratantes dificulta la evaluación de la calidad y fiabilidad de la información emitida por

los gestores de la empresa. En consecuencia, no ha de extrañar que los distintos interesados prefieran conocer los *cash flows* realizados, dado que resultan más objetivos y se encuentran más libres de las apreciaciones y criterios de la dirección (Sloan, 1996; Chung et al., 2005). Se explica así que la literatura financiera generalmente haya centrado su atención en medidas como el *cash flow*.

En contraste con dicho planteamiento, Dechow (1994) argumenta que los *cash flow* en intervalos finitos generalmente presentan problemas de reconocimiento y realización²⁰ que provocan que sean medidas “ruidosas” de la eficiencia de la empresa. Por una parte, para que los *cash flow* sean reconocidos en los ingresos, resulta necesario que la empresa haya desarrollado toda, o una porción sustancial, de los servicios previstos bajo una certeza razonable de que el efectivo se recibirá realmente. Por otra parte, la realización requiere que los desembolsos de efectivo estén directamente asociados con los ingresos a fin de expresarlos en el periodo en el cual ese ingreso es reconocido. De acuerdo con el planteamiento de Dechow (1994), resulta bastante probable que los beneficios contables representen una variable que mitigue los problemas inherentes a los *cash flow*, siendo una medida más representativa de la eficiencia debido a que en sus estimaciones se intentan solucionar los problemas de reconocimiento y realización por medio de los *accruals* contables como componente de los beneficios (Dechow, 1994; Sloan, 1996; Dechow et al., 1998; Kothari et al., 2005; Liu et al., 2002). Tal argumento, se puede ver expresado en la FASB por medio del *Statement of Financial Accounting Concepts* No. 1, párrafo 44, donde podemos observar la siguiente acotación: “La información acerca de los beneficios de las empresas generalmente proporciona una mejor indicación de su desempeño que la información contenida en las entradas y salidas de efectivo”.

Pese a las bondades de los beneficios anteriormente aludidas, factores como la separación entre propiedad y control, los potenciales conflictos de intereses dentro de la empresa y las asimetrías informativas entre los partícipes constituyen un caldo de cultivo de problemas de incentivos que pueden desembocar en conductas directivas oportunistas. Como han indicado Watts y Zimmerman (1986), la dirección puede desviarse del objetivo

²⁰ El problema reconocimiento y realización (*timing and matching problems*) hace referencia al periodo temporal que transcurre entre el reconocimiento de un *cash flow* en los beneficios y su realización.

de maximización del valor de la empresa mediante la utilización de criterios y elecciones de métodos contables que permitan alterar la cifra de beneficios en su propio interés.

En este sentido, parece existir un claro consenso en la literatura contable acerca de los incentivos de la dirección para gestionar el resultado, con el consiguiente efecto sobre la calidad de la información que éste pueda proporcionar. En consecuencia, la gestión del resultado ha atraído a través del tiempo el interés de académicos, profesionales y reguladores, siendo la aparición de recientes escándalos financieros en Estados Unidos y en Europa un factor no menor para explicar ese interés.

Si tal es la importancia de la gestión del resultado, es también crítico disponer de una definición clara de dicho concepto. Una primera definición define la gestión del resultado como la intervención en el proceso de divulgación de la información financiera con la intención de satisfacer objetivos privados u obtener alguna ganancia (Shipper, 1989). Healy y Wahlen (1999) sugieren, en una formulación que tal vez sea la más citada por la literatura contable, que la gestión del resultado tiene lugar cuando las transacciones se establecen y la información financiera es elaborada siguiendo los criterios e interpretaciones de la dirección, con la finalidad de alterar los estados financieros para engañar a los distintos grupos de interés sobre la verdadera situación económica de la empresa o influir sobre las distintas relaciones contractuales que dependen de cifras contables.

La definición subraya algunos aspectos dignos de mención. En primer lugar, dado que es inherente a cualquier sistema contable una cierta flexibilidad u holgura para la dirección, es indudable que los gestores de la empresa tienen a su disposición un abanico de posibilidades para aplicar sus propios criterios e interpretaciones en el proceso de confección de la información financiera –e.g., estimaciones de eventos económicos futuros, diferimiento de impuestos, depreciación de activos, etc.-. Además, la dirección también puede establecer ciertos criterios en la gestión de las corrientes de circulante, como es el control de los niveles de existencias, de las políticas de cobros a clientes y pagos a proveedores, así como también de reconocimiento de los *cash flows*. Junto a todo ello, también la dirección puede llevar a cabo determinadas actuaciones, como iniciar proyectos de investigación y desarrollo, publicidad o mantenimiento, o aplazar los mismos a periodos

posteriores que comportan un amplio margen discrecional y que tendrán su reflejo en el resultado contable de la empresa.

Un segundo aspecto relevante de la definición de Healy y Wahlen viene relacionado con la delimitación y el alcance de los objetivos de la gestión del resultado. Expresado en otros términos, la gestión del resultado alude a la cuestión de la confusión que la manipulación de la información contable puede generar en los distintos grupos de interesados. Dado que la gestión del resultado resulta factible cuando la dirección posee la capacidad de utilizar e interpretar los criterios contables dentro del marco de los principios contables generalmente aceptados, en algunas ocasiones puede ser adecuado que los distintos grupos de interés en la empresa permitan un cierto grado de modificación contable si dicha modificación mejora la información contenida en el beneficio (Healy y Wahlen, 1999). Este argumento parte de la idea de que es la dirección de la empresa quien generalmente cuenta con la mayor cantidad de información y conocimiento acerca de las perspectivas futuras de la misma y su posibilidad de maximización de valor (Dechow, 1994; Dechow y Dichev, 2002; Dechow et al., 1998).

Son muchas las definiciones propuestas de la gestión del resultado y un repaso de todas ellas nos remontaría excesivamente en el tiempo. Basta por ahora con decir que la mayoría destaca la intencionalidad de la dirección y las distintas formas por las cuales se puede llegar a niveles de resultados deseados. Dicha intencionalidad puede obedecer a intentos de mejora de la eficiencia, de oportunismo o de señalización de información privada, lo cual se encuentra estrechamente relacionado con la calidad de la información y la veracidad de los números contables.

Los incentivos de la dirección para acometer este tipo de prácticas dependen parcialmente de la disponibilidad de herramientas para poder alcanzar los niveles de resultados deseados. Esas herramientas pueden ser la conjunción de factores operativos, de financiación, inversión y contables (Jiambalvo, 1996). En cualquier caso, existe un considerable cuerpo de literatura que sugiere que las empresas suavizan o gestionan sus beneficios a través del tiempo para reducir ciertos riesgos asociados a beneficios excesivamente volátiles (Booth et al., 1996; Michelson et al., 1995). Esto significa que los beneficios no son sistemáticamente sesgados al alza, sino que la gestión del resultado

tratará de atenuar el impacto negativo que sobre el beneficio pueden tener periodos difíciles y a la vez suavizar un posible efecto exagerado de buenos tiempos económicos.

3.2.1 Medidas de gestión del resultado

Un problema común en todo estudio de gestión del resultado es el establecimiento de un punto de equilibrio entre las ventajas informativas que se pueden obtener y los incentivos para ocultar de manera oportunista la eficiencia real de la empresa por parte de la dirección. En la literatura, principalmente empírica, podemos encontrar una amplia variedad de medidas que intentan identificar estas conductas discrecionales en términos contables (Defond y Jiambalvo, 1991; Beneish, 1997; Bartov et al., 2000; Azofra et al., 2000)

Como ha puesto de manifiesto la literatura, la gestión del resultado puede revestir muy diversas formas que van desde las decisiones sobre activos reales tales como las ventas de activos (Bartov, 1993; Black et al., 1998) o los cambios en los gastos en I+D (Bange y DeBondt, 1998; Bushee, 1998) a las puras decisiones contables tales como el cambio de método contable (Watts y Zimmerman, 1986) o la elección de los ajustes contables (McNichols y Wilson, 1988). Pero, sin lugar a dudas, las prácticas de gestión del resultado que más han atraído la atención de los estudiosos son la utilización de los ajustes por devengo o *accruals* (Dechow, 1994; Jones, 1991)²¹.

Este procedimiento se basa en la premisa de que los beneficios contables pueden ser descompuestos en *cash flows* y *accruals* y que estos últimos ajustan el reconocimiento de los *cash flow* en los beneficios a través del tiempo (Healy, 1985). En otras palabras, la literatura se ha centrado en aquella parte del beneficio que conforman las corrientes de *cash flow* y aquellos *cash flows* del periodo que no tienen efectos en los beneficios actuales pero que lo tuvieron o lo tendrán en ejercicios pasados o futuros en la parte correspondiente a los *accruals*. De esta manera, los *accruals* contables permiten modificar el momento en el cual se reconocen los ingresos y gastos, generando cierta flexibilidad para transferir resultados

²¹ Los *accruals* han sido objeto de estudio en numerosas investigaciones sobre gestión del beneficio (Healy, 1985; DeAngelo, 1986; McNichols y Wilson, 1988; Jones, 1991; Dechow et al., 1995; Peasnell et al., 2000; Dechow et al., 2003; Kothari et al., 2005), utilización de *accruals* para evitar pequeñas pérdidas o descensos en los beneficios (Burgstahler y Dichev, 1997), estudios sobre predicción de *cash flow* o valoración del mercado de capitales de los *accruals* versus *cash flow* (Dechow, 1994) y estudios sobre valoración de mercado de los *accruals* discrecionales y no discrecionales (Subramanyam, 1996), entre otros.

entre periodos. Este procedimiento presenta, además, la ventaja de su flexibilidad, ya que permite la transferencia de resultados de manera menos visible y costosa que mediante cambios en los métodos contables (Healy, 1985).

Para un mejor entendimiento del concepto de *accruals*, recurriremos al trabajo realizado por Dechow et al. (1998), quienes plantean un modelo simple de beneficios, ignorando la depreciación de los *accruals* y asumiendo que: (1) la cifra de negocios sigue un camino aleatorio, (2) el margen de ventas es un porcentaje constante π , (3) α es la fracción de las ventas a crédito y, (4) todos los gastos son de efectivo. Dichos autores muestran que:

$$CF_t = \pi S_t - \alpha \varepsilon_t \quad (1)$$

$$A_t = \alpha \varepsilon_t \quad (2)$$

$$E_t = CF_t + \alpha \varepsilon_t = \pi S_t \quad (3)$$

Donde,

CF_t = Cash Flow del periodo

A_t = Accruals

$\varepsilon_t = S_t - S_{t-1}$ = Cambio en ventas

E_t = Beneficios contables

Dado que las ventas siguen un camino aleatorio, los *accruals* esperados se distribuirán en torno al cero y, por lo tanto, la predicción de futuros *cash flows* se corresponde con los beneficios futuros. Más específicamente:

$$E_t(A_{t+1}) = E_t(\alpha \varepsilon_{t+1}) = 0 \quad (4)$$

$$E_t(CF_{t+1}) = E_t(\pi S_{t+1} - \alpha \varepsilon_{t+1}) = E_t \quad (5)$$

Estas dos últimas ecuaciones sugieren que en la medida en que se mantengan los supuestos sobre los parámetros y las propiedades aleatorias de las ventas, los beneficios resultarán descriptivos y los *accruals* esperados serán cero. Sin embargo, cuando los márgenes de utilidad u otros parámetros afecten a los cambios en los *accruals*, entonces los cambios -tanto en los beneficios pronosticados como también en los *accruals*- serán distintos de cero.

De esta forma, al relajar los supuestos del modelo simple, asumiendo que los *accruals* se deprecian y considerando la aplicación de los principios contables, se obtiene como resultado ciertas diferencias entre el beneficio y el *cash flow*. Algunos ejemplos son la aplicación de la amortización que ha de realizar la empresa, la dotación de provisiones, el reconocimiento del ingreso o gasto en función de la corriente real de bienes y servicios o, de una correlación entre ingresos y gastos. Si bien la existencia de estas diferencias puede considerarse normal, cabe preguntarse hasta qué punto se puede considerar como tal y cuál es el punto de referencia de dicha normalidad.

Un intento de respuesta a dichas preguntas son las propuestas de modelos de *accruals* que tienen como objetivo separar los *accruals* totales en aquellos que se suponen “normales o no discrecionales” de aquellos “anormales o discrecionales”. Como punto de referencia, distinto en cada modelo, nosotros utilizaremos algunos modelos de *accruals* que consideran explícitamente el inmovilizado bruto, las variaciones en las ventas y los deudores comerciales, entre otros. De tal manera, en las secciones posteriores ofreceremos una reseña general de los modelos y analizaremos con mayor profundidad los modelos utilizados en nuestro estudio.

3.2.2 Modelos de ajustes por devengo: reseña general

Como ya ha quedado dicho, la utilización de modelos de *accruals* discrecionales para contrastar hipótesis relacionadas con la gestión del beneficio y la eficiencia de los mercados ha sido ampliamente utilizada en la literatura (Defond y Jiambalvo, 1994; Rees et al., 1996; Teoh et al., 1998a, 1998b). Estos estudios se fundamentan en la creencia de que los usuarios de la información financiera divulgada pueden estar sometidos a engaño dadas las interpretaciones que la dirección de la empresa da a los beneficios contables como medida de eficiencia (Fields et al., 2001). Por este motivo históricamente la investigación ha centrado su atención en el desarrollo de modelos de *accruals* para filtrar adecuadamente el componente discrecional.

Dicha historia se remonta a los trabajos de Healy (1985) y DeAngelo (1986), quienes argumentan que una de las mejores maneras de medir la gestión del resultado consiste en separar la parte discrecional de los *accruals* totales. Más tarde Jones (1991)

desarrollará un modelo de expectativas estableciendo una relación lineal entre los *accruals* no discrecionales, los cambios en las ventas y el inmovilizado material, de modo que la parte discrecional de los *accruals* totales es aquella que no se encuentra relacionada con los cambios en las ventas y con el inmovilizado (Dechow et al., 2003). Sin duda, el trabajo de Jones (1991) marcará un punto de inflexión en la modelización de *accruals* discrecionales y la mayoría de los estudios posteriores intentan modelar el componente no discrecional de los *accruals* totales y así, por medio de los términos de error de las estimaciones, obtener una aproximación de los *accruals* discrecionales. Por consiguiente, la diferencia entre los *accruals* totales y los *accruals* estimados por medio de un modelo de expectativas proporcionará una aproximación al componente discrecional de los *accruals*.

La necesidad de contrastar hipótesis sobre los incentivos que mueven a la dirección para gestionar beneficios ha conducido a una proliferación de modelos más sofisticados, los cuales dependen básicamente de la precisión del investigador en la estimación de los *accruals* discrecionales. Una variante del modelo de Jones es el desarrollado por Dechow et al., (1995) y denominado modelo de Jones modificado, en el que el cambio en las ventas se ajusta por el cambio en las cuentas a cobrar, asumiendo así que la totalidad de las ventas a crédito forman parte del componente discrecional de los *accruals*. Estos autores ponen de manifiesto la superioridad de los modelos basados en el de Jones frente a los modelos de Healy (1995) y DeAngelo (1986), al permitir controlar los cambios en las condiciones económicas de la empresa. Dichas conclusiones se ven fortalecidas con el trabajo de Guay et al., (1996) donde se evalúan modelos a partir de la valoración de un mercado de capitales que se asume eficiente, señalando la superioridad de los modelos de Jones y Jones modificado frente al resto de modelos formulados con anterioridad. No obstante, estos mismos autores, al igual que Dechow et al. (1995), analizan la especificación y potencia de varios modelos de *accruals* discrecionales y concluyen que todos los modelos presentan mala especificación puesto que rechazan la hipótesis nula de ausencia de gestión del resultado con tasas que exceden los niveles especificados cuando se aplican muestras con desempeño financiero extremo.

Es preciso hacer notar que dichos resultados deben ser interpretados con sumo cuidado, puesto que ilustran la importancia de la hipótesis contrastar. En este sentido,

resulta muy probable que aquellas empresas con cifras extremas de excedente gestionen el resultado y, por lo tanto, bajo la hipótesis nula de ausencia de gestión del resultado, los modelos de *accruals* pueden detectar semejantes manipulaciones (Guay et al., 1996). Sin embargo, la presencia de una mala especificación cuando se aplica a muestras con cifras de resultados anómalas se debería en parte a que dicho resultado puede estar relacionado con los *accruals* discrecionales. Dado que generalmente la investigación examina muestras no aleatorias —e.g., muestras de cambios de auditores, desempeño extremo, etc.—, se debería prestar especial atención a la especificación de los modelos. Por eso, una práctica habitual de los investigadores que contrastan hipótesis de gestión del resultado es la utilización de muestras aleatorias de control con la finalidad de atenuar una mala especificación y así reducir la probabilidad de realizar inferencias incorrectas. De esta forma, al confiar en una muestra de control para calibrar la gestión del resultado, esta debe ser interpretada como anormal.

Una conclusión parecida obtienen Peasnell et al. (2000), quienes evalúan los modelos de sección cruzada de Jones, Jones modificado y el desarrollado por ellos mismos, demostrando que todos los modelos presentan una mejor especificación cuando son aplicados a una muestra aleatoria. Sin embargo, el modelo desarrollado por Peasnell et al. (2000) se encuentra mejor especificado que el modelo de Jones modificado cuando se aplica a muestras con situaciones de *cash flow* extremo.

Continuando con la evaluación de los modelos estimados en sección cruzada, Jeter y Shivakumar (1999) proponen el denominado modelo de *cash flow* (CFO) como una versión del modelo de Jones que intenta subsanar las carencias evidenciadas en trabajos anteriores cuando el modelo se aplica a situaciones anormales de *cash flow*. Los resultados obtenidos por estos autores confirman que el modelo de Jones se encuentra bien especificado cuando se aplica una muestra aleatoria pero presenta problemas de especificación cuando los *cash flow* son extremos. Finalmente, Kothari et al. (2005) sugieren un modelo bajo la intuición de que los *accruals* se encuentran correlacionados con el desempeño contemporáneo y pasado de la empresa (Dechow et al., 1998; Barth et al., 2001), proponiendo un modelo basado en el de Jones y ajustado por ROA. Los resultados obtenidos evidencian tanto una

mejor especificación como una mayor potencia de estos modelos ajustados por el desempeño.

En resumen, el creciente interés en el estudio de los modelos de *accruals* discrecionales y la gestión del beneficio ha conducido a una variedad de intentos de modelar los *accruals* discrecionales, con las consiguientes divergencias en los resultados. Tal atomización de propuestas metodológicas y especificaciones ha provocado un cierto escepticismo en los investigadores, como Fields et al. (2001), quienes afirman que la única conclusión convincente parece ser que, ante modelos de elecciones contables múltiples – haciendo referencia a la gestión de beneficios mediante *accruals*-, la gran variedad de modelos de *accruals* discrecionales puede traer consigo serios problemas de inferencia al interpretar los resultados, dada la variedad de supuestos de cada modelo al filtrar las componentes no discrecionales.

También habría que reconocer que una explicación más pormenorizada de los modelos utilizados por la literatura quedaría fuera del objetivo de la presente tesis doctoral. Por lo tanto, nos remitimos al epígrafe 3.5.1. sobre Metodología de este mismo capítulo, en el que detallaremos los principales rasgos de los cinco modelos de cálculo de ajustes por devengo anormales que utilizaremos.

3.3 Hipótesis

Dada la capacidad directiva para mejorar o reducir la calidad informativa de los estados financieros, en ocasiones la gestión del resultado ha sido objeto de estudio desde la perspectiva de los de los distintos partícipes en la empresa (Beaver y Engel, 1996; Dechow y Skinner, 2000). La extensión lógica de este planteamiento es el análisis de los mecanismos de gobierno que afectan potencialmente al comportamiento oportunista de la dirección (Bharath et al., 2008; Doyle et al., 2007; Zhao y Chen, 2008) y a las características institucionales de los distintos países (Burgstahler et al., 2006; Dargenidou et al., 2007; Gabrielsen et al., 2002; Leuz et al., 2003). Así, por ejemplo, la literatura ha estudiado el efecto del tamaño y composición del consejo de administración (Beasley, 1996; Peasnell et al., 2005; Xie et al., 2003), de las características de las comisiones de auditoría (Defond y Jiambalvo, 1991; Klein, 2002), de la participación directiva en la

propiedad (Cheng y Warfield, 2005; Gabrielsen et al., 2002), de los auditores externos (Becker et al., 1998; DeFond y Subramanyam, 1998), y de los inversores institucionales (Jiambalvo et al., 2002).

Generalmente, la literatura ha centrado sus esfuerzos en el contexto anglosajón, caracterizado por una mayor dispersión de la propiedad, siendo el problema de agencia predominante el surgido de un eventual conflicto de intereses entre dirección y accionistas –Problema de Agencia I-. Sin embargo, evidencia reciente sugiere que en un cierto número de empresas estadounidenses existe también una marcada concentración de la propiedad que da lugar a un problema de agencia cuyos costes relacionados se derivan del conflicto de intereses entre accionistas controladores y no controladores -Problema de Agencia II- (Villalonga y Amit, 2009). Al igual que en algunas empresas familiares estadounidenses, este tipo de problema de agencia es el predominante en la empresa continental europea (Becht y Roell, 1999; Bozec y Laurin 2008; Johnson et al., 2000), siendo también más notorio en las empresas de propiedad familiar, en donde el alto grado de alineamiento entre control y propiedad desemboca en la posibilidad de expropiación de los accionistas minoritarios por parte de los grandes accionistas, que a menudo mantienen lazos familiares con la dirección (Ali et al., 2007; Villalonga y Amit, 2006). En tales situaciones, la contestación al control del accionista de referencia puede constituir un factor clave (Bennedsen y Wolfenzon, 2000; Lehmann y Weigand, 2000; Maury y Pajuste, 2005; Volpin, 2002). Por este motivo, parte de nuestro análisis se basa en la noción de contestación en el sentido de cómo los otros grandes accionistas pueden desafiar el poder del mayoritario.

En relación con la información contable, algunos estudios sobre calidad de beneficios encuentran que las empresas familiares en EE.UU. ofrecen información sobre beneficios de mayor calidad en comparación con las empresas no familiares (Wang, 2006; Ali et al., 2007), sugiriendo que aquéllas se encuentran asociadas a un menor nivel de gestión del resultado. Estos resultados pueden estar motivados por el hecho de centrarse en el ámbito anglosajón, donde existe una alta protección al inversor externo y bajos niveles de beneficios privados de control. Sin embargo, no resulta tan claro si tales resultados son generalizables a entornos donde existe una menor protección legal y mayores niveles de

beneficios privados, como en España, Francia e Italia (La Porta et al., 1999; Nenova, 2003). Así lo manifiestan Leuz et al. (2003), quienes sugieren que en entornos de baja protección legal y altos niveles de beneficios privados el comportamiento de la dirección tienen mayor trascendencia de cara a la manipulación de beneficios.

Por otra parte, el consejo de administración cumple una función no menos importante en la tarea de atenuar los problemas de agencia, particularmente en su función de supervisión de la dirección (Fama y Jensen, 1983a). Tal como apuntamos en el capítulo anterior, una inquietud que ha dominado la regulación de muchos países en el intento de otorgar mejor protección a los inversores ha sido el intento por salvaguardar la independencia de los consejos de administración. Así, por ejemplo, en algunos de los países más grandes con mayor protección al inversor como EEUU y Reino Unido han prosperado iniciativas tendentes a lograr cierta proporción de miembros externos en el consejo como, por ejemplo, la introducción de los códigos de gobierno corporativo en el Reino Unido – e.g., en 1992 el *Cadbury Code of Best Practices*- y en EEUU –e.g., en el 2002 la *Sarbanes-Oxley Act*-. Dicha inquietud no es privativa del entorno legal anglosajón sino que también en nuestro país, los distintos Códigos de Buen Gobierno (Código Olivencia, Informe Aldama y el Código Unificado de Buen Gobierno) se ha hecho eco de la necesidad de reforzar el protagonismo de los consejeros independientes.

El consenso institucional que parece existir al respecto choca con unos resultados empíricos ciertamente poco concluyentes. Esta falta de acuerdo puede venir inducida por la ausencia de consideración del tipo de estructura de propiedad predominante. Por este motivo resulta de interés analizar la función de los consejeros externos en función del tipo de propietario y en función del entorno legal e institucional en el que opera la empresa. Así vistas las cosas, cabe preguntarse por el modo en que afectará la independencia del consejo de administración a la gestión del resultado en aquellas empresas de propiedad familiar y/o en aquellos entornos de menor protección legal de los inversores.

Las hipótesis a las que haremos referencia a continuación giran en torno a dos ejes. Por un lado, examinamos cómo la distribución de la propiedad y la contestación al control del principal accionista en la empresa familiar influyen sobre las prácticas de gestión del resultado. Por otro lado, examinamos cómo las características del consejo de

administración y, especialmente, la independencia del consejo ante la presencia de un accionista principal familiar, influyen sobre las prácticas de gestión del resultado.

Nuestro estudio contribuye a la literatura de propiedad familiar, gobierno corporativo y gestión del resultado en al menos tres vías. En primer lugar, examinamos distintas medidas de *accruals* discrecionales, verificando su especificación y potencia para distintos entornos legales y países. Esto resulta importante ya que la elección de una medida idónea se encuentra relacionada con su capacidad para detectar tanto aquellos comportamientos discrecionales operativos como también aquellos comportamientos discrecionales a largo plazo. En segundo lugar, examinamos la influencia de las distintas características del consejo de administración en dos entornos legales bien marcados e investigamos si la independencia del consejo es relevante en la reducción de los niveles de *accruals* discrecionales, especialmente cuando el principal accionista tiene naturaleza familiar. En tercer lugar, nuestra investigación proporciona explicaciones plausibles en el marco de teoría de agencia para distintos comportamientos en la empresa familiar, contraponiendo dos entornos bien diferenciados, uno con una fuerte protección legal y bajos beneficios privados de control, como en EEUU, Reino Unido y Canadá, y otro entorno legal que se caracteriza por tener una débil protección al inversor y altos niveles de beneficios privados, como en España, Francia e Italia. Sin duda, esta contraposición nos brinda una oportunidad única para examinar el posible efecto modelador del entorno institucional y legal sobre el Problema de Agencia II.

3.3.1 Propiedad familiar y gestión del resultado

La mayor parte de la literatura acerca de la relación entre la estructura de propiedad y las elecciones contables se ha centrado en el análisis de la propiedad directiva y de la propiedad institucional (Jiambalvo et al., 2002; Jung y Kwon, 2002; Siregar y Utama, 2008; Yeo et al., 2002). No obstante, el efecto de la concentración de la propiedad, especialmente cuando esta tiene carácter familiar, sobre la gestión del resultado continúa siendo un tema relativamente poco explorado (López-de-Foronda, 2009).

El origen predominantemente anglosajón de las investigaciones en este campo explica que el conflicto de intereses al que se ha prestado más atención es el denominado

Problema de Agencia I. No obstante, Dempsey et al. (1993) afirman que la dicotomía propietario-controlador/directivo-controlador no tiene suficiente capacidad explicativa, aseveración respaldada por la existencia de estructuras accionariales concentradas de las empresas europeas continentales, en las que existe una marcada presencia de accionistas o familias fundadoras y que poseen una considerable participación en el control de las empresas (Becht y Roell, 1999; La Porta et al., 1999). Este estrecho control de las empresas por parte de los accionistas mayoritarios genera una cierta divergencia entre accionistas minoritarios y controladores, siendo dicho problema más prominente en las empresas familiares (Ben-Amar y André, 2006), dado el usual parentesco o ligazón entre dirección y grandes accionistas. De ahí que el riesgo de expropiación de los accionistas minoritarios por parte de accionistas familiares controladores sea mayor en este tipo de empresas (Claessens et al., 2002; Cronqvist y Nilsson, 2003; Maury y Pajuste, 2005; Jara-Bertin et al., 2008).

La literatura de agencia predice dos posibles consecuencias de la propiedad familiar sobre los costes de agencia de la empresa. Por un lado, los intereses de la dirección tenderán a encontrarse más alineados con los de la propiedad, atenuando de este modo el posible efecto negativo de la separación entre propiedad y control (Anderson y Reeb, 2003; Gorton y Kahl, 1999). Al mismo tiempo, los accionistas controladores pueden prevalerse de su posición para tratar de extraer beneficios privados en detrimento de otros partícipes de la empresa, especialmente los accionistas minoritarios²² (Ali et al., 2007; Faccio et al., 2001; Fama y Jensen, 1983a; Shleifer y Vishny, 1997; Villalonga y Amit, 2006). En este sentido se pronuncian Faccio et al. (2001), quienes demuestran que las familias pueden tender a expropiar riqueza cuando existe una separación entre derechos de voto y derechos de *cash flow*. Por su parte, Villalonga y Amit (2006) atribuyen estos incentivos al hecho de que los beneficios privados del control familiar no se encuentran diluidos entre muchos accionistas independientes. Dichos argumentos llevan a suponer que el Problema de Agencia II se manifiesta con más severidad en las empresas de carácter familiar. De acuerdo a estos planteamientos, el argumento de expropiación nos lleva a formular la siguiente hipótesis:

²² En general, este tipo de expropiación por parte de los internos se lleva a cabo utilizando los beneficios de la empresa en sus propios intereses en detrimento de los accionistas externos. Por ejemplo, los internos pueden simplemente vender activos de la empresa que ellos controlan a otras empresas que ellos poseen a un precio menor que el precio de mercado. También pueden desviar oportunidades de la empresa, nombrar miembros familiares no cualificados en posiciones directivas, o establecer planes de compensación demasiado altos a los ejecutivos (La Porta et al., 2000).

H1: La gestión del resultado será más acentuada en las empresas familiares en comparación con las no familiares.

Nuestro análisis abarca dos marcos institucionales diferenciados –ley común y ley civil-, lo que obliga a considerar que la transparencia de la información contable y los incentivos para la extracción de beneficios privados pueden verse significativamente afectados por esta diferencia (Ball et al., 2000; Haw et al., 2004). Un elemento reseñable a este respecto es el grado de protección legal de que disfrutaban los accionistas minoritarios (Shleifer y Vishny, 1997; La Porta et al., 2000). Puesto que en los países de ley civil la propiedad tiende a estar más concentrada, el conflicto entre accionistas mayoritarios y minoritarios cobra más relevancia (Becht y Roell, 1999; Bianco y Casavola, 1999; Morck et al., 2005), lo cual tendrá su correlato en las prácticas de manipulación contable (Leuz et al., 2003).

Circunscrito este problema al ámbito de las empresas familiares, cabe conjeturar que el comportamiento contable de las empresas familiares será distinto en uno u otro entorno institucional. Así también se pronuncia Maury (2006), quien muestra que la influencia del carácter familiar de la empresa está condicionado por la protección de los accionistas minoritarios. En consecuencia, la asimétrica concentración de la propiedad familiar, protección legal y capacidad de aplicación y ejecución de las leyes en uno u otro entorno institucional nos llevan a enunciar nuestra segunda hipótesis:

H2: Los niveles de *accruals* discrecionales serán mayores en las empresas familiares de ley civil en comparación con aquellas de origen anglosajón.

En términos generales, la influencia de la concentración de la propiedad sobre las prácticas de divulgación de información contable puede justificarse desde dos ángulos opuestos. Existen líneas argumentales que sugieren que la concentración de la propiedad sirve como mecanismo regulador de los comportamientos oportunistas en materia contable, dada la menor separación entre la financiación y el control de la empresa, lo que redundaría en un control más directo de los agentes de la empresa o en una participación más activa en la toma de decisiones y en el proceso de divulgación financiera de la empresa (Anderson y Reeb, 2003).

Por otro lado, se ha puesto de manifiesto que una propiedad concentrada en manos de un número reducido de accionistas puede conducir a una posición de cierto atrincheramiento, lo que traería consigo efectos nocivos en la calidad de la información que se trasmite al mercado. Así se expresan Fan y Wong (2002), quienes sugieren dos vías por las cuales una propiedad concentrada reduce potencialmente el contenido informativo de los beneficios divulgados. En primer lugar, los inversores externos pueden percibir que la información contable divulgada por los accionistas controladores responde a un cierto oportunismo derivado del control del que estos últimos gozan, reduciendo la credibilidad de los estados financieros. En segundo lugar, la concentración de la propiedad recorta la posibilidad de *filtración* de información acerca de la eventual búsqueda de rentas privadas. Esta pérdida de contenido informativo se torna crítica cuando los derechos sobre los *cash flow* se encuentran separados de los derechos de voto (Francis et al., 2005). Así lo han confirmado empíricamente, en consistencia con la hipótesis de atrincheramiento, Sánchez Ballesta y García Meca (2007) y Yeo et al. (2002), quienes muestran una relación no lineal entre propiedad interna, *accruals* discrecionales y contenido informativo de los beneficios.

Este efecto nocivo puede hacerse aún más patente en las empresas familiares donde la escasa separación entre propiedad y control, y la alta concentración de la propiedad puede llevar al atrincheramiento del accionista familiar dominante. En tal sentido, la literatura ha evidenciado que una elevada participación en la propiedad por parte de los internos genera incentivos para ejercer prácticas de gestión del resultado (Cheng y Warfield, 2005; Yeo et al., 2002). No obstante, algunas investigaciones muestran que una mayor concentración de la propiedad en las empresas familiares mejora el contenido informativo de los beneficios al admitir que son los directivos los más capacitados y aptos para interpretar aquellos componentes de los beneficios que predicen los futuros *cash flow*.

En su conjunto, estos resultados muestran que la influencia del principal accionista en las prácticas de divulgación de información corporativa es una cuestión empírica, pudiéndose aportar argumentos en uno u otro sentido (Siregar y Utama, 2008). Asimismo, cuando el principal accionista tiene naturaleza familiar, hay argumentos para justificar que la relación tome el mismo signo o, por el contrario, influya de manera opuesta a como lo

hace un principal accionista no familiar. Formulamos, por consiguiente, nuestra tercera hipótesis en los siguientes términos:

H3: Existe una relación (positiva o negativa) entre la propiedad del principal accionista y los *accruals* discrecionales. Dicha relación puede cambiar de signo cuando el principal accionista es de carácter familiar.

Un elemento clave dentro del efecto de la estructura de propiedad es el modo como los accionistas distintos del mayoritario pueden influir realmente en la toma de decisiones. De alguna manera, este factor remite a la existencia de estructuras de propiedad intermedias entre los dos extremos a los que se ha prestado más atención: estructuras de propiedad atomizadas en las cuales ningún accionista cuenta con incentivos para implicarse efectivamente en la supervisión directiva y estructuras de propiedad fuertemente concentradas en las que un accionista dominante posee suficiente poder como para orientar la gestión de la empresa en su propio beneficio.

Se ha demostrado que la existencia de *blockholders* activos mejora notablemente la calidad de la información contenida en los beneficios. En esta línea se encuentran los hallazgos de Yeo et al. (2002) y Bae y Jeong (2007), quienes encuentran que la presencia de varios grandes accionistas comporta una reducción de las oportunidades de gestión del resultado y una mejor supervisión, con el consiguiente efecto positivo sobre la capacidad informativa de los beneficios.

Este planteamiento discurre paralelo a los hallazgos de la investigación financiera sobre el efecto de las mencionadas estructuras de propiedad con múltiples grandes accionistas sobre el valor de la empresa. La literatura financiera ha mostrado cómo, en esos casos, la contestación al control del principal accionista se torna un factor clave con importantes repercusiones sobre la creación de valor (Bloch y Hege, 2001; Edwards y Weichenrieder, 2004; Maury, 2006; Maury y Pajuste, 2005; Jara-Bertin et al., 2008).

Nuestra intuición se basa en la idea de que, cuando el accionista mayoritario encuentra una mayor contestación y su control resulta más disputado, se ve obligado a llegar a un consenso con los demás accionistas para mantener el control necesario para ejecutar las principales decisiones estratégicas (López-de-Foronda, 2009). En consecuencia, los poseedores de participaciones significativas distintos del accionista principal pueden

optar por formar coaliciones de control entre sí para superar el poder del mayor propietario. Estas coaliciones, dinámicas y cambiantes por definición, pueden tener un significativo efecto sobre las decisiones estratégicas de la empresa (Bennedsen y Wolfenzon, 2000; Bloch y Hege, 2001; Claessens et al., 2002; Gomes y Novaes, 2001).

Mientras estos accionistas de referencia pueden unirse al principal accionista para ayudarlo a mantener el control, también pueden prevenir comportamientos oportunistas y reducir la posible extracción de beneficios privados por parte del accionista principal. En consecuencia, un elemento importante para valorar la fiabilidad de los estados financieros puede corresponder al grado de implicación de otros accionistas distintos del principal en los procesos de preparación de la información financiera. Si así fuera, el accionista dominante encontrará más costoso y difícil intervenir interesadamente sobre esa información.

Este efecto resulta aún más destacado en las empresas familiares (Ben-Amar y André, 2006). Por ese motivo tiene sentido evaluar en qué medida la contestación al control del principal accionista incide sobre la actuación discrecional para gestionar el resultado. Por lo tanto, contrastaremos la siguiente hipótesis:

H4: La participación en la propiedad de varios grandes accionistas reduce las prácticas de gestión del resultado de forma más prominente en las empresas familiares que en las no familiares.

Además de la naturaleza familiar del principal accionista y de la posibilidad de contestación a su control por otros accionistas de referencia, también la naturaleza de estos últimos es un factor a tener en cuenta en la posibilidad de gestión del resultado. Maury y Pajuste (2005) y Ball et al. (2003) apuntan que las personas físicas y los grupos familiares pueden establecer con más facilidad acuerdos entre sí para la extracción de beneficios privados. Esto significa que, en las empresas en las que el principal accionista es una familia, la posibilidad de que otros grandes accionistas resulten también de naturaleza familiar es crítica, ya que esos inversores individuales y familiares se avienen entre sí con más facilidad a una cierta connivencia. Por el contrario, en una empresa donde el accionista mayoritario es una familia pero los demás accionistas de referencia tienen carácter no

familiar -e.g., corporaciones no financieras, inversores institucionales, bancos, etc.-, estos acuerdos privados se tornan más difíciles.

En otros términos, una coalición formada por familias está sometida a menores costes de extracción de beneficios privados en comparación con una coalición que incluya un inversor institucional o un banco, pues generalmente estos últimos están sometidos a una supervisión más estricta por parte de las autoridades reguladoras. De acuerdo con estos planteamientos, podemos establecer la siguiente hipótesis:

H5: Una familia o accionista individual como segundo o tercer accionista tienen una influencia positiva en la gestión del resultado en las empresas donde el principal accionista también es un accionista familiar o individual.

3.3.2 Consejo de administración y gestión del resultado

El deficiente funcionamiento de los mecanismos externos de control corporativo ha conducido a una situación en la que el consejo de administración se encuentra en la cúspide de los mecanismos internos de gobierno corporativo (Jensen, 1993). En consonancia con gran parte de la literatura precedente, abordaremos tres de las características más sobresalientes del consejo de administración: el tamaño (Yermack, 1996; Eisenberg et al., 1998), la independencia (Beasley, 1996; Peasnell et al., 1998) y una aproximación al nivel de actividad (Vafeas, 1999; Monterrey y Sánchez, 2008).

En relación con el primero de estos rasgos, la dimensión del consejo de administración, la literatura ha sido pródiga en la búsqueda de un tamaño óptimo. Este tamaño sería un punto de equilibrio pues, por un lado, en consejos muy pequeños existe demasiada centralización en la toma de decisiones, lo que puede incentivar a sus miembros a perseguir intereses distintos a la maximización del valor de la empresa (Pearce y Zahra, 1992). Por otro lado, los consejos sobredimensionados son ineficientes (Andrés et al., 2005; Andrés y Vallelado, 2008; Lipton y Lorsch, 1992; Goodstein et al., 1994; Yermack, 1996; Eisenberg et al., 1998; Mínguez y Martín, 2005; Rosenstein y Wyatt, 1997; Klein, 1998), pues un excesivo tamaño dificulta la fluidez de comunicación y limita la eficacia de los procesos de toma de decisiones (Jensen, 1993). Además, dada la dificultad de lograr un consenso en aquellos consejos demasiado grandes, la dirección puede disponer de mayor capacidad para influenciar a sus miembros.

En nuestro trabajo trasladamos esta lógica al ámbito de la gestión del resultado. De esta forma, es de esperar que, inicialmente, un mayor número de miembros del consejo de administración tenga como resultado una mayor capacidad para controlar las prácticas de manipulación contable. No obstante, superado un cierto umbral crítico, el tamaño del consejo se torna excesivo e influirá negativamente sobre la calidad de la información contable. Por lo tanto, nuestra hipótesis podría enunciarse de la siguiente forma:

H6: Es de esperar una relación no lineal entre el tamaño del consejo de administración y la gestión del resultado. Esta relación combinaría una tendencia inicialmente negativa para, posteriormente, observarse una relación positiva.

Por lo que respecta a la frecuencia de las reuniones del consejo, generalmente viene asociada bien al carácter proactivo o reactivo del consejo de administración para enfrentarse a los problemas y tomar las principales decisiones estratégicas (Forbes y Milliken, 1999). La literatura a este respecto no es concluyente, habiéndose proporcionado argumentos tanto a favor como en contra de la frecuencia de reuniones (Zahra y Pearce, 1989; Pettigrew, 1992).

Por un lado, un mayor ritmo de reuniones puede indicar un consejo de administración más activo, comprometido con la estrategia de la empresa y más eficaz en la tarea de supervisión. Desde esta perspectiva, habría que valorar positivamente el mantenimiento de un calendario intenso de reuniones. Sin embargo, el aumento del número de reuniones puede responder a una pobre eficiencia de la empresa y al intento de reaccionar a tal ineficiencia (Vafeas, 1999).

Aunque este planteamiento puede aplicarse a ambos entornos institucionales, cabe suponer que el efecto negativo del número de reuniones puede verse agravado cuando los derechos de los accionistas están menos protegidos, ya que esa mayor actividad del consejo de administración podría indicar un mayor influjo del accionista principal en la toma de decisiones y, por tanto, una mayor capacidad para modificar los resultados contables. En conjunto, ya se trate de evitar pobres desempeños o de explotar los beneficios privados del control, ambos argumentos indican que el número de reuniones del consejo induce a la empresa a gestionar resultados. Por lo tanto, podemos enunciar la siguiente hipótesis:

H7: Es de esperar una relación positiva entre la frecuencia de reuniones y los niveles de *accruals* discrecionales en valor absoluto. Dicha relación positiva será más significativa en aquellos países de ley civil.

La tercera característica del consejo que analizaremos es su composición. Se trata de uno de los rasgos que ha despertado un mayor interés (Brickley y James, 1987; Lee et al., 1992) y sobre el cual disponemos de evidencia en relación con su capacidad para atenuar las prácticas de gestión del resultado (Fischer y Verrecchia, 1999; Ewert y Wagenhofer, 2005; Goldman y Slezak, 2006).

DeFond y Jiambalvo (1991) constituyen una primera aproximación a la función de los consejeros independientes, detectando una menor frecuencia de consejeros independientes en empresas que han corregido a la baja su cifra de beneficio en periodos futuros. Por su parte, Dechow et al. (1996) y Beasley (1996) destacan el papel de los consejeros externos en la reducción de la discrecionalidad contable en empresas que han cometido algún tipo de fraude y se encuentran bajo la supervisión de *Securities Exchange Commission*. Otros trabajos que analizan directamente la relación entre consejeros externos y los *accruals* discrecionales son Davidson et al. (2005), Xie et al. (2003) y Klein (2002), para el contexto estadounidense, y Peasnell et al. (2005) para el Reino Unido, mostrando que la presencia de consejeros externos reduce tanto la probabilidad como los niveles de gestión del resultado.

A un nivel más internacional, los resultados no parecen ser tan concluyentes, quizás por la falta de consideración de factores relacionados con la estructura de propiedad de las empresas. Park y Shin (2004) examinan el caso canadiense y encuentran escasa evidencia en favor de que los consejeros externos reduzcan los *accruals* discrecionales. Para España, García Osma y Gill de Albornoz (2005) encuentran, en coherencia con el contexto anglosajón, que los consejeros dominicales constituyen un freno para las prácticas de manipulación de beneficios. Por otra parte, Chen y Jaggi (2000) no examinan directamente la gestión del resultado, sino que abordan la asociación entre consejeros independientes y divulgación financiera en empresas familiares y no familiares en Hong Kong, encontrando que una mayor proporción de consejeros independientes viene asociada a una mayor facilidad de comprensión de dichas divulgaciones. Además, estos autores encuentran que esa vinculación es más débil para las empresas familiares.

En su conjunto –a pesar de la ausencia de unanimidad al respecto-, la mayoría de la investigación se inclina hacia la idea de que la presencia de consejeros independientes mejora la calidad de la información que se transmite al mercado, sugiriendo que aquellos consejos más independientes se encuentran asociados a menores niveles de gestión del resultado. Dicha relación parece no hallarse vinculada al entorno institucional-legal, lo que nos lleva a pensar que, en los países anglosajones, un consejo de administración más independiente conlleva una mayor supervisión directiva mientras que, en los países de ley civil, la independencia del consejo sugiere implícitamente una preocupación por los intereses de todos los accionistas y la garantía de que los derechos de los accionistas minoritarios serán tenidos en cuenta. Por lo tanto, ante dichos argumentos podemos plantear la siguiente hipótesis:

H8: Es de esperar una relación negativa entre la gestión del resultado y la independencia del consejo de administración.

3.3.3 Propiedad familiar, consejo de administración y gestión del resultado

Nuestras últimas hipótesis, que presentarán un enunciado dual, hacen referencia al efecto conjunto del carácter familiar y de las características del consejo de administración. De alguna manera, tratamos de extender el trabajo de Westphal (1998), quien argumenta que en este tipo de empresas el consejo de administración asume un especial protagonismo dada la limitación de otros mecanismos de gobierno para atenuar los problemas de agencia.

Por lo que se refiere a la independencia del consejo, Anderson y Reeb (2004) muestran que los intereses de los accionistas externos se encuentran mejor protegidos cuando los consejeros independientes poseen un mayor poder en comparación con la propiedad familiar, lo que sugeriría que la independencia del consejo asume una función primordial para minorar un posible atrincheramiento de los accionistas familiares dominantes. Por lo tanto, supondremos que los consejeros independientes constituyen un factor significativo para mejorar la información contable suministrada por la empresa a los accionistas externos. Asimismo, en la medida en que ese efecto trata de paliar una posible desprotección legal, será tanto más efectivo cuanto menor sea la protección legal.

H9a: Los niveles de *accruals* discretionales se encuentran negativamente asociados a la proporción de consejeros independientes en el consejo de administración en

empresas familiares. Esta relación es más relevante en empresas que pertenecen a un entorno legal más débil.

H9b: A mayores niveles de propiedad del principal accionista familiar, la relación negativa entre *accruals* discrecionales e independencia del consejo será más significativa. Esta relación es más relevante en empresas que pertenecen a un entorno legal más débil.

Por lo que respecta a la frecuencia de las reuniones del consejo, extenderemos la argumentación de la hipótesis H7 a las empresas de propiedad familiar. Cabe pensar que en tal entorno, en el que el principal accionista puede utilizar con más frecuencia el consejo de administración para sus propios beneficios privados, un mayor ritmo de reuniones se traducirá en una información contable en servicio de sus intereses y, por tanto, en mayor discrecionalidad contable. Análogamente, el efecto deberá ser diferenciado en función del entorno legal.

H10a: Los niveles de *accruals* discrecionales se encuentran positivamente asociados al número de reuniones del consejo de administración en empresas familiares. Esta relación es más relevante en empresas que pertenecen a un entorno legal más débil.

H10b: A mayores niveles de propiedad del principal accionista familiar, la relación positiva entre *accruals* discrecionales y número de reuniones del consejo será más significativa. Esta relación es más relevante en empresas que pertenecen a un entorno legal más débil.

Finalmente, por lo que respecta al efecto del tamaño, repetiremos nuestra suposición de que el número de miembros del consejo se relaciona positivamente con la discrecionalidad contable de las empresas familiares, condicionando dicho efecto al tipo de entorno legal en el que opera la empresa:

H11a: Los niveles de *accruals* discrecionales se encuentran positivamente asociados al tamaño consejo de administración en empresas familiares. Esta relación es más relevante en empresas que pertenecen a un entorno legal más débil.

H11b: A mayores niveles de propiedad del principal accionista familiar, la relación positiva entre *accruals* discrecionales y el tamaño del consejo será más significativa. Esta relación es más relevante en empresas que pertenecen a un entorno legal más débil.

3.4 Muestra y variables

En esta sección presentamos el proceso de selección de la muestra, la definición de variables y los aspectos metodológicos de la investigación empírica, tanto para la estimación de los modelos de *accruals* discrecionales como para los modelos de contraste de las hipótesis anteriormente formuladas.

3.4.1 Muestra

La selección de la muestra implica dos decisiones distintas. La primera consiste en la elección de una muestra suficientemente amplia para estimar fiablemente los modelos de gestión del resultado. Tras ese primer paso, la segunda etapa consiste en realizar una conjugación las medidas de *accruals* discrecionales así obtenidas con la información corporativa sobre la estructura de propiedad y el consejo de administración.

La selección de la muestra empleada en el análisis de los modelos de *accruals* discrecionales comienza por la obtención de las observaciones anuales de empresas no financieras cotizadas en mercados de valores a lo largo del periodo 1996-2003²³ en Estados Unidos, Canadá, Reino Unido, Italia, Francia y España. La información básica se obtuvo de la base de datos COMPUSTAT, comercializada por *Standard & Poor's* y que proporciona información altamente fiable sobre los estados financieros de las empresas cotizadas. Para garantizar la validez de nuestras estimaciones, únicamente han sido tenidos en cuenta los datos de las empresas para las que se disponía de un mínimo de 10 observaciones país-año-sector, partiendo de la clasificación sectorial INDC3 o INDC4 de acuerdo a los códigos industriales de *Datastream*²⁴. La clasificación sectorial se muestra en la tabla 1.

²³ La necesidad de utilizar valores retardados y futuros en algunos modelos ha hecho que, aunque se utilicen datos entre 1995 y 2005, las estimaciones se refieran a los años 1996-2003.

²⁴ Hemos optado por la utilización de INDC4 para Reino Unido y Estados Unidos puesto que dicha clasificación sectorial proporciona una mayor cantidad de observaciones año-sector. Por el contrario, dado el menor tamaño de los mercados del resto de los países, hemos optado por reducir el número de sectores y utilizar la clasificación sectorial INDC3.

Tabla 1: Clasificación sectorial por INDC3 y INDC4 de códigos Datastream

Nombre	INDC3	INDC4	Descripción
Recursos	1. RESOR	11. MINING	Minería
Industria básica	2. BASIC	12. OLIGS	Gas y Petróleo
		21. CHMCL	Industria química
		22. CNSBM	Construcción y Materiales de construcción
		23. FSTPA	Celulosa, productos de la madera
		24. STLOM	Acero y otros metales
Bienes de consumo cíclicos	3. GENIN	31. AERSP	Aeroespacial y defensa
		32. ELTNC	Equipos electrónicos y eléctricos
		33. ENGEN	Ingeniería y maquinaria
Bienes de consumo no-cíclicos	4. CYCGD	41. AUTMB	Automóviles y componentes
		42. HHOLD	Bienes domésticos y textiles
Servicios cíclicos	6. CYSER	51. BEVES	Bebestibles
		52. FOODS	Procesadoras y productores de alimentos (Agrícola)
		53. PHARM	Cuidado personal y productos domésticos
		54. TOBAC	Tabaco
		61. RTAIL	Comercio minorista, general
Servicios no-cíclicos	7. NCYSER	62. LESUR	Ocio, entretenimiento y hoteles
		63. MDIA	Medios y tecnología
		64. SUPSV	Servicios de apoyo
		65. TRNSP	Transporte
Servicios de utilidad	8. UTILS	71. FDRET	Comida y medicamentos
		72. TELCM	Servicios de telecomunicación
Tecnología e información	9. ITECH	81. GDAW	Distribución de gas y agua
		81. ITCS	Tecnología de la información y hardware, software y servicios computacionales.

Asimismo hay que hacer constar que nuestro análisis se hace en función de sub-muestras estratificadas basadas en la eficiencia –ratio valor de mercado sobre valor contable, ratio de precio sobre beneficio y *cash flow* de las operaciones-. Eso nos obliga a contar con información de mercado sobre las empresas, obteniendo un tamaño muestral de 43.459 observaciones para todos los países. Una descripción más detallada de la muestra para la estimación de los modelos de *accruals* discretionales por país-año-sector se puede encontrar en la tabla 2.

Tabla 2: Descripción de la muestra por país-año-sector

Panel A: Estados Unidos									
INDC4	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	TOTAL
11. MINING	28	24	20	20	17	18	18	18	163
12. OLIGS	125	120	109	109	95	92	94	84	828
21. CHMCL	230	261	252	250	248	232	219	215	1907
22. CNSBM	76	75	71	67	61	55	52	52	509
23. FSTPA	87	89	85	81	75	67	63	63	610
24. STLOM	127	124	115	112	102	99	89	83	851
31. AERSP	97	99	89	82	80	71	72	71	661
32. ELTNC	242	260	252	267	258	241	236	237	1993
33. ENGEN	367	377	373	365	363	350	330	322	2847
41. AUTMB	121	120	111	111	106	97	98	95	859
42. HHOLD	236	235	225	209	197	194	183	170	1649
51. BEVES	71	72	73	70	61	61	58	56	522
52. FOODS	10	10	10	10	10	10	10	10	80
53. PHARM	29	28	31	29	28	27	25	24	221
54. TOBAC	10	10	10	10	10	10	10	10	80
61. RTAIL	18	20	20	20	18	16	16	15	143
62. LESUR	71	68	64	63	58	56	53	49	482
63. MDIA	54	52	48	47	43	40	40	40	364
64. SUPSV	118	135	134	138	142	137	122	123	1049
65. TRNSP	76	77	69	64	60	62	57	58	523
71. FDRET	147	145	136	131	127	117	114	107	1024
72. TELCM	104	101	103	139	124	114	103	98	886
81. GDAW	199	189	179	157	150	150	144	140	1308
81. ITCS	264	313	346	436	424	354	363	342	2842
TOTAL	2907	3004	2925	2987	2857	2670	2569	2482	22401

Panel B: Reino Unido									
INDC4	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	TOTAL
11. MINING	14	20	22	31	32	37	44	53	253
12. OLIGS	23	28	28	29	30	32	35	40	245
21. CHMCL	73	77	72	67	65	65	67	72	558
22. CNSBM	91	90	85	80	73	68	69	67	623
23. FSTPA	38	43	44	36	35	32	31	27	286
24. STLOM	39	38	32	29	29	28	24	21	240
31. AERSP	34	36	33	31	30	28	26	27	245
32. ELTNC	54	56	59	58	55	60	58	63	463
33. ENGEN	79	75	77	76	88	90	87	90	662
41. AUTMB	92	100	96	82	69	63	56	54	612
42. HHOLD	112	113	110	97	88	86	77	73	756
51. BEVES	54	52	48	48	43	41	37	41	364
52. FOODS	11	13	11	10	11	10	10	10	86
53. PHARM	13	14	13	12	12	13	12	13	102
61. RTAIL	14	12	12	10	10	10	11	10	89
62. LESUR	50	62	62	67	73	81	78	70	543
63. MDIA	38	38	36	30	28	28	32	30	260
64. SUPSV	53	67	68	68	73	78	76	77	560
65. TRNSP	28	32	30	37	34	32	31	32	256
71. FDRET	69	69	74	77	76	78	77	74	594
72. TELCM	31	31	35	35	38	32	33	38	273
81. GDAW	44	43	40	42	39	36	32	32	308
81. ITCS	136	171	188	239	268	241	240	260	1743
TOTAL	1190	1280	1275	1291	1299	1269	1243	1274	10121

Panel C: Canadá									
INDC3	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	TOTAL
1. RESOR	145	139	142	144	141	136	131	139	1117
2. BASIC	87	87	90	91	82	76	75	71	659
3. GENIN	79	76	79	81	76	68	65	62	586
4. CYCGD	46	43	40	39	35	35	34	33	305
5. NCYCG	23	21	21	20	21	21	21	20	168
6. CYSER	41	40	39	39	35	34	33	34	295
7. NCYSER	48	48	49	45	39	35	35	33	332
8. UTILS	18	18	20	22	23	23	24	26	174
9. ITECH	28	30	43	44	41	34	34	33	287
TOTAL	515	502	523	525	493	462	452	451	3923

Panel D: Francia									
INDC3	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	TOTAL
1. RESOR	14	15	14	14	13	11	10	10	101
2. BASIC	100	114	116	118	119	116	107	98	888
3. GENIN	82	95	109	113	104	94	91	83	771
4. CYCGD	64	77	79	84	83	74	70	64	595
5. NCYCG	44	53	56	59	56	53	48	46	415
6. CYSER	56	62	73	85	82	80	75	73	586
7. NCYSER	27	31	38	45	42	40	40	40	303
8. UTILS	16	14	13	15	14	13	13	12	110
9. ITECH	37	56	80	113	127	118	114	108	753
TOTAL	440	517	578	646	640	599	568	534	4522

Panel E: España									
INDC3	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	TOTAL
1. RESOR	10	10	10	10	10	10	10	10	80
2. BASIC	23	28	28	29	28	28	28	34	226
3. GENIN	10	11	11	11	11	11	10	10	85
4. CYCGD	10	10	10	10	10	10	11	11	82
5. NCYCG	15	16	15	15	15	14	14	14	118
6. CYSER	14	16	16	16	16	13	15	15	121
7. NCYSER	10	10	10	10	10	10	10	10	80
8. UTILS	11	11	12	14	13	11	10	11	93
9. ITECH	10	10	10	10	10	10	10	10	80
TOTAL	113	122	122	125	123	117	118	125	965

Panel F: Italia									
INDC3	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	TOTAL
1. RESOR	10	11	11	10	10	11	10	11	84
2. BASIC	38	37	40	43	45	46	45	43	337
3. GENIN	30	34	38	41	46	46	44	40	319
4. CYCGD	17	19	19	24	26	23	23	22	173
5. NCYCG	11	12	10	10	10	10	12	11	86
6. CYSER	13	15	17	22	27	29	29	26	178
7. NCYSER	11	10	10	14	15	16	14	13	103
8. UTILS	13	14	15	20	21	19	19	20	141
9. ITECH	10	10	11	16	16	17	16	10	106
TOTAL	153	162	171	200	216	217	212	196	1527

Una vez obtenidas nuestras medidas de *accruals* discrecionales, la segunda etapa consiste en seleccionar la muestra empleada para el contraste de hipótesis. Dicha muestra se encuentra formada por un panel desequilibrado de 3367 observaciones pertenecientes a 590 empresas no financieras que han cotizado en los mercados de capitales de Estados Unidos, Canadá, Reino Unido, Francia, España e Italia, a lo largo del periodo 1997-2003. La

información empleada resulta de conjugar tres bases de datos: una relativa a la información económica y financiera de las empresas y a las medidas estimadas de *accruals* discrecionales -*Global Vantage* de *Standard & Poors*-, una relativa a las características de la propiedad de las empresas -*Thomson ONE Banker*- y otra relativa a las características de los consejos de administración -*Spencer Stuart Board Index*-, que es la más restrictiva en términos de número de observaciones disponibles. Una descripción más detallada de la muestra utilizada se puede encontrar en la tabla 3, en donde se muestra la cantidad de empresas y observaciones por país.

Tabla 3: Composición de la muestra para contraste de Hipótesis.

Panel A: Composición de la muestra		
País	Nº Empresas	Nº Observaciones
Canadá	71	403
Estados Unidos	272	1679
Reino Unido	75	494
España	95	408
Francia	35	176
Italia	42	207
Total	590	3367

La información utilizada por la consultora *Spencer Stuart* permite dotar de homogeneidad a la información disponible para las empresas de los seis países considerados, si bien esta empresa tiende a facilitar mayor cantidad de información de los países anglosajones que de España, Francia o Italia. A partir de los *Board Index* hemos construido las variables sobre tamaño del consejo, composición en términos de número de miembros externos, internos y el número de reuniones por año²⁵.

Para aquellas empresas de las que disponíamos de información sobre su consejo de administración hemos recopilado información correspondiente a la estructura de propiedad. Para ello hemos obtenido manualmente de *Thomson ONE Banker* los datos sobre cada uno de los accionistas, su identidad, tipo y volumen de participación en la propiedad.

Por su parte, *Global Vantage Database* proporciona información de mercado y sobre los estados financieros de las compañías. Básicamente, se ha utilizado esta información para determinar las variables independientes, y las variables de control. La

²⁵ Para algunos países se encuentran disponibles otras variables que reducen significativamente el tamaño de la muestra, como son la edad media de los consejeros, la duración media de permanencia en el consejo, la remuneración que percibe el consejo, el número de comisiones y –únicamente para unos pocos países– el tipo de comisiones en que se distribuye el trabajo de los consejos de administración de las empresas.

metodología empleada por *Standard & Poors* también dota de relativa homogeneidad a la información contenida en esta base de datos.

3.4.2 Definición de variables

La dualidad de modelos (modelos de estimación de la discrecionalidad contable y modelos de contraste de la influencia de la estructura de propiedad y del consejo de administración) aconsejan en este punto realizar una presentación diferenciada de las variables empleadas para uno u otro fin. Por eso, en primer lugar, definimos las variables utilizadas para la estimación de los modelos de *accruals* discretionales y, en segundo lugar, definiremos las variables que permiten el contraste de nuestras hipótesis.

3.4.2.1 Variables para la estimación de los modelos de *accruals*

En relación a las variables utilizadas en esta sección del trabajo, haremos una división adicional entre aquéllas necesarias para la estimación de los *accruals* discretionales basados en los modelos de Jones y de Dechow y Dichev (2002), y aquellas variables necesarias para realizar las pruebas de especificación y potencia.

En primer lugar, la variable dependiente de los modelos de estimación de ajustes por devengo son los *accruals* totales (A), definidos como la diferencia entre el beneficio antes de resultados extraordinarios (E) -ítem 123 de Compustat- y el *cash flow* de las operaciones (CFO) -ítem 308-. Las variables explicativas dependen de cada uno de los modelos a fin de filtrar de la mejor manera posible los *accruals* discretionales. Así, para la estimación del modelo de Jones, hemos definido ΔREV como la variación en la cifra de negocios -ítem 12- desde el periodo t-1 al periodo t, GPPE²⁶ viene definido como el activo total amortizable -ítem 7-. Para la estimación del modelo de Jones modificado, hemos definido ΔREC ²⁷ como la diferencia en las cuentas a cobrar -ítem 302- desde el periodo t-1 al periodo t. Para la estimación del modelo de Jones ajustado por el factor k , hemos definido dicho factor como el coeficiente β_1 estimado en la ecuación (9) que se expondrá en la siguiente sección. Para el modelo de Jones ajustado al ROA, hemos definido la rentabilidad de los activos (ROA) como el beneficio antes de intereses e impuestos dividido

²⁶ *Gross property, plant and equipment* en la denominación de *Compustat*.

²⁷ *Receivables* en la denominación de *Compustat*.

por el activo total medio. Con la finalidad de evitar problemas de heterocedasticidad, todas las variables han sido divididas por el activo total medio –ítem 6-.

Con respecto al modelo de Dechow y Dichev (2002), la variable dependiente viene dada por los cambios en el fondo de maniobra (ΔWC) desde el año t-1 al año t y se ha estimado como $\Delta REC + \Delta Inventario - \Delta AP - \Delta TP + \Delta Otros Activos$, donde ΔREC es la variación de las cuentas por cobrar –ítem 302-, $\Delta Inventario$ es la variación de existencias –ítem 303-, ΔAP es la variación de las cuentas por pagar –ítem 304-, ΔTP es la variación de los impuestos por pagar –ítem 305-, y $\Delta Otros Activos$ es la variación de otros activos –ítem 307-. La variable dependiente de dicho modelo son los *cash flow* de las operaciones. Al igual que en el modelo de Jones (1991), todas las variables han sido divididas por el activo total medio. Estadísticos descriptivos más detallados de estas se presenta en la tabla 5, en la sección de resultados de los modelos de *accruals* discrecionales.

Conforme a la práctica habitual en este tipo de investigaciones, las mencionadas variables permiten la estimación de la parte discrecional de los *accruals* totales en el caso de los modelos basados en Jones y de los errores de estimación para el modelo de calidad de los beneficios de Dechow y Dichev (2002), que se explican posteriormente. Los valores estimados se entienden como aquellos niveles de ajustes por devengo que resultan normales o no discrecionales. En consecuencia, el error de las regresiones se corresponde con aquellos ajustes por devengo motivados por actuaciones discrecionales de los directivos o, utilizando la denominación al uso, *accruals* anormales o discrecionales. De este modo, DAJ representa los *accruals* discrecionales estimados por medio del modelo de Jones (1991) correspondientes a los errores de las regresiones país-año-sector de la ecuación (6); DAJM representa los *accruals* discrecionales estimados por medio del modelo de Jones modificado (Dechow et al., 1995) y corresponde a los errores de las regresiones país-año-sector de la ecuación (8); DAJMk representan los *accruals* discrecionales estimados por medio del modelo de Jones modificado ajustado al factor k (Dechow et al., 2003) y corresponde a los errores de las regresiones país-año-sector de la ecuación (10) y DAJROA representan los *accruals* discrecionales estimados por medio del modelo de Jones ajustado al factor ROA (Kothari et al., 2005) y corresponde a los errores de las regresiones país-año-

sector de la ecuación (11). Finalmente, la medida de calidad de los beneficios propuesta por Dechow y Dichev (2002) viene definida como AQDD y se obtiene a partir de los errores de las regresiones país-año-sector de la ecuación (14).

3.4.2.2 Variables para el contraste de hipótesis

Un elemento clave en el contraste de hipótesis es la adecuada selección de la variable dependiente. Los resultados de las pruebas de especificación y potencia que se mostrarán posteriormente aconsejan el empleo del valor absoluto de los *accruals* discrecionales estimados por medio del modelo de Jones ajustado al ROA por Kothari et al. (2005), en consonancia con estudios similares (Krishnan, 2003; Davidson et al., 2005; Haman y Jubb, 2008). La utilización de valores absolutos tiene su justificación en el intento de medir los factores que afectan a la gestión del resultado en general, ya sea para incrementar o reducir los beneficios reportados (e.g., Wang, 2006).

También resulta oportuno en este punto clarificar el carácter familiar de empresa que usaremos. De acuerdo con Villalonga y Amit (2006), la naturaleza familiar de la empresa depende de tres aspectos: propiedad, control y dirección. Dado nuestro interés en la estructura de propiedad, hemos centrado nuestro análisis en la primera de esas dimensiones, respaldados por la idea de que la propiedad de los activos constituye una de las principales fuentes del poder dentro de las organizaciones (Grossman y Hart, 1986; Hart y Moore, 1990).

Consecuentemente, hemos definido cuatro variables *dummy*, FAM1, FAM12, FAM13 y FAM123 que dependen de las características de los tres principales accionistas. FAM1 toma el valor 1 cuando el principal accionista es una familia o inversor individual, y cero en cualquier otro caso; FAM12 es igual a 1 cuando los dos principales accionistas son familias o inversores individuales, y cero en otro caso; FAM13 toma el valor 1 cuando el principal y el tercer accionista son familias o inversores individuales, y cero en otro caso; y FAM123 toma el valor 1 cuando los tres principales accionistas son familias o inversores individuales, y cero en cualquier otro caso. Asimismo, para medir el efecto de las características del consejo en las empresas donde el principal accionista es familiar, hemos definido las variables *dummy* T1FAM1, T2FAM1 y T3FAM1 por separado para los dos entornos legales. T1FAM1 toma el valor 1 cuando los niveles de propiedad del principal

accionista familiar en el entorno de ley civil o común se encuentran en el primer tercil –tercio con los niveles más bajos de propiedad del primer accionista familiar-, y cero en otro caso. T2FAM1 toma el valor 1 cuando los niveles de propiedad del principal accionista familiar en el entorno de ley civil o común se encuentran en el segundo tercil –tercio con los niveles medios de propiedad del primer accionista familiar-, y cero en otro caso. T3FAM1 toma el valor 1 cuando los niveles de propiedad del principal accionista familiar en el entorno de ley civil o común se encuentran en el tercer tercil –los niveles más altos de propiedad del primer accionista familiar-, y cero en otro caso.

Para los accionistas distintos a la naturaleza familiar²⁸, hemos definido las variables *dummy* NFAM2 que toma el valor 1 cuando el segundo accionista es no familiar y cero en otro caso, y NFAM3 que toma el valor 1 cuando el tercer accionista es no familiar y cero en otro caso. Finalmente, también hemos considerado el porcentaje del primer accionista –P1-, el segundo accionista –P2-, del tercer accionista –P3-, y la concentración de la propiedad de los tres primeros accionistas –C3-.

Para analizar la contestación al control, hemos construido un índice CONTEST, definido como el cociente entre la suma de la propiedad del segundo y el tercer accionista dividido por la propiedad del principal accionista²⁹ a fin de cuantificar en qué medida el poder del principal accionista puede ser replicado por una coalición del segundo y tercer accionista. No obstante, esta variable no sólo depende de la diferencia entre el accionista mayoritario y los otros accionistas de referencia, sino que también puede verse afectada por la magnitud de la propiedad del principal accionista³⁰. Por este motivo, hemos definido la variable *dummy* TC que toma el valor 1 cuando los derechos de *cash flow* del principal accionista se encuentran en el tercil superior –tercio con los niveles más altos de propiedad del primer accionista-, y cero en otro caso. Esta variable nos permite evaluar el efecto específico del principal accionista en su capacidad e incentivos para extraer beneficios privados.

²⁸ De acuerdo con Barontini y Caprio (2006), los accionistas distintos a la naturaleza familiar incluye los inversores institucionales, el Estado, bancos y empresas no financieras.

²⁹ $CONTEST = (P_2 + P_3) / P_1$, donde P_i son los derechos sobre los *cash flow* del principal, segundo y tercer accionista.

³⁰ La variable CONTEST tiene el mismo valor tanto para una empresa donde P1 es 30%, P2 es 20% y P3 es 15%, como para otra empresa donde P1 es 6%, P2 es 4% y P3 es 3%.

Para contrastar la robustez de nuestros resultados, hemos definido dos variables alternativas de contestación como variaciones de un índice de Herfindahl, HERF1 y HERF2. De acuerdo con Maury y Pajuste (2005), HERF1 se encuentra definida como la suma de las diferencias al cuadrado entre el primer y segundo accionista y entre el segundo y tercer accionista³¹. HERF2, también definida por Maury y Pajuste, es la suma de los cuadrados de la propiedad de los tres principales accionistas³². A medida que el valor de ambas medidas aumenta, la concentración del poder del principal accionista también lo hace y, en consecuencia, la contestación al poder de la dirección disminuye.

En lo que se refiere a las características del consejo de administración, hemos definido el tamaño del consejo TAMBD como el número de miembros del consejo de administración. A fin de evitar valores anómalamente elevados que podrían distorsionar la estimación cuadrática de esta variable, hemos estandarizado por el valor máximo de dicha variable. En relación a la composición del consejo de administración, BDEXT es el porcentaje de consejeros que son externos³³. Esta variable ha sido considerada habitualmente como una *proxy* del grado de independencia, pues integra a todos aquellos consejeros que no participan en la gestión de la empresa. Por lo que se refiere al modo de actuación del consejo, se dispone del número de reuniones anuales –MEET–, que sirve para cuantificar la actividad y nivel de desempeño de las tareas encomendadas al consejo.

Como variable de control, para diferenciar un entorno legal de otro, hemos definido la variable *dummy* ANGLO que toma el valor 1 para aquellas empresas enmarcadas en un entorno anglosajón –EEUU, Reino Unido y Canadá–, y cero en el entorno continental europeo –Francia, España e Italia–. Como otras variables de control hemos definido el tamaño de la empresa, estimado como el logaritmo neperiano del total de activos –LNTAB–, la ratio DTAB medida como la deuda total sobre el total de activos, y la ratio de valor de mercado sobre el valor contable –MTB–. Estas variables han sido incluidas comúnmente en la investigación sobre gestión del resultado (Dechow y Skinner, 2000; Defond y Jiambalvo, 1994; Sweeney, 1994). También controlamos por algunos efectos potenciales de cada

³¹ $HERF1 = (P_1 - P_2)^2 + (P_2 - P_3)^2$, donde P_i son los derechos sobre los *cash flow* del principal, segundo y tercer accionista.

³² $HERF2 = P_1^2 + P_2^2 + P_3^2$, donde P_i son los derechos sobre los *cash flow* del principal, segundo y tercer accionista.

³³ De acuerdo con la literatura al uso, se califica de consejero externo a aquel consejero que no ejerce responsabilidades directivas en la empresa, por contraposición a los consejeros internos.

industria definiendo un conjunto de variables *dummy* sectoriales de acuerdo a los criterios utilizados en la sección anterior. Finalmente, hemos definido un conjunto de variables *dummy* anuales con el propósito de controlar los efectos temporales.

Para facilitar el seguimiento de los resultados, en la tabla 4 se sintetizan las variables anteriormente descritas.

Tabla 4: Definición de variables

<i>Abreviación</i>	<i>Variable</i>	<i>Definición</i>
P1	Concentración de propiedad	Propiedad poseída por el principal accionista
P2	Concentración de propiedad	Propiedad poseída por el segundo accionista
P3	Concentración de propiedad	Propiedad poseída por el tercer accionista
C3	Concentración de propiedad	Propiedad poseída por los tres principales accionistas
CONTEST	<i>Contestabilidad</i> al poder del principal accionista	$(P_2 + P_3)/P_1$
TC	Tercil de concentración de propiedad	Igual a 1 si la propiedad del principal accionista se encuentra en el tercio mayor de P1 de la muestra, cero en cualquier otro caso.
HERF1	Ausencia de <i>contestabilidad</i> al poder del principal accionista	$(P_1 - P_2)^2 + (P_2 - P_3)^2$
HERF2	Ausencia de <i>contestabilidad</i> al poder del principal accionista	$P_1^2 + P_2^2 + P_3^2$
TAMBD	Tamaño del consejo de administración	Número de miembros del consejo de administración
BDEXT	Independencia del Consejo de administración	Proporción de miembros externos en el consejo de administración
MEET	Actividad del Consejo	Numero de reuniones por año.
FAM1	Propiedad familiar	Igual a 1 si el principal accionista es familia o inversor individual, cero en cualquier otro caso.
FAM12	Propiedad familiar	Igual a 1 si el principal y segundo accionista es familia o inversor individual, cero en cualquier otro caso.
FAM13	Propiedad familiar	Igual a 1 si el principal y tercer accionista es familia o inversor individual, cero en cualquier otro caso.
FAM123	Propiedad familiar	Igual a 1 si los tres primeros accionistas son familia o inversor individual, cero en cualquier otro caso.
T1FAM1	Tercil Inferior propiedad familiar.	Por separado para cada marco legal, es igual a 1 cuando la propiedad del principal accionista familiar se encuentra en el tercio inferior, cero en otro caso
T2FAM1	Tercil medio propiedad familiar.	Por separado para cada marco legal, es igual a 1 cuando la propiedad del principal accionista familiar se encuentra en el tercio medio, cero en otro caso
T3FAM1	Tercil superior propiedad familiar.	Por separado para cada marco legal, es igual a 1 cuando la propiedad del principal accionista familiar se encuentra en el tercio superior, cero en otro caso
NFAM2	Propiedad No familiar	Igual a 1 si el segundo accionista es no familiar, cero en cualquier otro caso.
NFAM3	Propiedad No familiar	Igual a 1 si el tercer accionista es no familiar, cero en cualquier otro caso.
ANGLO	Marco legal	Igual a 1 si la empresa pertenece a un sistema corporativo anglosajón, y cero en otro caso
LNTAB	Tamaño de la empresa	Logaritmo natural del total de activos
DTAB	Endeudamiento	Valor libro de la deuda/Total de activos
MTB	<i>Market to Book</i>	Valor de mercado del patrimonio/valor libro del patrimonio
DAJROA	Accruals discrecionales	Termino de error de la ecuación (11): $A_{it} = \alpha + \beta_1 \Delta REV_{it} + \beta_2 GPPE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$
ABSDAJROA	Accruals discrecionales	Valor absoluto de DAJROA

3.5 Metodología

Una vez definida la selección de la muestra y las variables utilizadas en el análisis empírico, en esta sección describimos la metodología empleada en los modelos de ajustes por devengo, las pruebas y procedimientos para llevar a cabo los análisis de especificación y potencia de las distintas medidas, así como la descripción del procedimiento y los modelos de contraste de hipótesis.

Como hemos apuntado, tomamos como medida de gestión del resultado los residuos de los modelos basados en el modelo de Jones³⁴ y de calidad de los beneficios de Dechow y Dichev (2002). En todos esos modelos hemos optado por la estimación en sección cruzada por país-año-sector. Posteriormente detallaremos el proceso de simulación encaminado a realizar las pruebas estadísticas y los contrastes de especificación y potencia de las distintas medidas de ajustes por devengo discrecionales, a fin de discernir cuál resulta más apropiado para detectar mejor la gestión del resultado.

3.5.1 Modelos de ajustes por devengo

3.5.1.1 El modelo de Jones (1991)

Jones (1991), pionera en relajar el supuesto de que los ajustes por devengo no discrecionales son constantes en el tiempo, plantea un modelo de expectativas que estima el componente no discrecional incorporando la necesidad de controlar el efecto de los cambios en las condiciones económicas de la empresa. Para ello propone una serie de regresiones en serie temporal por empresa, en donde la variable dependiente son los *accruals* totales (A_t) y las variables independientes son el cambio en la cifra de negocios (ΔREV) y el nivel de inversión en inmovilizado bruto (GPPE). Con estas variables se pretende controlar los cambios en las condiciones económicas de la empresa, dado que GPPE está relacionado con la porción de *accruals* totales derivados del gasto por amortización no discrecional y ΔREV controla el nivel de *accruals* no discrecionales de las partidas de circulante bajo el supuesto de que todos los cambios en la cifra de negocio son no discrecionales. La notación del modelo de Jones (1991) es la siguiente:

³⁴ Hemos optado por el termino modelos basados en Jones para referirnos al modelo de Jones, el modelo de Jones modificado, el modelo de Jones modificado ajustado al factor k y el modelo de Jones ajustado al ROA.

$$A_{it} = \alpha + \beta_1 \Delta REV_{it} + \beta_2 GPPE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Donde A_{it} son los *accruals* totales de la empresa i en el periodo t , ΔREV_{it} son las ventas del año t menos las ventas del año $t-1$, $GPPE_{it}$ es el volumen de activos amortizables en el año t para la empresa i , ε_{it} es el termino de error, i es el identificador de la empresa, y t el identificador del periodo. Para evitar problemas de heterocedasticidad, todas las variables se dividen por el activo total al inicio del periodo.

Por lo que se refiere a los signos de los coeficientes esperados, en la medida en que los ajustes pueden hacerse mediante una imputación discrecional de la depreciación de los elementos de activo fijo, el nivel de inmovilizado (GPPE) probablemente presentará un signo negativo. Por su parte, el signo esperado para el cambio en la cifra de negocios (ΔREV) no resulta tan evidente puesto que un incremento de la facturación comporta aumentos en las partidas de realizable a corto plazo pero, igualmente, puede conllevar un crecimiento del pasivo circulante. En cualquier caso, se supone que los valores estimados de la ecuación (7) son los niveles de *accruals* no discrecionales y, por lo tanto, el error de predicción del modelo de regresión se corresponde con los *accruals* discrecionales o anormales. Tales *accruals* discrecionales se representarán por DAJ en el modelo de Jones y se obtienen siguiendo la ecuación (7):

$$DAJ_{it} = A_{it} - (a + b_1 \Delta REV_{it} + b_2 GPPE_{it}) \quad (7)$$

donde a , b_1 y b_2 son los estimadores de los coeficientes de regresión α , β_1 y β_2 .

Dado que la formulación original se hizo con regresiones de serie temporal, este modelo presenta la limitación de suponer que la relación entre los *accruals* no discrecionales y las variables explicativas es estacionaria. Por lo tanto, cuanto más larga sea la serie temporal, los estimadores serán tanto más eficientes pese a la existencia de una mayor probabilidad de cambios estructurales a lo largo del periodo de estimación. En cualquier caso, el modelo de Jones -al igual que todos los modelos basados en series temporales- adolece de un importante sesgo de supervivencia. Son precisamente estos inconvenientes los que han originado la aparición de versiones de sección cruzada, como

las utilizadas por DeFond y Jiambalvo (1994) para relajar el supuesto de estacionalidad en los coeficientes y mitigar notablemente el sesgo de supervivencia.

3.5.1.2 El modelo modificado de Jones

Esta modificación, propuesta por Dechow et al. (1995), extiende el modelo de Jones con el objetivo de incrementar el poder explicativo. Este modelo se basa en la idea de que las ventas pueden incluir elementos discrecionales. Por un lado, asume que todos los cambios en la cifra de negocios se hallan libres de discrecionalidad directiva. Por otro lado, extrae de la cifra de negocios las ventas a crédito (ΔREC). Su expresión analítica toma la siguiente forma:

$$A_{it} = \alpha + \beta_1(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}) + \beta_2 GPPE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

El modelo de Jones modificado introduce en la estimación de los *accruals* discrecionales (DAJM) el impacto de posibles manipulaciones en el nivel de ventas asumiendo implícitamente que todos los cambios en las cuentas por cobrar en el periodo se deben a algún tipo de alteración del beneficio. Esto se deriva del razonamiento de que es más sencillo manipular los resultados sobre una venta a crédito que sobre una venta al contado. Si efectivamente el resultado es manipulado a través de las ventas, este modelo detectará mejor las manipulaciones del beneficio. Sin embargo, si no existe manipulación, los *accruals* discrecionales se encontrarán sobrevalorados.

3.5.1.3 El modelo de Jones modificado ajustado al factor k

Dechow et al. (2003) ajustan el modelo de Jones modificado utilizando un factor que representa el incremento esperado en las ventas a crédito. Dado que el modelo de Jones modificado asume que todas las ventas a crédito en cada periodo son discrecionales e inducen a una correlación positiva entre *accruals* discrecionales y el crecimiento en ventas, estos autores proponen la siguiente regresión:

$$\Delta REC_{it} = \alpha + \beta_1 \Delta REV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

Donde el coeficiente k de la regresión capta el cambio esperado en las cuentas por cobrar a partir de un cambio en las ventas. Por ejemplo, si la media del coeficiente es 0.070,

entonces ante un cambio de 100 u.m. en las ventas, en promedio las cuentas por cobrar se incrementarán en 7 u.m. Mientras que el modelo de Jones modificado clasifica esas 7 u.m. como discrecionales, el modelo adaptado al factor k las considera no discrecionales. En otras palabras, el modelo adaptado al factor k incluye en los ajustes por devengo discrecionales únicamente la porción no esperada de los cambios en las cuentas por cobrar. El modelo ajustado al factor k se denota de la siguiente manera:

$$A_{it} = \alpha + \beta_1((1+k)\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}) + \beta_2 GPPE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

Como en todos los modelos de *accruals* discrecionales, el término de error de la predicción del modelo de regresión se corresponde con los *accruals* discrecionales o anormales (DAJMK).

3.5.1.4 El modelo de Jones ajustado al ROA

Kothari et al. (2005) parten de la idea de que los ajustes por devengo se encuentran correlacionados con el desempeño actual y pasado de la empresa (Dechow et al., 1998; Barth et al., 2001). Mientras que los modelos de Jones y de Jones modificado intentan controlar el desempeño actual, las aplicaciones empíricas de esos modelos sugieren que los *accruals* discrecionales estimados están significativamente sesgados por el desempeño actual y pasado de la empresa.

De acuerdo con investigaciones previas (Sloan, 1996), los beneficios contienen componentes de *accruals* que incorporan estimaciones de *cash flow* futuros, lo cual introduce una mayor subjetividad que simples medidas de *cash flow* periódicos (Ahmed et al., 2006). Entonces, como ya hemos mencionado, cuando el cambio previsto en las ventas es distinto de cero o cuando los márgenes de utilidad u otros parámetros afectan a los *accruals*, tanto las variaciones en los beneficios como en los ajustes por devengo serán distintos de cero. Esto se debe a que la dirección en las ventas y en los beneficios dependerá del desempeño en caso de reversión a la media o *momentum*.

Esta situación resulta bastante probable cuando el desempeño de la empresa toma valores extremos de aumento o disminución o cuando el valor de sus acciones sigue un patrón de crecimiento con un *momentum* por un cierto periodo de tiempo. También es

probable que exista reversión a la media o *momentum* en las ventas y en los beneficios para las empresas con cifras de desempeño anormales. En tal sentido, una mayor certeza para predecir desempeños futuros generará *accruals* predecibles, pues la utilización de éstos generalmente tiene como resultado una reversión a la media de los beneficios. De esta manera, a menos que los modelos de *accruals* discrecionales filtren adecuadamente este componente predecible de los *accruals* relacionado con el desempeño, existe el peligro de generar estimaciones espurias de los *accruals* discrecionales.

Como sugieren Dechow et al. (1995) y Guay et al. (1996), la probabilidad de obtener valores espurios de los *accruals* discrecionales es extremadamente alta en muestras que experimentan desempeños anormales pasados y presentes³⁵. Kothari et al (2005) incluyen dicha fundamentación, al introducir ROA como otro regresor del modelo de Jones con la finalidad de controlar posibles reversiones a la media o *momentum* (Louis y Robinson, 2005). El modelo propuesto por estos autores se indica a continuación:

$$A_{it} = \alpha + \beta_1 \Delta REV_{it} + \beta_2 GPPE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

En donde el residuo de ε_{it} captaría el componente discrecional de los *accruals* del modelo de Jones ajustado al ROA (DAJROA).

3.5.1.5 Modelo de calidad de los beneficios de Dechow y Dichev (2002)

En la literatura contable tradicionalmente la calidad de los beneficios y de los *cash flow* viene medida por la persistencia que éstos presentan a lo largo del tiempo (Sloan, 1996; Ball y Shivakumar, 2005; Richardson et al., 2005; McNichols, 2002). En ese sentido, y de acuerdo con Sloan (1996), los componentes de *accruals* en los beneficios son menos persistentes que los componentes de *cash flow*, sugiriendo que la utilización de *accruals* trata de mantener un nivel de beneficios estables en el tiempo. Por su parte, Richardson et al. (2005) investigan la relación existente entre la fiabilidad de los *accruals* y la persistencia de los beneficios, modelando formalmente las implicaciones que tiene la fiabilidad en la persistencia de los mismos. Los resultados obtenidos por estos autores apoyan la idea de

³⁵ En presencia de reversión a la media, *momentum* o cualquier otra desviación a las propiedades aleatorias de las ventas, la inclusión de los cambios en las ventas en los modelos de *accruals* discrecionales no resulta suficiente para predecir todos los *accruals* no discrecionales relacionados con la cifra de negocios.

que los *accruals* menos fiables se encuentran sujetos a una menor persistencia en los beneficios. Otros, como el desarrollado por Comiskey y Mulford (2000), sugieren que los beneficios son de mayor calidad en aquellos casos donde los *cash flow* actuales son mayores –menores- que el reconocimiento de ingresos o ganancias -gastos o pérdidas-, y de baja calidad si el *cash flow* asociado es menor –mayor- que el reconocimiento de los ingresos o ganancias -gastos o pérdidas-. Por su parte, Dechow y Dichev (2002) definen la calidad de los beneficios basándose en la relación entre *accruals* y *cash flow*, pues que la utilización de ajustes por devengo permite analizar el reconocimiento de los *cash flow* pasados, presentes y futuros en los beneficios.

La aplicación del modelo se basa en la observación de que los beneficios son iguales a los *cash flow* más los *accruals* ($E = CF + Accruals$). De esta forma, los *cash flow* para cualquier periodo se pueden categorizar como:

$$CF_t = CF_t^{t-1} + CF_t^t + CF_t^{t+1} \quad (12)$$

Dechow y Dichev (2002) formalizan dicha intuición argumentando, desde una perspectiva contable, que para cada tipo de *cash flow*, los dos eventos más importantes son la realización -recibo o desembolso- del *cash flow* y el reconocimiento de ese *cash flow* en los beneficios -como ingreso o gasto-. En la ecuación (12) el subíndice de cada componente de *cash flow* denota el periodo en el cual es realizado y el superíndice denota al periodo en el cual es reconocido en los beneficios. Por ejemplo, CF_t^{t-1} es un *cash flow* que ocurre después de que la cantidad correspondiente se reconozca en los beneficios -e.g., recuperación de una cuenta por cobrar-, CF_t^t es un *cash flow* recibido o pagado y reconocido en los beneficios en el mismo periodo y, CF_t^{t+1} se refiere al efectivo percibido o pagado antes de que ese ingreso o gasto sea reconocido en los beneficios -e.g., pagos por anticipado-.

Los sistemas contables permiten que los *accruals* ajusten el reconocimiento de los *cash flow* en los beneficios a través del tiempo. En aquellos casos en que el reconocimiento de un *cash flow* en los beneficios se traslade a periodos adyacentes, se crean dos tipos de *accruals*, un *accrual* de apertura y uno de cierre. Los *accruals* de apertura pueden deberse a dos motivos: 1) el ingreso o gasto es reconocido en los beneficios antes de que el efectivo

sea recibido o pagado, ó 2) el efectivo es recibido o pagado antes de que sea reconocido en los beneficios. Consecuentemente, los *accruals* de cierre ocurren cuando el otro elemento - *accrual* de apertura- ha ocurrido y su reversión sobre los beneficios influye porcentualmente sobre la entrada original.

Cuando los *cash flow* son realizados después de que los correspondientes ingresos y gastos sean reconocidos en los beneficios, los directivos deben estimar la cantidad de efectivo a recibir o pagar en el futuro y, por lo tanto, cuando las realizaciones de los *cash flow* difieren de sus estimaciones de apertura, el *accrual* de apertura contendrá un error de estimación que es corregido por el *accrual* de cierre. Por el contrario, cuando los *cash flow* son recibidos o pagados antes de ser reconocidos en los beneficios, los sistemas contables deberían reconocer estos flujos como un ingreso aplazado -*cash inflow*- o como un coste aplazado -*cash outflow*- y, por tanto, no existirá término de error en las estimaciones. Dechow y Dichev (2002) incorporan este razonamiento en su modelo utilizando la siguiente notación para *accruals* de apertura y cierre relacionados con los *cash flow* futuros y pasados.

<u>Nombre</u>	<u>Accrual</u>	<u>= Cantidad</u>
Accrual para futuras recaudaciones y pagos- Apertura (Mismo signo que el <i>cash flow</i> relacionado)	$A_{CF_{t+1}/t}^A$	$= CF_{t+1}^t + \varepsilon_{t+1}^t$
Accrual para futuras recaudaciones y pagos- Cierre (Signo opuesto al <i>cash flow</i> relacionado)	$A_{CF_t/t-1}^C$	$= -CF_t^{t-1} - \varepsilon_t^{t-1}$
Accrual que aplaza el reconocimiento de un <i>cash flow</i> - Apertura (Signo opuesto que el <i>cash flow</i> relacionado)	$A_{CF_t/t+1}^A$	$= -CF_t^{t+1}$
Accrual que aplaza el reconocimiento de un <i>cash flow</i> - Cierre (Mismo signo que el <i>cash flow</i> relacionado)	$A_{CF_{t-1}/t}^C$	$= CF_{t-1}^t$

Para los *accruals*, el subíndice se refiere al *cash flow* correspondiente, mientras que el superíndice indica si se trata de un *accrual* de apertura o de cierre. Por ejemplo, $A_{CF_{t+1}/t}^A$ es un *accrual* de apertura relacionado con el *cash flow* realizado en el periodo t+1 y

reconocido en los beneficios del periodo t (CF_{t+1}^t). El término de error refleja la diferencia entre la estimación de la anticipación del *cash flow* reconocido y la realización del *cash flow* en $t+1$. Por ejemplo, si en t se produce una venta a crédito de 1.000 u.m. y es reconocida en los beneficios en el mismo periodo ($A_{CF_{t+1}/t}^A$), en el caso de que en $t+1$ el efectivo percibido sea de 900 u.m., se ha cometido un error de 100 u.m. en la estimación inicial del beneficio, que obligaría en $t+1$ reconocer ese error de estimación ($A_{CF_{t+1}/t-1}^C$) y, por tanto, el *accrual* de cierre es igual al *cash flow* actual recaudado o pagado en t más un término de error debido a la diferencia entre lo esperado el año anterior y lo realizado en el actual periodo. En resumen, el *accrual* de apertura de 1.000 u.m. habría tenido un reflejo de tan solo 900 u.m. en el *cash flow* de la empresa. Por otra parte, aquellos *accruals* que aplazan el reconocimiento de los *cash flow* en los beneficios no contienen términos de error.

Hay que destacar que estos *accruals*, tanto de cierre como de apertura, obedecen al supuesto de que son resueltos dentro de un año. Por ese motivo, este modelo se centra en los *accruals* de circulante, pues las realizaciones de *cash flow* relacionadas con el capital de trabajo se producen generalmente dentro de un año. Aunque la intuición de los errores de estimación es aplicable a todos los *accruals*, el lapso de tiempo relativamente largo entre los *accruals* de largo plazo y su reconocimiento en los *cash flow* restringe la aplicación de este modelo al corto plazo.

Así, partiendo de la base de que los beneficios de un periodo son iguales a los *cash flow* más *accruals* ($E_t = CF_t + A_t$), reduciendo la suma en términos de las realizaciones de *cash flow* podemos llegar a la siguiente ecuación:

$$E_t = CF_{t-1}^t + CF_t^t + CF_{t+1}^t + \varepsilon_{t+1}^t - \varepsilon_t^{t-1} \quad (13)$$

Esta ecuación (13) presenta los beneficios como la suma de los *cash flow* pasados, presentes y futuros más la suma por los errores de estimación y sus correcciones. Los movimientos inter-temporales de los *cash flow* reconocidos en los beneficios reflejan en la ecuación anterior los problemas temporales en la utilización de *cash flow* actuales como

medida del desempeño (Dechow, 1994). Asimismo, los errores de estimación y de corrección reducen la calidad de los beneficios como medida del desempeño.

Debido a la imposibilidad de identificar estos tipos de componentes en los *cash flow*, Dechow y Dichev (2002) proponen la siguiente regresión basada en los *accruals* de capital de trabajo y los *cash flow* de las operaciones:

$$\Delta WC_t = b_0 + b_1 CFO_{t-1} + b_2 CFO_t + b_3 CFO_{t+1} + \varepsilon_t \quad (14)$$

En la ecuación (14) la variable dependiente son los *accruals* de capital de trabajo³⁶ (ΔWC) y las *proxies* de los *cash flow* relacionados con los *accruals* son los *cash flow* de las operaciones (CFO). Los residuos de la regresión representan los *accruals* que no se encuentran relacionados con las realizaciones de los *cash flow* y cuyo valor absoluto será la medida de calidad de los beneficios por industria y año. Cuanto mayor sea el término de error en valor absoluto, menor será la calidad de los beneficios. Asimismo, los errores de estimación del componente de *accruals* de los beneficios reducen la fiabilidad de las estimaciones, lo que puede comprometer seriamente la utilidad de los resultados contables (Watts, 2003).

3.5.2 Comparación de medidas de ajustes por devengo discrecionales

3.5.2.1 El proceso de simulación

En esta sección describiremos el procedimiento utilizado para contrastar la especificación y la potencia de los modelos. En consonancia con la metodología aplicada por Kothari et al. (2005), en la sección de resultados presentaremos las estimaciones de las simulaciones para 250 muestras aleatorias de 100 empresas cada una. Las muestras aleatorias se han diseñado de tal manera que no se encuentren repetidas respecto a empresas del total de la muestra o de las submuestras estratificadas. Las submuestras estratificadas corresponden a la distinción entre el entorno legal -común o civil-, basándonos en los cuartiles extremos siguiendo criterios como la ratio de valor de mercado sobre valor contable, la ratio beneficio/precio y el *cash flow* de las operaciones.

³⁶ Los *accruals* de capital de trabajo son concebidos como el cambio del activo circulante no monetario menos el cambio en el pasivo circulante.

Para la construcción de las submuestras estratificadas basadas en dichas características hemos clasificado las observaciones por año. Para cada año se extraen los cuartiles superior e inferior de la muestra según el criterio de estratificación y luego se combinan todos los años de los cuartiles para generar dos submuestras por criterio, una basada en todos los datos anuales de los cuartiles superiores y otra basada en todos los datos anuales de los cuartiles inferiores. Como resultado, se obtienen 10 submuestras: dos submuestras de acuerdo con el criterio del origen legal –común y civil-, dos submuestras en función del criterio de la ratio de valor de mercado sobre valor contable –cuartil superior e inferior-, dos submuestras en función de la ratio beneficio/precio –cuartil superior e inferior-, dos submuestras basadas en el criterio del tamaño utilizando la variable LNTAB –cuartil superior e inferior-, y dos submuestras basadas en el *cash flow* de las operaciones –cuartil superior e inferior-.

3.5.2.2 La prueba estadística t

Para cada una de las 250 muestras seleccionadas aleatoriamente según cada condición –muestra total, entorno legal y submuestras estratificadas-, evaluaremos la significación de medias de los *accruals* discrecionales por medio de la utilización de la prueba *t*. Esta prueba se define como la media de igual ponderación de la muestra de *accruals* discrecionales dividida por un error estándar estimado, bajo el supuesto de independencia de corte transversal en los *accruals* discrecionales estimados de la muestra de empresas. Este supuesto se justifica porque en la construcción de la muestra no se distingue entre periodos temporales o pertenencia a una industria o país. La prueba estadística es:

$$\frac{\overline{DA} \cdot \sqrt{N}}{s(DA)} \sim X_{t_{n-1}} \quad (15)$$

donde

$$\overline{DA} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N DA_{it} \quad (16)$$

y

$$s(\text{DA}) = \sqrt{\sum_{i=1}^N \frac{(\text{DA}_{it} - \overline{\text{DA}})^2}{N-1}} \quad (17)$$

donde DA_{it} son los *accruals* discrecionales de una empresa i en el año t —una de las alternativas de *accruals* discrecionales a comparar-, $\overline{\text{DA}}$ es la media de los *accruals* discrecionales para la muestra aleatoria, $s(\text{DA})$ es la desviación estándar estimada de $\overline{\text{DA}}$ y N es el tamaño de la muestra —e.g., 100—.

3.5.2.3 Pruebas de especificación y potencia

Una vez definida la prueba estadística utilizada para contrastar la especificación y potencia, se hace preciso describir los criterios utilizados para dichos contrastes. De acuerdo con la metodología empleada por Kothari et al. (2005), la hipótesis nula de las pruebas t es que los *accruals* discrecionales son igual a cero. Por este motivo en la exposición de nuestros resultados indicaremos el porcentaje de veces en que las pruebas t rechazan la hipótesis nula para las 250 muestras de 100 empresas cada una. Este contraste exige dos tipos de pruebas t : la primera contrasta si la media responde a la hipótesis nula de que los *accruals* discrecionales son no-negativos y la segunda contrasta la hipótesis nula de si son no-positivos. El contraste de ambas hipótesis se hace mediante un contraste de una cola —cola inferior o superior según la hipótesis nula— con un nivel de significación del 5%.

En cuanto a la comprobación de la especificación de las medidas, las tasas de rechazo tienen por objetivo medir cada error tipo I, de modo que dichas tasas se deberían encontrar en un rango que va desde el 2% al 8% para un intervalo de confianza del 95%. Si las tasas de rechazo se sitúan por debajo —sobre— este rango, la prueba se encuentra mal especificada pues los rechazos son muy escasos —muy frecuentes—, encontrándose parcialmente en contra —a favor— de la hipótesis nula.

Para el caso del contraste de potencia, se realizan las mismas pruebas estadísticas, con la diferencia de que en dicho proceso de simulación se muestran las frecuencias de rechazo para la muestra total y las submuestras estratificadas, a las que se les suma —resta— el 1%, 2%, 4%, o 10% de los *accruals* para cada *accruals* discrecional estimado por empresa. El porcentaje de *accruals* viene dado por el porcentaje total de los activos de la empresa. Esto significa que a cada muestra se le suma —resta— la cantidad que habría que

agregar a los *accruals* totales antes de estimar los respectivos modelos de *accruals* discrecionales. El objetivo de las tasas de rechazo para las pruebas de potencia es medir cada error tipo II, ya que al sumar un porcentaje al nivel de *accruals* las tasas de rechazo indicarán cuán bien nuestros modelos detectan la gestión del resultado.

Una práctica habitual en la elección de un modelo es descartar todas las medidas a excepción de aquella que presente menores niveles de mala especificación –error tipo I-. No obstante, esta práctica asume implícitamente que la ponderación que se da a los niveles de error tipo I es alta, mientras que la otorgada a los niveles de error tipo II es baja. Si la valoración que se le da al error tipo II fuese alta y la que se le da al error tipo I fuese baja, el investigador debería plantearse un equilibrio entre potencia y especificación. En estas circunstancias se preferirá una prueba con alta probabilidad de rechazo de la hipótesis nula incluso ante la existencia de una mayor probabilidad de un falso rechazo –error tipo I- en comparación con la utilización de otro modelo. Dado que resulta difícil discernir sobre qué beneficios y costes incide la presencia de errores tipo I y II, es preferible proporcionar la información necesaria de las pruebas de potencia para todas las medidas de *accruals* discrecionales estimadas.

3.5.3 Método de contraste de hipótesis

Una vez definida la medida de *accruals* discrecionales más equilibrada en términos de especificación y potencia, corresponde centrar nuestro análisis metodológico en otras dos cuestiones: 1) comparación de variables mediante pruebas *t* y análisis no paramétrico de Kruskal-Wallis y, 2) regresiones de los *accruals* discrecionales en valor absoluto como variable dependiente en relación a las distintas variables de propiedad y consejo de administración.

Para contrastar diferencias significativas en la gestión del resultado entre empresas familiares y no familiares de ambos entornos legales, hemos realizado tres pruebas estadísticas. En primer lugar, llevamos a cabo la prueba estadística *t*, seleccionando 100 muestras aleatorias de 30 empresas bajo la hipótesis nula de que los *accruals* discrecionales

son cero –familiar y no familiar en ley común y civil-. De esta forma para DAJROA³⁷ se realizan dos tipos de pruebas t para las muestras aleatorias. La primera prueba contrasta si la media responde a la hipótesis nula de que los *accruals* discrecionales son no-negativos y la segunda contrasta la hipótesis nula de si son no-positivos para un nivel de significación del 5%. Si existieran diferencias de gestión del resultado para los distintos entornos y naturaleza de la propiedad, las tasas de rechazo de la hipótesis nula de ausencia de gestión del resultado deberían diferir entre cada muestra segmentada.

En segundo lugar, para ABSDAJROA hemos efectuado distintos análisis de varianza. No obstante, en todos los análisis estimados la prueba de Barlett de igualdad de varianzas es significativa, rechazando la hipótesis nula de homogeneidad de varianza. Por este motivo, hemos procedido a realizar la prueba no paramétrica de Kruskal-Wallis para evidenciar diferencias significativas entre los distintos escenarios.

Igualmente, utilizaremos el estimador de sistemas del método generalizado de momentos (GMM) en una regresión en la que el valor absoluto de los *accruals* discrecionales –ABSDAJROA- se hace depender del entorno legal –ANGLO- y de la naturaleza familiar del principal accionista -FAM1-. La ecuación (18) representa el modelo a estimar en donde la medida de *accruals* discrecionales obtenido por el modelo de Jones ajustado al ROA se hace depender de ANGLO y FAM1.

$$ABSDAJROA_{it} = \alpha_1 + \beta_1 ANGLO_{it} + \beta_2 FAM1_{it} + \eta_i + \eta_t + \varepsilon_{it} \quad (18)$$

Para examinar el efecto de la propiedad familiar y de la contestación al poder del principal accionista sobre la gestión del resultado estimaremos mediante GMM la ecuación (19).

$$ABSDAJROA_{it} = \alpha_0 + (\beta_2 + \alpha_2 \cdot FAM1) \cdot P1_{it} + (\beta_3 + \alpha_3 \cdot FAM12) \cdot P2_{it} + (\beta_3 + \alpha_3 \cdot FAM13 \cdot P3_{it} + \beta_4 + \alpha_4 \cdot FAM123 \cdot C3_{it} + \beta_5 + \alpha_5 \cdot TC \cdot CONTEST_{it} + \beta_6 \cdot LNTAB_{it} + \beta_7 \cdot DTAB_{it} + \beta_8 \cdot MTB_{it} + \eta_i + \eta_t + \varepsilon_{it} \quad (19)$$

³⁷ Hemos optado por denotar los *accruals* discrecionales por DAJROA, puesto que, como veremos en el capítulo siguiente, los análisis de especificación y potencia muestran que están mejor especificados y responden de mejor manera a la gestión del resultado ante distintos escenarios.

De igual manera, para examinar el efecto de las distintas características del consejo de administración y de la propiedad familiar sobre la gestión del resultado, utilizaremos el estimador de sistemas del método generalizado de momentos. La ecuación (20) representa el modelo a estimar en donde U sintetiza las variables *dummy* interactuadas utilizadas en el modelo –FAM1, T1FAM1, T2FAM1 y T3FAM1–.

$$ABSDAJROA_{it} = \alpha_0 + (\beta_2 + \alpha_2 \cdot U) \cdot BDEXT_{it} + \beta_3 \cdot TAMBD_{it} + \beta_4 \cdot TAMBD_{it}^2 + \beta_5 \cdot MEET_{it} + \beta_6 \cdot LNTAB_{it} + \beta_7 \cdot DTAB_{it} + \beta_8 \cdot P1_{it} + \beta_9 \cdot MTB_{it} + \eta_i + \eta_t + \varepsilon_{it} \quad (20)$$

En estas ecuaciones η_i representa el efecto individual, η_t el efecto temporal y ε_{it} el error estocástico. El efecto individual incluye una variedad de efectos específicos de cada empresa y constantes a lo largo del tiempo. El efecto temporal incluye aquellos elementos de índole macroeconómica que influyen simultáneamente en todas las empresas en el mismo periodo. El término de error estocástico recoge tanto la medición errónea de alguna variable independiente como la omisión de variables explicativas.

El método generalizado de los momentos es un procedimiento de estimación basado en datos de panel. Este método resulta ser el más apropiado ya que nuestros datos son el resultado de una combinación de distintas firmas a lo largo de varios años. La metodología de datos de panel nos permite controlar la heterogeneidad inobservable y proporciona estimadores con una eficiencia superior a otros métodos de estimación (Arellano, 2003; Baltagi, 1995).

Las relaciones entre mecanismos de gobierno corporativo, valor de la empresa y gestión del resultado deben ser interpretadas con sumo cuidado debido a la posibilidad de estimar relaciones espurias. Un factor que puede conducir a este tipo de errores es la endogeneidad. Para tratar este problema hemos estimado las ecuaciones (18), (19) y (20) por medio del estimador de sistemas de Blundell y Bond (1998) y Bond (2002), el cual es una versión mejorada del método generalizado de momentos –basándose en la idoneidad de los instrumentos–. Puesto que cabe la posibilidad de que los instrumentos resulten débiles (Alonso-Borrego y Arellano, 1999), el estimador de sistemas proporciona las estimaciones más eficientes. En este contexto, la elección de instrumentos se convierte en una decisión

clave para el tratamiento de la endogeneidad, lo que nos ha llevado a utilizar como instrumentos de cada ecuación todas las variables independientes con un retardo de 3 años.

La consistencia de los estimadores depende críticamente de la ausencia de auto-correlación serial de segundo orden de los residuos y de la validez de los instrumentos (Arellano y Bond, 1991). Consecuentemente, en nuestras estimaciones calculamos una prueba estadística de ausencia de auto-correlación serial de segundo orden que denominaremos Auto (2). Para probar la validez de los instrumentos hemos utilizado la prueba de Hansen de restricciones de sobreidentificación, bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación entre los instrumentos y el término de error. Para cada estimación también presentaremos los estadísticos de Wald, z_1 y z_2 , con el fin de medir la significación conjunta de los coeficientes estimados y de las variables *dummy* anuales e institucionales, respectivamente. Finalmente, a medida que sea necesario en las estimaciones, presentaremos los estadísticos t para las pruebas de restricción lineal de las variables *dummy* que interactúan en los distintos modelos propuestos.

4.1 Introducción

En el presente capítulo expondremos los resultados de los distintos análisis y modelos de ajustes por devengo discrecionales, de las pruebas de especificación y potencia, y de los contrastes de las hipótesis propuestas. En líneas generales dichos análisis siguen dos fases concatenadas y de ahí que este capítulo se estructure en dos grandes epígrafes.

En primer lugar abordaremos el análisis de los modelos de gestión del resultado basándonos en los ajustes por devengo discrecionales. Este análisis consta de una primera parte descriptiva cuya finalidad primordial es la de proporcionar un marco general de los modelos de gestión del beneficio y de las distintas medidas de ajustes por devengo discrecionales. Tras esa parte descriptiva, en el subepígrafe 4.2.2 se detallan los resultados de esos modelos. Puesto que una adecuada medición de los ajustes por devengo discrecionales es crítica para la validez del contraste de nuestras hipótesis, dedicaremos el epígrafe 4.2.3 a los resultados de los análisis de especificación y potencia de las medidas de *accruals* discrecionales en distintos escenarios.

Una vez asegurada la validez de los modelos de gestión del resultado, la segunda parte de este capítulo consiste en el análisis descriptivo y explicativo de los modelos de contraste de hipótesis. Basándonos en la muestra de 590 empresas no financieras de Estados Unidos, Canadá, Reino Unido, Francia, España e Italia a lo largo del periodo 1997-2003 descrita en el capítulo anterior, nuestros resultados se extienden en una doble dirección. Por un lado, la distribución del poder entre varios accionistas de referencia influye negativamente en las prácticas de gestión del resultado en las empresas familiares y, por otro, la independencia del consejo de administración cumple una función de gran importancia al restringir la gestión del resultado cuando la propiedad del principal accionista familiar es alta, en especial en aquellos países en donde la protección al inversor es menor.

4.2 Estimación de los modelos de ajustes por devengo discrecionales

4.2.1 Análisis descriptivo de las variables para la estimación de modelos de *accruals*

Partiendo de las variables descritas en el apartado 3.4.2.1, el panel A de la tabla 5 proporciona algunos de los estadísticos descriptivos de las variables que utilizaremos en la estimación de los modelos de ajuste por devengo. Como puede observarse, dichos estadísticos se encuentran en la misma línea que anteriores trabajos similares para distintos países (Ahmed et al., 2006; Azofra et al., 2002; Barth et al., 2001; Dechow et al., 1998; Dechow y Dichev, 2002). En general, los beneficios medios son inferiores a los *cash flow* de las operaciones, lo que indica de que tanto los niveles de *accruals* totales como los niveles de *accruals* de capital de trabajo son, por lo general, positivos. Este resultado sugiere que la mayoría de las empresas de nuestra muestra se encuentran en una etapa de crecimiento y, por tanto, sus necesidades tanto de recursos de largo plazo como de capital de trabajo también se incrementan.

En el panel B de esa misma tabla 5 ofrecemos los coeficientes de correlación de Pearson. Un primer análisis permite observar que A y ΔWC mantienen una correlación positiva, indicador de que el fondo de maniobra capta una porción importante de las diferencias entre los beneficios y el *cash flow* de las operaciones. También podemos observar que E mantiene una relación positiva con CFO_{t+1} , sugiriendo que los beneficios y, en particular, su componente de *accruals* anticipan futuros *cash flows*, lo cual concuerda con la literatura precedente (Barth et al., 2001).

Es necesario destacar que las anteriores inferencias constituyen meros análisis de carácter bivariante, por lo que es conveniente hacer referencia a otros factores que pueden interferir en las citadas relaciones. Más en concreto, en el supuesto de existencia de gestión del resultado o que dichos beneficios estén afectados por *accruals* que contienen información acerca de *cash flow* futuros, hemos de esperar que dicha información adicional se vea reflejada en A y, por tanto, es lógico que la correlación entre A y CFO_{t+1} sea positiva. Sin embargo, se hace necesario incorporar a esta relación el efecto que puede producir CFO, ya que el *cash flow* operativo actual se encuentra negativamente relacionado con los ajustes por devengo y positivamente relacionado con el mismo *cash flow* del año

siguiente. Por este motivo en el panel C de la tabla 3 se muestra la correlación parcial entre A y CFO_{t+1} controlada por CFO . El hecho de que dicha correlación sea positiva indica, en cierta medida, que los ajustes por devengo totales contienen información acerca de estimaciones de futuras realizaciones de *cash flows*.

También se puede observar que CFO_{t-1} se encuentra positivamente correlacionado con E y que, además, CFO_{t-1} controlado por CFO mantiene una relación positiva con A , lo que constituye un indicio de que los ajustes por devengo totales aplazan el reconocimiento de los *cash flow* a través del tiempo, proporcionando a la dirección de la empresa la posibilidad de interpretar los beneficios contables en su beneficio.

Tabla 5: Estadísticos descriptivos y correlaciones para los modelos de accruals.

Principales estadísticos descriptivos de la muestra. En el Panel A se muestran la media, mediana, cuartil inferior y superior, y desviación estándar de cada variable, el Panel B muestra las correlaciones de Pearson para las principales variables de estudio y el Panel C muestra las correlaciones condicionadas de los *cash flow* de las operaciones respecto a los *accruals* totales. Con respecto a las variables, A refleja los *accruals* totales, E representa los beneficios, CFO corresponde al *cash flow* de las operaciones, $\Delta W C$ corresponde a la variación del capital de trabajo no monetario, GPPE corresponde al inmovilizado material, $\Delta R E V$ es la variación de la cifra de negocios, $\Delta R E C$ es la variación de las cuentas por cobrar, LNTAB es el logaritmo natural del total de activos, y ROA representa la rentabilidad sobre los activos. Para los paneles B y C los asteriscos denotan el nivel de significación estadística, en donde, *** indica un nivel de significación inferior al 1%, ** inferior al 5% y * inferior al 10%.

Panel A: Estadísticos descriptivos

Variable	Media	Desv. Est.	Cuartil 1	Mediana	Cuartil 3
A	0,060	0,120	0,003	0,049	0,098
$\Delta W C A$	0,020	0,112	-0,019	0,010	0,051
$\Delta R E V$	0,124	0,372	-0,004	0,070	0,204
$\Delta R E C$	0,024	0,099	-0,008	0,009	0,041
GPPE	0,557	0,395	0,239	0,482	0,810
CFO	0,082	0,082	0,032	0,084	0,121
E	0,094	0,194	0,019	0,091	0,155
LNTAB	5,576	2,103	4,147	5,536	6,972
ROA	-0,004	0,176	-0,013	0,033	0,072

Panel B: Correlaciones de Pearson

Variable	CFO _{t-1}	CFO	CFO _{t+1}	ROA	GPPE	$\Delta R E V$	$\Delta R E C$	LNTAB	A	$\Delta W C$	EARN _{t+1}
E	0,0696***	0,795***	0,216***	0,723***	0,100***	0,357***	0,417***	0,147***	-0,033***	0,532***	0,013***
CFO _{t-1}		0,078***	0,025***	0,063***	0,028***	0,0005	-0,007	0,038***	0,005	-0,017	0,030***
CFO			0,239***	0,733***	0,208***	0,085***	-0,035***	0,245***	-0,214***	-0,089***	0,038***
CFO _{t+1}				0,221***	0,081***	0,025***	0,011**	0,088***	-0,015*	-0,020*	0,116***
ROA					0,097***	0,154***	0,120***	0,246***	-0,493***	0,163***	0,034***
GPPE						-0,133***	-0,148***	0,238***	-0,137***	-0,126***	0,017***
$\Delta R E V$							0,616***	-0,124***	0,113***	0,468***	0,007
$\Delta R E C$								-0,144***	-0,219***	0,734***	-0,036***
LNTAB									-0,037***	-0,100***	0,019***
A										0,353***	-0,001***
$\Delta W C$											-0,031***

Panel C: Correlaciones parciales controladas por CFO.

Variable	CFO _{t-1}	CFO _{t+1}
A	0,008**	0,054***

4.2.2 Estimación de los modelos de ajustes por devengo discrecionales

Para la estimación de los modelos propuestos hemos procedido a estimar, para cada una de las ecuaciones (6), (8), (10), (11) y (14), 664 regresiones de sección cruzada por país-año-sector. Los resultados expuestos en las tablas 6-10 corresponden, respectivamente, a la estimación del modelo de Jones, del modelo modificado de Jones, del modelo de Jones ajustado al factor k , del modelo de Jones ajustado al ROA y del modelo de Dechow y Dichev (2002).

4.2.2.1 Resultados del modelo de Jones

La tabla 6 muestra la media, la media del estadístico t asociado, el cuartil superior, la mediana y el cuartil inferior de los coeficientes de las estimaciones por año y sector de la ecuación (6). En el caso de Estados Unidos (panel A) hemos estimado por el método de mínimos cuadrados ordinarios 192 regresiones por año y sector, en el caso del Reino Unido (panel B) 184 regresiones por año y sector, y para Canadá (panel C), Francia (panel D), España (panel E) e Italia (panel F) 72 regresiones por año y sector. Como es habitual en las investigaciones que hacen uso del modelo de Jones (1991) presentaremos el valor medio y mediano (este último entre paréntesis) de los coeficientes estimados y el valor medio del estadístico t que informa sobre la significación de dichos coeficientes. También reportaremos el número de veces que esos coeficientes resultaron significativos. Aunque pueda resultar una exposición bastante repetitiva, la práctica habitual en este tipo de investigaciones se limita generalmente a la descripción de los signos y frecuencias de significación obtenidos, motivo por el cual nosotros procederemos de modo análogo, sin realizar valoraciones añadidas.

De acuerdo con el panel A de la mencionada tabla, para la muestra de empresas estadounidenses el coeficiente de ΔREV es generalmente negativo, con una media (mediana) de -0,061(-0,048) y cuyo estadístico t asociado presenta una media de -1,471. Los estimadores fueron significativos en 177 de las 192 regresiones. Como cabía de esperar, el coeficiente de GPPE es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,043 (-0,055) y cuyo estadístico t asociado presenta una media de -1,948. Los estimadores resultaron significativos en 181 de las 192 regresiones. Dichos resultados muestran una gran consonancia con la evidencia previa (Dechow et al., 1995; Klein, 2002; Teoh et al., 1998b; Bartov et al., 2000; Kothari et al., 2005). Este modelo no parece explicar significativamente la variación de los *accruals* totales, pues la media (mediana) del R^2 -ajustado que es de 0,136 (0,099).

Los resultados para la muestra del Reino Unido recogidos en el panel B muestran que el coeficiente de ΔREV es generalmente positivo con una media (mediana) de 0,003 (0,006) y un estadístico t con una media de 0,036. Los estimadores fueron significativos en 169 de las 184 regresiones año-sector. También coherentemente con lo esperado, el

coeficiente de GPPE es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,077 (-0,076) y su estadístico t presenta una media de -1,619. Los estimadores resultaron significativos en 174 de las 184 regresiones. Se trata de resultados que, en su conjunto, son coherentes con los ofrecidos por Peasnell et al. (2000). Tampoco el modelo de Jones parece explicar significativamente la variación de los *accruals* totales en las empresas británicas, como indica la media (mediana) del R^2 -ajustado de 0,115 (0,068).

Para el caso canadiense (panel C) el coeficiente de ΔREV es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,077 (0,070), presentando su estadístico t una media de -1,010. Los estimadores fueron significativos en 61 de las 72 regresiones. Una vez más, el coeficiente GPPE es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,051 (-0,042) y un estadístico t que presenta una media de -0,998. Nuevamente es conveniente recordar que tales estimaciones se hallan en la línea de investigaciones precedentes (Park y Shin, 2004; Kooli, 2009). Los estimadores resultaron significativos en 65 de las 72 regresiones año-sector. Tampoco el modelo de Jones explica significativamente la variación de los *accruals* totales de las empresas de Canadá, pues la media (mediana) del R^2 -ajustado tiene un valor bastante bajo de 0.095 (0.058).

Si nos centramos en las empresas francesas (panel D de la tabla 6), vemos que el coeficiente de ΔREV es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,032 (-0,024) y un estadístico t con una media de -0,746. Los estimadores fueron significativos en 66 de las 72 regresiones. También el coeficiente de GPPE responde a lo esperado, presentando habitualmente un valor negativo con una media (mediana) de -0,033 (-0,044) y un estadístico t con una media de -1,147, valores análogos a los obtenidos por Marmousez (2008) y Piot y Janin (2005). Los estimadores resultaron significativos en 68 de las 72 regresiones año-sector. Al igual que en los anteriores países, tampoco en Francia el modelo de Jones explica significativamente la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R^2 -ajustado de 0.088 (0.059).

Tabla 6: Estimaciones año-sector del modelo de Jones

Medias, medianas, cuartil superior e inferior de los coeficientes y del coeficiente R^2 ajustado, y medias de los estadísticos t para las regresiones de sección cruzada del modelo de Jones. La variable dependiente son los ajustes por devengo totales normalizados por el activo total (ΔREV) y las variables explicativas son el incremento en la cifra de negocios normalizada por el activo total (ΔREV) y el nivel de inversión en inmovilizado material bruto sobre el activo total al inicio del periodo (GPPE). En el panel A se muestran los resultados obtenidos para Estados Unidos, el panel B los resultados obtenidos para la muestra de Reino Unido, el Panel C los resultados obtenidos para Canadá, el panel D los resultados para Francia, el panel E los resultados para España y en el panel F los resultados para Italia.

Panel A: Estados Unidos

	ΔREV	GPPE	Adj- R^2
Media	-0,061	-0,043	0,136
(Estadístico t)	-1,471	-1,948	
Q1	-0,115	-0,088	0,047
Mediana	-0,048	-0,055	0,099
Q3	-0,002	-0,023	0,185
Nº coef. significativos	177	181	
Nº regresiones año-sector	192		
Min obs. Año-sector	10		
Max obs. Año-sector	436		

Panel B: Reino Unido

	ΔREV	GPPE	Adj- R^2
Media	0,003	-0,077	0,115
(Estadístico t)	0,036	-1,619	
Q1	-0,043	-0,113	0,024
Mediana	0,006	-0,076	0,068
Q3	0,048	-0,033	0,150
Nº coef. significativos	169	174	
Nº regresiones año-sector	184		
Min obs. Año-sector	10		
Max obs. Año-sector	268		

Panel C: Canadá

	ΔREV	GPPE	Adj- R^2
Media	-0,077	-0,051	0,095
(Estadístico t)	-1,010	-0,998	
Q1	-0,137	-0,091	0,026
Mediana	-0,070	-0,042	0,058
Q3	-0,002	0,005	0,116
Nº coef. significativos	61	65	
Nº regresiones año-sector	72		
Min obs. Año-sector	18		
Max obs. Año-sector	145		

Panel D: Francia

	ΔREV	GPPE	Adj- R^2
Media	-0,032	-0,033	0,088
(Estadístico t)	-0,746	-1,147	
Q1	-0,059	-0,081	0,025
Mediana	-0,024	-0,044	0,059
Q3	0,004	-0,006	0,124
Nº coef. significativos	66	68	
Nº regresiones año-sector	72		
Min obs. Año-sector	10		
Max obs. Año-sector	127		

Panel E: España

	ΔREV	GPPE	Adj- R^2
Media	0,259	-0,050	0,384
(Estadístico t)	2,149	-0,415	
Q1	0,046	-0,153	0,140
Mediana	0,271	-0,026	0,336
Q3	0,462	0,051	0,570
Nº coef. significativos	64	62	
Nº regresiones año-sector	72		
Min obs. Año-sector	10		
Max obs. Año-sector	34		

Panel F: Italia			
	ΔREV	GPPE	Adj-R ²
Media	-0,045	-0,013	0,162
(Estadístico <i>t</i>)	-0,150	-0,317	
Q1	-0,115	-0,052	0,029
Mediana	-0,027	-0,018	0,074
Q3	0,023	0,031	0,162
Nº coef. significativos	57	63	
Nº regresiones año-sector	72		
Min obs. Año-sector	10		
Max obs. Año-sector	46		

El panel E contiene los resultados correspondientes a las empresas españolas, cuyo coeficiente de ΔREV es generalmente positivo con una media (mediana) de 0,259 (0,271); su estadístico *t* presenta una media de 2,149. Los estimadores fueron significativos en 64 de las 72 regresiones. El coeficiente de GPPE es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,050 (-0,026) y un estadístico *t* con una media de -0,415. Los estimadores resultaron significativos en 62 de las 72 regresiones año-sector. Estos resultados se encuentran en concordancia con los trabajos de Azofra et al., (2003) y Alcarria y Gill de Albornoz (2004). A diferencia del resto de países, el modelo de Jones para la muestra de empresas españolas explica una mayor cantidad de la variación de los ajustes por devengo totales, presentando una media (mediana) del R²-ajustado de 0,384 (0,336).

Finalmente, para el caso italiano (recogido en el panel F), el coeficiente de ΔREV suele ser negativo y su media (mediana) es -0,045 (-0,027). Los estimadores fueron significativos en 57 de las 72 regresiones. Siempre conforme a lo esperado, el coeficiente de GPPE es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,013 (-0,018) y un estadístico *t* con una media de -0,317. Los estimadores resultaron significativos en 63 de las 72 regresiones año-sector. Tampoco en este caso cabe afirmar que el modelo de Jones explique adecuadamente la variación de los *accruals* totales, pues la media (mediana) del R²-ajustado es de 0,162 (0,074).

4.2.2.2 Resultados del modelo modificado de Jones

Pasamos ahora a la modificación que Dechow et al. (1995) proponen al modelo de Jones. Los resultados, igual que se hizo en el epígrafe 4.2.2.1, se presentan en la tabla 7, donde recogemos la media, la media del estadístico *t*, el cuartil superior, la mediana y el cuartil inferior de los coeficientes de las estimaciones por año y sector de la ecuación (8). También aquí para Estados Unidos (panel A) hemos estimado por el método de mínimos

cuadrados ordinarios 192 regresiones por año y sector, para el Reino Unido (panel B) 184 estimaciones, y para Canadá (panel C), Francia (panel D), España (panel E) e Italia (panel F) 72 regresiones por año y sector.

A fin de evitar una exposición repetitiva y prolija de los resultados, centraremos nuestros comentarios en los rasgos más comunes. Dentro de dichos rasgos hemos de indicar que, en general, tanto el coeficiente de $(\Delta REV - \Delta REC)$ como el coeficiente de GPPE toman habitualmente valores significativos: la menor frecuencia de significación aparece en el estimador de GPPE para las empresas italianas, donde resultó significativo en 59 de las 72 regresiones por año y sector (es decir, 82%). En el extremo contrario se sitúan las empresas francesas, para las cuales el mencionado coeficiente resultó significativo en 70 de las 72 (97%) de las regresiones practicadas.

Por lo que se refiere al signo de tales estimadores, coherentemente con las previsiones teóricas, el coeficiente de GPPE muestra una relación negativa con el valor de los ajustes por devengo totales en todos los países. Por el contrario, el efecto de la variable $(\Delta REV - \Delta REC)$ resulta más heterogéneo, observándose una influencia positiva en las empresas británicas, francesas y españolas, mientras que para las empresas estadounidenses, canadienses e italianas la relación fue negativa. Puesto que la literatura no impone *a priori* ningún signo esperado, la variedad de signos que obtenemos parece estar de acuerdo con esa ausencia de predeterminación.

La capacidad explicativa del modelo, al igual que sucedió con el modelo de Jones, deja bastante que desear. Los valores medios y medianos del coeficiente de determinación ajustado son relativamente bajos, siendo España el país en el cual dicho coeficiente presenta un valor más elevado con una media de 35% y una mediana de 25,9%.

Tabla 7: Estimaciones año-sector del modelo de Jones modificado

Medias, medianas, cuartil superior e inferior de los coeficientes y del coeficiente R^2 ajustado, y medias de los estadísticos t para las regresiones de sección cruzada del modelo de Jones modificado. La variable dependiente son los ajustes por devengo totales normalizados por el activo total (A) y las variables explicativas son la diferencia normalizada por el activo total entre el incremento en la cifra de negocios (ΔREV) y la variación de cuentas por cobrar ΔREC así como el nivel de inversión en inmovilizado material bruto sobre el activo total al inicio del periodo (GPPE). En el panel A se muestran los resultados obtenidos para Estados Unidos, el panel B los resultados obtenidos para la muestra de Reino Unido, el Panel C los resultados obtenidos para Canadá, el panel D los resultados para Francia, el panel E los resultados para España y en el panel F los resultados para Italia.

Panel A: Estados Unidos

	($\Delta REV - \Delta REC$)	GPPE	Adj- R^2
Media	-0,035	-0,050	0,124
(Estadístico t)	-0,908	-2,064	
Q1	-0,085	-0,092	0,035
Mediana	-0,029	-0,059	0,088
Q3	0,016	-0,029	0,173
Nº coef. significativos	181	186	
Nº regresiones año-sector	192		
Min obs. Año-sector	10		
Max obs. Año-sector	436		

Panel B: Reino Unido

	($\Delta REV - \Delta REC$)	GPPE	Adj- R^2
Media	0,010	-0,079	0,118
(Estadístico t)	0,415	-1,664	
Q1	-0,025	-0,116	0,025
Mediana	0,016	-0,076	0,080
Q3	0,060	-0,035	0,151
Nº coef. significativos	165	173	
Nº regresiones año-sector	184		
Min obs. Año-sector	10		
Max obs. Año-sector	268		

Panel C: Canadá

	($\Delta REV - \Delta REC$)	GPPE	Adj- R^2
Media	-0,052	-0,055	0,086
(Estadístico t)	-0,586	-1,060	
Q1	-0,116	-0,093	0,024
Mediana	-0,042	-0,044	0,047
Q3	0,015	0,003	0,103
Nº coef. significativos	67	62	
Nº regresiones año-sector	72		
Min obs. Año-sector	18		
Max obs. Año-sector	145		

Panel D: Francia

	($\Delta REV - \Delta REC$)	GPPE	Adj- R^2
Media	0,010	-0,036	0,078
(Estadístico t)	0,109	-1,220	
Q1	-0,043	-0,080	0,023
Mediana	0,003	-0,045	0,049
Q3	0,040	-0,008	0,114
Nº coef. significativos	62	70	
Nº regresiones año-sector	72		
Min obs. Año-sector	10		
Max obs. Año-sector	127		

Panel E: España

	($\Delta REV - \Delta REC$)	GPPE	Adj- R^2
Media	0,167	-0,069	0,340
(Estadístico t)	0,790	-0,527	
Q1	-0,018	-0,162	0,130
Mediana	0,140	-0,052	0,259
Q3	0,432	0,031	0,502
Nº coef. significativos	64	61	
Nº regresiones año-sector	72		
Min obs. Año-sector	10		
Max obs. Año-sector	34		

Panel F: Italia			
	(AREV—AREC)	GPPE	Adj-R²
Media	-0,040	-0,023	0,166
(Estadístico t)	-0,006	0,361	
Q1	-0,101	-0,027	0,035
Mediana	-0,013	0,016	0,092
Q3	0,067	0,045	0,171
Nº coef. significativos	60	59	
Nº regresiones año-sector	72		
Min obs. Año-sector	10		
Max obs. Año-sector	46		

4.2.2.3 Resultados del modelo de Jones ajustado al factor k

La limitación del modelo anterior de suponer que todas las ventas a crédito en cada periodo son discrecionales llevó a Dechow et al. (1995) a ajustar el modelo modificado de Jones con un factor k. Los resultados de dichas estimaciones están recogidos en la tabla 8, con el mismo formato que anteriormente: la media, la media del estadístico t , el cuartil superior, la mediana y el cuartil inferior de los coeficientes de las estimaciones por año y sector de la ecuación (10). Haciendo uso del método de mínimos cuadrados ordinarios, el número de regresiones por año y sector para cada país es el mismo que anteriormente.

Igual que hicimos en el apartado anterior, trataremos de exponer únicamente los rasgos más característicos de las 664 regresiones por país, año y sector realizadas. Nuevamente, hay que consignar que tanto el coeficiente de $((1+k)\Delta\text{REV}-\Delta\text{REC})$ como el de GPPE resultan frecuentemente significativos, oscilando entre 59 de las 72 regresiones (es decir, 82%) en el caso de las empresas francesas y 179 de las 192 regresiones (algo más del 93%) en las empresas estadounidenses.

Asimismo, es de resaltar la adecuación de nuestros resultados a los presupuestos teóricos del modelo. En primer lugar, el coeficiente de GPPE resulta generalmente negativo, en consonancia con el papel que desempeñan las dotaciones a la amortización del inmovilizado en los ajustes por devengo totales. En segundo lugar, el coeficiente de $(1+k)\Delta\text{REV}-\Delta\text{REC}$ toma valores diversos, con más valores negativos en las empresas estadounidenses e italianas, y valores positivos más habituales en las empresas del Reino Unido, Francia y España. Las estimaciones correspondientes a Canadá (panel C de la tabla 8) muestran un signo incierto, con un valor medio positivo pero una mediana negativa.

Los valores medios del parámetro k son igualmente coherentes con investigaciones anteriores (Dechow et al., 2003) y oscilan entre 0,098 en las estimaciones correspondientes

a Gran Bretaña y 0,282 en el caso de Italia. En otros términos, este modelo indica que, por término medio, el 9,8% del incremento de la facturación de las empresas británicas se considera discrecional, pudiéndose afirmar lo mismo del 10,8%, 14%, 21,4%, 19,5% y 28,2% del aumento de la facturación de las empresas estadounidenses, canadienses, francesas, españolas e italianas, respectivamente.

La notable significación de los regresores contrasta también en este caso con la escasa capacidad explicativa del modelo. Una vez más, únicamente las estimaciones de empresas españolas (panel E de la tabla 8) presentan un coeficiente de determinación ajustado relativamente elevado (35,2% por término medio), hallándose muchas de ellas por debajo del 12,5%.

Tabla 8: Estimaciones año-sector del modelo de Jones modificado ajustado al factor k

Medias, medianas, cuartil superior e inferior de los coeficientes y del coeficiente R^2 ajustado, y medias de los estadísticos t para las regresiones de sección cruzada del modelo de Jones modificado ajustado al factor k . La variable dependiente son los ajustes por devengo totales normalizados por el activo total (A) y las variables explicativas son el incremento en la cifra de negocios normalizada por el activo total (ΔREV), la variación de cuentas por cobrar ΔREC , el nivel de inversión en inmovilizado amortizable bruto sobre el activo total al inicio del periodo ($GPPE$), y k es el coeficiente estimado por las regresiones año-sector de la ecuación (9). En el panel A se muestran los resultados obtenidos para Estados Unidos, el panel B los resultados obtenidos para la muestra de Reino Unido, el Panel C los resultados obtenidos para Canadá, el panel D los resultados para Francia, el panel E los resultados para España y en el panel F los resultados para Italia.

Panel A: Estados Unidos

	$((1+k)\Delta REV)-\Delta REC$	$GPPE$	$Adj-R^2$	k
Media	-0,035	-0,048	0,125	0,108
(Estadístico t)	-0,985	-2,045		
Q1	-0,083	-0,092	0,038	0,063
Mediana	-0,029	-0,058	0,090	0,105
Q3	0,012	-0,027	0,173	0,146
Nº coef. significativos	179	186		
Nº regresiones año-sector	192			
Min obs. Año-sector	10			
Max obs. Año-sector	436			

Panel B: Reino Unido

	$((1+k)\Delta REV)-\Delta REC$	$GPPE$	$Adj-R^2$	k
Media	0,018	-0,077	0,118	0,098
(Estadístico t)	0,367	-1,657		
Q1	-0,024	-0,114	0,024	0,036
Mediana	0,011	-0,076	0,079	0,103
Q3	0,057	-0,032	0,151	0,123
Nº coef. significativos	170	173		
Nº regresiones año-sector	184			
Min obs. Año-sector	10			
Max obs. Año-sector	268			

Panel C: Canadá

	$((1+k)\Delta REV)-\Delta REC$	$GPPE$	$Adj-R^2$	k
Media	0,005	-0,035	0,078	0,140
(Estadístico t)	-0,238	-1,203		
Q1	-0,036	-0,080	0,020	0,071
Mediana	-0,006	-0,044	0,049	0,136
Q3	0,026	-0,007	0,115	0,191
Nº coef. significativos	60	70		
Nº regresiones año-sector	72			
Min obs. Año-sector	18			
Max obs. Año-sector	145			

Panel D: Francia				
	((1+k)AREV)-AREC	GPPE	Adj-R²	k
Media	0,011	-0,046	0,088	0,214
(Estadístico t)	0,210	-1,115		
Q1	-0,026	-0,091	0,030	0,165
Mediana	0,007	-0,055	0,059	0,217
Q3	0,037	-0,017	0,125	0,272
Nº coef. significativos	59	65		
Nº regresiones año-sector	72			
Min obs. Año-sector	10			
Max obs. Año-sector	127			
Panel E: España				
	((1+k)AREV)-AREC	GPPE	Adj-R²	k
Media	0,168	-0,061	0,352	0,195
(Estadístico t)	2,141	-0,742		
Q1	0,002	-0,162	0,107	0,095
Mediana	0,190	-0,042	0,279	0,174
Q3	0,387	0,041	0,537	0,285
Nº coef. significativos	65	61		
Nº regresiones año-sector	72			
Min obs. Año-sector	10			
Max obs. Año-sector	34			
Panel F: Italia				
	((1+k)AREV)-AREC	GPPE	Adj-R²	k
Media	-0,015	-0,012	0,166	0,282
(Estadístico t)	-0,079	-0,377		
Q1	-0,091	-0,047	0,034	0,189
Mediana	-0,021	-0,019	0,084	0,305
Q3	0,046	0,028	0,169	0,385
Nº coef. significativos	59	61		
Nº regresiones año-sector	72			
Min obs. Año-sector	10			
Max obs. Año-sector	46			

4.2.2.4 Resultados del modelo de Jones ajustado al ROA

Como indicamos en el apartado 3.5.1.4, el posible efecto de la eficiencia actual y pasada de la empresa sobre los ajustes por devengo condujo a Kothari et al. (2005) a ajustar el modelo de *accruals* mediante la rentabilidad económica de la empresa. Consecuentemente, en la tabla 9 ofrecemos los resultados correspondientes a las estimaciones por país, año y sector de la ecuación (11). Tanto la distribución por paneles como el número de estimaciones para cada país se mantienen en los mismos términos que en los modelos y epígrafes anteriores.

Se puede afirmar que, en términos generales, el modelo resulta conforme a lo propuesto por la teoría. Así, por ejemplo, el coeficiente de GPPE es habitualmente negativo, mientras que el coeficiente de ΔREV tiende a ser positivo, con la excepción de las empresas canadienses y la ligeramente incierta distribución de las empresas de EE.UU., Francia e Italia, donde coexiste un valor medio positivo y una mediana negativa. Asimismo, el signo negativo del coeficiente de la rentabilidad económica en casi todos los casos es

coherente con la especificación de Kothari et al. (2005), y evidencia la capacidad del modelo para filtrar los ajustes discretos una vez que se controla por el posible sesgo que la eficiencia de la empresa puede introducir en la decisión de gestión del resultado, con unas pocas excepciones.

Gran parte de las estimaciones realizadas son significativas. La frecuencia más baja de estimaciones significativas corresponde al coeficiente de ΔREV en las empresas italianas, que únicamente resultó significativo en 51 de las 72 regresiones por año y sector (70% de los casos). Se trata de la frecuencia más baja y, como puede observarse en la tabla 9, gran parte de los estimadores resultaron estadísticamente significativos en más del 90% de las regresiones por año y sector de la actividad.

Una característica notable de este modelo es su considerable capacidad explicativa en comparación con los modelos expuestos anteriormente. Mientras que el valor promedio más bajo del coeficiente de determinación ajustado es de 0,231 (panel F de empresas italianas), en no pocas ocasiones dicho coeficiente se sitúa por encima del 40%.

Tabla 9: Estimaciones año-sector del modelo de Jones Ajustado al ROA

Medias, medianas, cuartil superior e inferior de los coeficientes y del coeficiente R^2 ajustado, y medias de los estadísticos t para las regresiones de sección cruzada del modelo de Jones modificado ajustado al ROA. La variable dependiente son los ajustes por devengo totales normalizados por el activo total (A) y las variables explicativas son el incremento en la cifra de negocios normalizada por el activo total (ΔREV), el nivel de inversión en inmovilizado material bruto sobre el activo total al inicio del periodo (GPPE), y ROA la rentabilidad sobre los activos. En el panel A se muestran los resultados obtenidos para Estados Unidos, el panel B los resultados obtenidos para la muestra de Reino Unido, el Panel C los resultados obtenidos para Canadá, el panel D los resultados para Francia, el panel E los resultados para España y en el panel F los resultados para Italia.

Panel A: Estados Unidos				
	ΔREV	GPPE	ROA	Adj- R^2
Media	0,007	-0,052	-0,408	0,413
(Estadístico t)	-0,234	-2,651	-7,194	
Q1	-0,052	-0,087	-0,580	0,263
Mediana	-0,008	-0,062	-0,418	0,384
Q3	0,040	-0,037	-0,272	0,545
Nº coef. significativos	180	187	188	
Nº regresiones año-sector	192			
Min obs. Año-sector	10			
Max obs. Año-sector	436			
Panel B: Reino Unido				
	ΔREV	GPPE	ROA	Adj- R^2
Media	0,009	-0,089	-0,326	0,296
(Estadístico t)	0,364	-2,048	-3,312	
Q1	-0,021	-0,121	-0,554	0,140
Mediana	0,014	-0,085	-0,344	0,246
Q3	0,050	-0,051	-0,143	0,429
Nº coef. significativos	168	176	176	
Nº regresiones año-sector	184			
Min obs. Año-sector	10			
Max obs. Año-sector	268			

Panel C: Canadá				
	AREV	GPPE	ROA	Adj-R²
Media	-0,001	-0,043	-0,440	0,413
(Estadístico t)	-0,036	-1,496	-6,115	
Q1	-0,077	-0,082	-0,632	0,186
Mediana	-0,012	-0,044	-0,425	0,408
Q3	0,042	-0,011	-0,270	0,601
Nº coef. significativos	69	65	69	
Nº regresiones año-sector	72			
Min obs. Año-sector	18			
Max obs. Año-sector	145			
Panel D: Francia				
	AREV	GPPE	ROA	Adj-R²
Media	0,006	-0,041	-0,580	0,456
(Estadístico t)	0,186	-1,343	-6,612	
Q1	-0,020	-0,068	-0,822	0,345
Mediana	-0,002	-0,038	-0,636	0,442
Q3	0,027	-0,009	-0,423	0,581
Nº coef. significativos	63	67	72	
Nº regresiones año-sector	72			
Min obs. Año-sector	10			
Max obs. Año-sector	127			
Panel E: España				
	AREV	GPPE	ROA	Adj-R²
Media	0,291	-0,037	-0,011	0,345
(Estadístico t)	1,705	-0,297	0,268	
Q1	0,096	-0,113	-0,339	0,120
Mediana	0,310	-0,023	0,116	0,291
Q3	0,513	0,048	0,262	0,535
Nº coef. significativos	58	56	56	
Nº regresiones año-sector	72			
Min obs. Año-sector	10			
Max obs. Año-sector	34			
Panel F: Italia				
	AREV	GPPE	ROA	Adj-R²
Media	0,090	-0,009	-0,413	0,231
(Estadístico t)	-0,111	-0,412	-1,623	
Q1	-0,080	-0,052	-0,772	0,050
Mediana	-0,002	-0,021	-0,444	0,164
Q3	0,043	0,020	-0,099	0,337
Nº coef. significativos	51	55	61	
Nº regresiones año-sector	72			
Min obs. Año-sector	10			
Max obs. Año-sector	46			

4.2.2.5 Resultados del modelo de calidad de los beneficios de Dechow y Dichev

El último modelo empleado para la estimación de los ajustes por devengo discrecionales es el modelo de calidad de los beneficios de Dechow y Dichev (2002) representado en la ecuación (14). A fin de evitar repeticiones innecesarias, nos remitimos a los epígrafes anteriores para la especificación del número de regresiones por año y sector correspondientes a cada país.

Puede observarse en la tabla 10 que, como cabía esperar, el coeficiente de CFO_{t-1} es generalmente positivo, el coeficiente de CFO_t negativo y el coeficiente de CFO_{t+1} positivo, lo que indicaría que los *accruals* de capital de trabajo ajustan el reconocimiento de los *cash*

flow de periodos adyacentes en los beneficios contemporáneos. La frecuencia con la que dichos estimadores son significativos no es muy distinta de la obtenida en los anteriores modelos, así que omitiremos cualquier comentario al respecto. Por su parte, la capacidad explicativa del modelo se sitúa en un nivel intermedio, con valores del coeficiente de determinación ajustado inferiores al modelo de Jones ajustado al ROA, pero superiores al resto de los modelos anteriormente contrastados.

Tabla 10: Estimaciones año-sector del modelo de calidad de los beneficios

Medias, medianas, cuartil superior e inferior de los coeficientes y del coeficiente R^2 ajustado, y medias de los estadísticos t para las regresiones de sección cruzada del modelo de calidad de los beneficios. La variable dependiente corresponde a los *accruals* de capital de trabajo (ΔWCA) normalizados por el activo total medio y las variables explicativas son el Cash flow de las operaciones en $t-1$, t y $t+1$. En el panel A se muestran los resultados obtenidos para Estados Unidos, el panel B los resultados obtenidos para la muestra de Reino Unido, el Panel C los resultados obtenidos para Canadá, el panel D los resultados para Francia, el panel E los resultados para España y en el panel F los resultados para Italia.

Panel A: Estados Unidos				
	CFO_{t-1}	CFO_t	CFO_{t+1}	Adj- R^2
Media	0,132	-0,330	0,133	0,251
(Estadístico t)	1,613	-3,715	1,865	
Q1	0,025	-0,505	0,017	0,065
Mediana	0,106	-0,322	0,132	0,179
Q3	0,256	-0,131	0,240	0,374
Nº coef. significativos	182	188	180	
Nº regresiones año-sector	192			
Min obs. Año-sector	10			
Max obs. Año-sector	436			
Panel B: Reino Unido				
	CFO_{t-1}	CFO_t	CFO_{t+1}	Adj- R^2
Media	0,117	-0,241	0,114	0,214
(Estadístico t)	0,643	-1,704	0,869	
Q1	-0,024	-0,431	-0,006	0,038
Mediana	0,100	-0,244	0,098	0,140
Q3	0,265	-0,072	0,248	0,286
Nº coef. significativos	173	175	172	
Nº regresiones año-sector	184			
Min obs. Año-sector	10			
Max obs. Año-sector	268			
Panel C: Canadá				
	CFO_{t-1}	CFO_t	CFO_{t+1}	Adj- R^2
Media	0,194	-0,263	0,178	0,245
(Estadístico t)	1,086	-2,240	1,288	
Q1	-0,001	-0,452	0,030	0,069
Mediana	0,116	-0,180	0,178	0,185
Q3	0,342	-0,093	0,333	0,383
Nº coef. significativos	62	71	71	
Nº regresiones año-sector	72			
Min obs. Año-sector	18			
Max obs. Año-sector	145			
Panel D: Francia				
	CFO_{t-1}	CFO_t	CFO_{t+1}	Adj- R^2
Media	0,127	-0,238	0,067	0,165
(Estadístico t)	0,818	-1,678	0,594	
Q1	-0,003	-0,472	-0,106	0,049
Mediana	0,122	-0,284	0,102	0,109
Q3	0,305	-0,104	0,235	0,204
Nº coef. significativos	58	67	66	
Nº regresiones año-sector	72			
Min obs. Año-sector	10			
Max obs. Año-sector	127			

Panel E: España				
	CFO_{t-1}	CFO_t	CFO_{t+1}	Adj-R ²
Media	0,049	-0,220	0,013	0,305
(Estadístico t)	0,420	-1,733	0,090	
Q1	-0,036	-0,415	-0,126	0,017
Mediana	0,011	-0,206	0,022	0,264
Q3	0,155	-0,068	0,176	0,528
Nº coef. significativos	51	55	50	
Nº regresiones año-sector	72			
Min obs. Año-sector	10			
Max obs. Año-sector	34			
Panel F: Italia				
	CFO_{t-1}	CFO_t	CFO_{t+1}	Adj-R ²
Media	0,161	-0,256	0,067	0,271
(Estadístico t)	0,581	-1,551	0,454	
Q1	-0,084	-0,525	-0,096	0,054
Mediana	0,160	-0,295	0,089	0,202
Q3	0,403	-0,078	0,254	0,397
Nº coef. significativos	54	55	49	
Nº regresiones año-sector	72			
Min obs. Año-sector	10			
Max obs. Año-sector	46			

4.2.2.6 Resumen de las estimaciones de los modelos de ajustes por devengo

Comenzaremos este comentario general de los modelos estimados resaltando el hecho de que, en los distintos modelos basados en Jones (1991), la influencia del cambio en la cifra de facturación varía notablemente por sectores y años. Dicho rasgo se mantiene cuando se incorpora el cambio en las cuentas por cobrar. Puesto que los coeficientes medios de esa variable normalmente tienen valores bajos y resultan significativos un elevado número de veces, cabe pensar que estamos ante la evidencia de ciertas transferencias de beneficios entre períodos. Se explica así que, dentro del mismo sector, unos años se detecten coeficientes significativamente positivos, mientras que otros años el coeficiente del incremento de ventas sea significativamente negativo.

La volatilidad del signo del incremento de la facturación contrasta con la estabilidad del efecto negativo y significativo del inmovilizado sobre los ajustes por devengo totales. Estos resultados vienen a ratificar las predicciones del efecto del inmovilizado, puesto que uno de los objetivos de este modelo es discernir los *accruals* discrecionales de aquellos no discrecionales provocados por la amortización. Cuando en el modelo se añade un ajuste por ROA, dicho ajuste resulta negativo y significativo en la mayoría de las estimaciones para todos los países. Estos resultados evidenciarían que la inclusión de ROA al modelo de Jones permite controlar el efecto de los ajustes por devengo y su posible reversión a lo

largo del tiempo, lo que nos remite a la relación entre la eficiencia, tanto pasada como presente, y al reconocimiento de los *cash flows* intertemporales.

Por lo que respecta a la capacidad explicativa de estos modelos, medida a través del coeficiente R^2 -ajustado, destaca la superioridad del modelo de Jones ajustado al ROA en comparación con los demás modelos. Aunque una primera lectura de estos resultados podría indicar que dicho modelo nos proporciona las mejores estimaciones de ajustes por devengo no discrecionales, la decisión sobre cuál de todos ellos resulta más adecuado ha de tomarse sobre la base de las pruebas de especificación y potencia de los *accruals* discrecionales estimados, como se explica posteriormente en el epígrafe 4.2.4.

Para finalizar, y como era de esperar en el modelo de calidad de los beneficios, los *cash flow* generados en los periodos futuro y pasado se encuentran por lo general positivamente relacionados con los *accruals* del capital de trabajo en todos los países analizados. Esto apoya la idea de que, en gran medida, el reconocimiento de los *accruals* del capital de trabajo se ajusta intertemporalmente a las realizaciones de los *cash flow*. En relación los coeficientes de determinación ajustados, en todos los países salvo en Francia quedan explicados de manera óptima los cambios en los *accruals* de circulante. Sin embargo, las características de corto plazo de las variables incluidas en este modelo pueden introducir un sesgo cortoplacista en la valoración de la calidad de los beneficios. Desde esa perspectiva, este modelo entraría en colisión con nuestro objetivo de medir íntegramente las manipulaciones contables, tanto a corto como a largo plazo, siendo este el motivo por el que, en los desarrollos que siguen a continuación, no se ofrezcan los resultados correspondientes al mencionado modelo.

4.2.3 Estadística descriptiva de las medidas de ajustes por devengo discrecionales.

Tras la estimación de los modelos de ajustes por devengo y, en consecuencia, la obtención de los ajustes por devengo discrecionales como los errores de esas regresiones, procedemos a exponer brevemente las principales características de las medidas de *accruals* obtenidas. Con este motivo, en la tabla 11 se exponen los estadísticos descriptivos de los ajustes por devengo totales (A), los ajustes por devengo del fondo de rotación (ΔWC),

los ajustes por devengo discrecionales de los modelos de Jones (DAJ), de Jones modificado (DAJMOD), de Jones ajustado al factor k (DAJMODK), de Jones ajustado al ROA (DAJROA) y de Dechow y Dichev (AQDD). El panel A contiene los resultados para toda la muestra y el panel B contiene los resultados correspondientes a distintas segmentaciones de la muestra.

Como pone de manifiesto el panel A, el valor de los *accruals* totales relativizado por el valor del activo es de 0,06. Asimismo, los rangos inter-cuartílicos van de 0,003 a 0,098, lo que, unido a una desviación estándar de 0,120, sugiere que la distribución de los ajustes por devengo totales es relativamente leptocúrtica en comparación con una distribución normal. En cuanto a las medidas de ajustes por devengo discrecionales recogidas en el panel A, se observa un valor medio negativo en todos los casos. Puesto que se trata de los residuos de las regresiones, sería de esperar que dichos valores se distribuyeran en torno al cero. La razón por la que no sucede exactamente así reside en el tratamiento previo de los datos y la eliminación de valores extremos a la que se procedió.

La impresión anterior acerca de la posible superioridad del modelo de Jones ajustado al ROA se confirma nuevamente habida cuenta de que este modelo proporciona los ajustes por devengo discrecionales con media y mediana más próximas a cero. Además, en esta misma línea, indican los rangos inter-cuartílicos y la desviación estándar son menores, ratificando la idea de que esta medida tiene una mayor concentración en torno al centro y menor variabilidad.

Tabla 11: Estadísticos descriptivos de medidas de *accruals*

Principales estadísticos descriptivos de la muestra. En el Panel A se muestran la media, mediana, cuartil inferior y superior, y desviación estándar de cada variable para el total de la muestra. El Panel B muestra media (mediana) de cada variable para cada una de las sub-muestras estratificadas. A refleja los *accruals* totales, ΔWC corresponde a la variación del capital de trabajo no monetario, DAJ corresponde a los *accruals* discrecionales del modelo de Jones, DAJMOD son los *accruals* discrecionales del modelo de Jones modificado, DAJMODK son los *accruals* discrecionales del modelo de Jones modificado ajustado al factor k , DAJROA son los *accruals* discrecionales del modelo de Jones ajustado al ROA, y AQDD son los errores de estimación del modelo de Dechow y Dichev.

Panel A: Muestra Total										
Variables	Media	Desv. Est.	Cuartil 1	Mediana	Cuartil 3					
A	0,060	0,120	0,003	0,049	0,098					
ΔWC	0,020	0,112	-0,019	0,010	0,051					
DAJ	-0,002	0,108	-0,052	-0,010	0,032					
DAJMOD	-0,002	0,109	-0,053	-0,011	0,033					
DAJMODK	-0,002	0,109	-0,053	-0,011	0,033					
DAJROA	-0,0003	0,088	-0,040	-0,002	0,040					
AQDD	0,0008	0,082	-0,029	0,001	0,034					
Panel B: sub-muestras estratificadas										
	Origen Legal		Market-to-Book		E/P		LNTAB		CFO	
	<i>Común</i>	<i>Civil</i>	<i>Superior</i>	<i>Inferior</i>	<i>Superior</i>	<i>Inferior</i>	<i>Superior</i>	<i>Inferior</i>	<i>Superior</i>	<i>Inferior</i>
A	0,066 (0,054)	0,026 (0,018)	0,050 (0,045)	0,070 (0,053)	0,04 (0,04)	0,117 (0,087)	0,054 (0,048)	0,067 (0,050)	0,118 (0,099)	0,024 (-0,004)
DWC	0,016 (0,009)	0,039 (0,018)	0,027 (0,019)	0,041 (0,010)	0,014 (0,01)	-0,012 (-0,002)	0,008 (0,005)	0,035 (0,017)	-0,001 (-0,001)	0,043 (0,022)
DAJ	-0,002 (-0,011)	-0,001 (-0,006)	-0,007 (-0,012)	0,007 (-0,007)	-0,016 (-0,016)	0,034 (0,011)	-0,006 (-0,010)	0,003 (-0,012)	0,038 (0,022)	-0,024 (-0,040)
DAJMOD	-0,002 (-0,011)	-0,001 (-0,007)	-0,009 (-0,013)	0,007 (-0,007)	-0,016 (-0,017)	0,037 (0,012)	-0,006 (-0,009)	0,003 (-0,011)	0,037 (0,022)	-0,023 (-0,038)
DAJMODK	-0,003 (-0,012)	-0,001 (-0,005)	-0,010 (-0,014)	0,007 (-0,006)	-0,016 (-0,017)	0,036 (0,012)	-0,006 (-0,009)	0,003 (-0,011)	0,037 (0,022)	-0,023 (-0,038)
DAJROA	-0,0003 (-0,001)	-0,0003 (-0,006)	0,004 (0,005)	-0,004 (-0,007)	-0,0008 (-0,0003)	-0,005 (-0,008)	0,004 (0,0008)	-0,015 (-0,016)	-0,062 (-0,055)	0,066 (0,052)
AQDD	0,0008 (0,001)	0,0004 (0,0004)	0,014 (0,010)	-0,007 (-0,003)	0,004 (0,002)	-0,020 (-0,011)	-0,001 (-0,001)	-0,002 (0,001)	-0,006 (-0,002)	0,002 (0,003)

El panel B, al igual que en Dechow et al. (1995) y Kothari et al. (2005), pone de manifiesto la incapacidad de estos modelos para generar medidas de ajustes por devengo discrecionales con media cero cuando se aplican sub-muestras estratificadas. Los números en negrita en dicho panel corresponden a las medias y medianas con valores cercanos a cero. Cuando la media o la mediana de esa variable se separan notablemente del valor nulo, se requieren ciertas cautelas en la investigación ya que aumenta la probabilidad de que la

hipótesis nula de cero ajustes por devengo discrecionales sea rechazada de manera espuria. Nuevamente los resultados del panel B muestran que la medida proporcionada por el modelo de Jones ajustado al ROA tiene menores valores medios y medianos en las distintas segmentaciones muestrales, excepto en la relativa al *cash flow* en la que prácticamente ningún modelo proporciona medidas cercanas a cero.

4.2.4 Pruebas de especificación y potencia

Aunque no se trate de una prueba concluyente, la investigación sobre discrecionalidad contable suele partir del análisis de la correlación serial de los ajustes por devengo discrecionales. Los ajustes por devengo discrecionales de una muestra aleatoria no deberían presentar correlación serial pues la hipótesis nula de ausencia de gestión del resultado asume que tales ajustes tienen una media igual a cero y no exhiben correlación serial. Por el contrario, en muestras no aleatorias, es probable que los ajustes por devengo totales se encuentren correlacionados y que tal correlación se transmita al componente discrecional de esos ajustes. Esta correlación serial surge por razones económico-operativas –e.g., decisiones que toman los directivos referentes a la ampliación de las cuentas por cobrar o al valor de las existencias en periodos de crecimiento-.

El análisis de las correlaciones seriales se ha hecho estimando los modelos autorregresivos AR(1) de Fama y McBeath (1973) para cada modelo y sub-muestra estratificada. Los resultados no se presentan dado lo prolijo de su exposición y la escasa trascendencia de los mismos. Baste con indicar que el modelo que presenta menores niveles de correlación serial de primer orden es el modelo de Jones ajustado por la rentabilidad. Como hemos indicado, no se trata de una prueba concluyente y, por tanto, no se puede afirmar que sea el modelo mejor especificado; en cualquier caso, sí que cabe afirmar que dicho modelo presenta una ventaja relativa sobre los demás en términos de cumplimiento de la hipótesis nula de ausencia de correlación serial de los *accruals* discrecionales estimados.

Pasamos ahora a las pruebas de especificación y potencia que, sin lugar a dudas, tienen mayor relevancia que el análisis de correlación serial de los ajustes discrecionales.

4.2.4.1 Pruebas de especificación: Errores Tipo I.

En esta sección presentamos los resultados de las estimaciones de la probabilidad de atribuir incorrectamente prácticas de gestión de beneficios a empresas que, en realidad, no realizan alteraciones contables significativas. En consecuencia, definimos el error tipo I como la probabilidad de rechazar la hipótesis nula de ausencia de gestión de beneficios cuando ésta es correcta. Para estudiar dicha hipótesis nula aplicaremos dos tipos de pruebas *t* descritas en el capítulo anterior: la primera contrasta si la media responde a la hipótesis nula de que los *accruals* discrecionales son no negativos y la segunda contrasta la hipótesis nula de si son no positivos.

La importancia de la hipótesis nula de que los ajustes por devengo discrecionales son iguales a cero llevó a Kothari et al. (2005) a proponer una prueba de especificación al respecto basándose en los ratios de error de tipo I. Haciendo uso de la misma metodología, a continuación ofrecemos el porcentaje de veces en que las pruebas *t* rechazan la hipótesis nula para 250 muestras distintas, seleccionadas aleatoriamente, de 100 empresas cada una, y de acuerdo a los criterios de la muestra total y de las submuestras estratificadas. Esto significa que se han aplicado las pruebas *t* en submuestras estratificadas en función de su origen legal, de valores extremos altos y bajos de *cash flow*, de tamaño de la empresa, de la ratio *earnings/price* y del ratio de valoración. De esta manera, en nuestros resultados y utilizamos un nivel de significación del 5% para rechazar ambas hipótesis nulas en un contraste de una cola -cola inferior o superior según la hipótesis nula-. Las tasas de rechazo del error de tipo I deberían encontrarse en un rango situado entre 2% y 8% para un intervalo de confianza del 95%. Si las tasas de rechazo se sitúan por debajo –encima- de este rango, la prueba se encuentra mal especificada puesto que los rechazos son muy escasos –frecuentes-, encontrándose parcialmente en contra –a favor- de la hipótesis nula.

El panel A de la tabla 12 ofrece información sobre las tasas de rechazo de la prueba *t* de una cola para la hipótesis nula de que los ajustes por devengo discrecionales son no-negativos. Para facilitar la interpretación de los resultados, las tasas de rechazo que son significativamente menores que el umbral inferior del rango estipulado –es decir, cuando la prueba se encuentra mal especificada porque el nivel de significación es excesivamente laxo- se muestran en letra negrita y cursiva, mientras que las tasas de rechazo que son

significativamente mayores que el rango de la prueba –en otras palabras, la prueba se encuentra mal especificada porque se rechaza la hipótesis nula con demasiada frecuencia– aparecen en negrita.

En primer lugar, podemos observar que, en términos generales, todas nuestras medidas de *accruals* discrecionales presentan algún grado de mala especificación pues ninguna medida individual se encuentra bien especificada bajo la hipótesis nula a lo largo de las once particiones de la muestra. En segundo lugar, como indica el panel A, pese a que existen tasas que se encuentran bajo el umbral, el principal motivo de la mala especificación se debe a que la frecuencia de rechazos de la hipótesis nula es demasiado alta. En cualquier caso, la medida de ajustes por devengo discrecionales que se encuentra mejor especificada para toda la muestra para las distintas particiones muestrales es la que se obtiene por medio del modelo de Jones ajustado al ROA.

Este mismo panel revela que, al revisar las tasas de rechazo, los modelos de Jones, Jones modificado y Jones modificado ajustado al factor k presentan las tasas más altas de error tipo I. Así, en la sub-muestra basada en el ratio *earnings/price* las tasas de rechazo del modelo de Jones y del modelo modificado de Jones son un 62.8% y un 54.8% de las ocasiones. Cuando las estimaciones se hacen sobre el tramo inferior del ratio *market-to-book* las tasas de rechazo de los tres modelos son 24%, 26% y 30,4% respectivamente y, cuando la segmentación se hace en función de los *cash flow* de las operaciones, las tasas de rechazo son de 54,8%, 36,4% y 64,4% respectivamente. Estas altas tasas de rechazo no han de sorprender pues Dechow et al. (1995) y Kothari et al. (2005) muestran resultados similares para muestras consistentes en deciles y cuartiles extremos de una clasificación basada en la eficiencia medida como beneficios y como *cash flow*.

Una posible explicación de estos resultados, en lo que respecta al modelo ajustado al factor k , es el hecho de que los cambios introducidos en las cuentas a cobrar por una modificación de las ventas no parecen ser suficientes como para atenuar los problemas de mala especificación, dado que es el modelo que presenta en general las tasas más altas de rechazo. Cuando se incorpora la corrección por ROA, los problemas de mala especificación se reducen pero no quedan totalmente solventados, permaneciendo todavía algunas tasas de rechazo sobre el nivel del 8%. Así sucede en tres de de los once casos analizados: cuartil

superior de la ratio *earnings/price* (tasa de rechazo del 16%,) cuartil superior de LNTAB (tasa del 38%) y cuartil superior de los *cash flow* de las operaciones (tasa del 10,2%). Sin embargo, en lo referente a la aceptación de la hipótesis nula de ausencia de gestión de beneficios del panel A, es el modelo de Jones ajustado al ROA el que presenta una mayor fiabilidad en comparación con el resto de los modelos.

Tabla 12: Estimaciones de tasas de error tipo I

Comparativa de las tasas de error tipo I de las distintas medidas de accruals discrecionales para la muestra total, submuestras basadas en el origen legal y en los cuartiles superiores e inferiores de acuerdo a características como la ratio *market-to-book*, *earnings/price* y el logaritmo natural de los activos (LNTAB). La tabla muestra el porcentaje de 250 muestras de 100 empresas seleccionadas aleatoriamente donde la hipótesis nula de que los *accruals* discrecionales son igual a cero es rechazada a un nivel de confianza del 5% (cola superior o inferior de la prueba estadística *t* de significancia de sección cruzada de la media de las medidas de *accruals*). En el Panel A se muestran las tasas de rechazo bajo la hipótesis nula de que los *accruals* discrecionales son no-negativos en **Negrita (Cursiva)** cuando significativamente exceden (se encuentran por debajo) del 5% del nivel de significancia de la prueba estadística e indica que dicho test se encuentra en contra (a favor) de la hipótesis nula. En el Panel B se muestran las tasas de rechazo bajo la hipótesis nula de que los *accruals* discrecionales son no-positivos en **Negrita (Cursiva)** cuando significativamente exceden (se encuentran por debajo) del 5% del nivel de significancia de la prueba estadística e indica que dicho test se encuentra en contra (a favor) de la hipótesis nula. En relación a nuestras medidas de *accruals* discrecionales, DAJ representa los *accruals* discrecionales estimados por medio del modelo de Jones, DAJM son los estimados por medio del modelo de Jones modificado, DAJROA son los estimados por medio del modelo de Jones ajustado por el ROA, DAJMK son los estimados por medio del modelo de Jones modificado y ajustado al factor *k*.

Panel A. HA: Accruals<0											
	Total muestra	Origen Legal		Market-to-Book		E/P		LNTAB		CFO	
		Común	Civil	Superior	Inferior	Superior	Inferior	Superior	Inferior	Superior	Inferior
DAJ	10	9,6	8	1,6	16,4	0	62,8	4	24,4	0,8	54,8
DAJM	10,4	9,2	8,4	0,8	20	0	54,8	5,6	26	1,2	36,4
DAJROA	6	5,2	4	4,2	4	16	4	38,8	1,6	10,2	2,4
DAJMK	10	10,4	9,6	0,8	24,4	1	1,2	3,6	30,4	0,4	64,4

Panel B. HA: Accruals>0											
	Total muestra	Origen Legal		Market-to-Book		E/P		LNTAB		CFO	
		Común	Civil	Superior	Inferior	Superior	Inferior	Superior	Inferior	Superior	Inferior
DAJ	2,8	2	3,2	15,6	0,4	82	0	2	0,4	11,2	0
DAJM	0	0,4	1,6	10	0,4	81,6	0	4,8	0,4	25,2	0
DAJROA	4,4	4,4	5,2	0,4	17,6	0,8	4,4	0	17,6	2	7,6
DAJMK	0	0,4	2	10,4	0,4	81,2	0	4,8	0,4	28,4	0

El panel B de la tabla 12, por su parte, recoge los resultados de las tasas de rechazo bajo la hipótesis nula de que los ajustes por devengo discrecionales no son positivos. Aunque existen casos de mala especificación, con elevadas tasas de rechazo, a diferencia del panel A, la mala especificación en este caso se debe principalmente a que las tasas obtenidas evidencian que la cantidad de rechazos de la hipótesis nula se encuentran por debajo del umbral del 2% -rechazos muy poco frecuentes-. Así sucede, por ejemplo, en el cuartil inferior de la ratio E/P, el cuartil inferior de la ratio *market-to-book*, el cuartil inferior de LNTAB, y el cuartil inferior de los *cash flow* de las operaciones, submuestras en las que prácticamente todos los modelos a excepción del modelo ajustado al ROA, presentan tasas de rechazo inferiores al 2%. De modo análogo a como se constató en el

panel A, la inclusión del ROA al modelo de Jones atenúa, pero no resuelve, los problemas de mala especificación del modelo.

A modo de resumen parcial, en consonancia con investigaciones previas, los modelos de Jones y de Jones modificado adolecen de una mala especificación cuando se aplican a muestras aleatorias estratificadas. En las pruebas de ajustes por devengo discrecionales negativos presentan excesivas tasas de rechazo, mientras que en las pruebas para *accruals* discrecionales positivos el principal problema de estos modelos son unas tasas de rechazo demasiado bajas. En su conjunto, todas las medidas de ajustes por devengo discrecionales examinadas sufren en algún grado de mala especificación, no existiendo ninguna medida individual que se encuentre totalmente bien especificada para contrastar la hipótesis nula de ausencia de gestión del resultado. Sin embargo, las pruebas de especificación indican que la utilización de la rentabilidad económica en el modelo de Jones tiene un mejor comportamiento que el resto de medidas.

4.2.4.2 Pruebas de potencia: Errores tipo II.

Presentamos en esta sección los resultados de las estimaciones que testan en qué medida los modelos de *accruals* discrecionales son capaces de detectar la presencia de alteraciones en el resultado contable. Surge así la idea de error tipo II, definido como la probabilidad de aceptar la hipótesis nula de ausencia de gestión de beneficios cuando ésta es incorrecta. Es preciso aclarar en este punto que la potencia de nuestros contrastes viene definida como la probabilidad de rechazar la hipótesis nula cuando ésta es realmente verdadera. Puesto que nuestra hipótesis nula en el contraste de las pruebas *t* viene expresada en términos de ausencia de gestión de beneficios, se requiere una metodología que asegure que la hipótesis nula sea falsa y que se vea plasmada en el porcentaje de rechazos que arrojan los contrastes en dicha metodología de simulación iterativa.

El procedimiento utilizado en estas pruebas es similar al empleado en las pruebas de especificación, con la diferencia de que, una vez extraída cada muestra aleatoria con base en los distintos criterios de estratificación, se introducen expresamente manipulaciones en los componentes de los ajustes por devengo de acuerdo con el procedimiento descrito en el capítulo precedente con la finalidad de asegurar que la hipótesis nula de ausencia de gestión

de beneficios sea rechazada. Por lo que respecta al importe de las manipulaciones inducidas intencionadamente, es obvio estas presentarán diferencias según el tamaño de las empresas integrantes de cada una de las submuestras seleccionadas aleatoriamente. Por este motivo dicho importe se define sumando o restando un porcentaje del activo total del año del evento. Dichos porcentajes serán del 1%, 2%, 4% y 10% de los activos totales para cada nivel de ajustes por devengo discrecionales estimados por empresa.

La tabla 13 muestra los resultados de las pruebas de potencia para las distintas medidas de ajustes por devengo discrecionales. Se presentan las tasas de rechazo para la muestra total y sub-muestras estratificadas, a las cuales se les suma –resta- el 1%, 2%, 4%, o 10% de los *activos totales* para cada ajuste por devengo discrecional estimado por empresa. A cada muestra se le suma –resta- la cantidad a agregar a los *accruals* totales antes de estimar los respectivos modelos de *accruals* discrecionales. El panel A de la tabla 11 recoge los resultados cuando se detrae el importe porcentual de manipulación y el panel B cuando se añade tal importe. De acuerdo con Kothari et al. (2005), asumimos que la gestión del beneficio representa el 50% de los ingresos. Esto implica suponer que la mitad de los ajustes por devengo anormales surgen de las ventas a crédito, agregando también la mitad de dicha suma a los cambios en las ventas y a los cambios en las cuentas por cobrar antes de estimar los modelos de *accruals* discrecionales.

El panel A de la tabla 13 revela que, tanto para la totalidad de la muestra como para sus particiones, el modelo de Jones, en promedio, detecta una manipulación del -1%, -2% y -4% de de los activos totales, en el 36,9%, 59,4% y 82,8% de las veces respectivamente. De igual manera, el modelo de Jones modificado en promedio detecta manipulaciones del -1%, -2% y -4% del activo total en el del 35,9%, 58,6% y 83,2% de las veces respectivamente. El modelo de Jones modificado ajustado al factor k en promedio detecta dichas manipulaciones en el 38,3%, 58,3% y 76,1% de las veces respectivamente pese a que, dicha medida parece presentar poca respuesta ante la existencia de gestión del resultado cuando la ratio *earnings/price* y los *cash flows* de las operaciones se encuentran en el cuartil superior.

Tabla 13: Pruebas de potencia

Comparativa de las tasas potencia de las pruebas para las distintas medidas de *accruals* discrecionales para la muestra total, sub-muestras basadas en el origen legal y en los cuartiles superiores e inferiores de acuerdo a características como la ratio *market-to-book*, *earnings/price* y el logaritmo natural de los activos (LNTAB). Para cada muestra se indica el nivel añadido a los *accruals* totales antes de estimar los respectivos *accruals* discrecionales. La tabla muestra el porcentaje de 250 muestras de 100 empresas seleccionadas aleatoriamente donde la hipótesis nula de que los *accruals* discrecionales son igual a cero es rechazada a un nivel de confianza del 5% (cola superior o inferior de la prueba estadística *t* de significancia de sección cruzada de la media de las medidas de *accruals*). En el Panel A se muestran las tasas de rechazo bajo la hipótesis nula de que los *accruals* discrecionales son no-negativos. En el Panel B se muestran las tasas de rechazo bajo la hipótesis nula de que los *accruals* discrecionales son no-positivos. En relación a nuestras medidas de *accruals* discrecionales, DAJ representa los *accruals* discrecionales estimados por medio del modelo de Jones, DAJM son los estimados por medio del modelo de Jones modificado, DAJROA son los estimados por medio del modelo de Jones ajustado por el ROA, y DAJMK son los estimados por medio del modelo de Jones modificado y ajustado al factor *k*.

Panel A. HA: Accruals<0

	Total muestra	Origen Legal		Market-to-Book		E/P		LNTAB		CFO	
		Común	Civil	Superior	Inferior	Superior	Inferior	Superior	Inferior	Superior	Inferior
DAJ											
0	10	9,6	8	1,6	16,4	0	62,8	4	24,4	0,8	54,8
-1	34,4	32	38,4	8,8	56	1,2	83,6	11,2	72	10,4	58,2
-2	60	67,6	73,6	27,2	83,2	2,8	98	38	93,6	32	77,6
-4	96,4	94	94	77,2	97,6	6,8	99,6	72,4	99,6	73,6	99,6
-10	99,6	99,6	98	99,6	98	96,8	98,4	99,6	99,2	94	100
DAJM											
0	10,4	9,2	8,4	0,8	20	0	54,8	5,6	26	1,2	36,4
-1	35,6	32	37,6	10,2	40	1,8	83,2	13,2	68,8	5,6	67,2
-2	68,4	64,4	69,2	24,4	86,8	3,4	96	31,6	93,2	18,4	88,8
-4	98,4	96,8	97,2	77,6	97,6	9,6	98,8	77,6	98	64,4	99,6
-10	100	100	98,4	99,6	98,4	97,2	98,8	98,8	98,4	98	100
DAJROA											
0	6	5,2	4	4,2	4	16	4	38,8	1,6	10,2	2,4
-1	36	28	34,4	42,8	15,2	45,6	46,8	66,4	24	20,4	8,4
-2	76,4	71,6	79,6	76,8	51,2	72	84	86	80,4	50,8	25,2
-4	99,6	100	98,4	98,4	95,6	95,6	98,8	98	98,4	82,4	52,8
-10	100	100	98,4	99,6	98,4	98	98,8	98,8	98,4	98,4	89,6
DAJMK											
0	10	10,4	9,6	0,8	24,4	1	1,2	3,6	30,4	0,4	64,4
-1	35,2	32	37,2	8,8	60,4	0	83,6	13,2	72	4,4	75,2
-2	68	63,6	69,6	25,2	86,8	0,4	96	31,6	94	16,8	89,6
-4	72	98	97,6	56	92	8	98	77,6	98,8	40,4	99,2
-10	100	100	98,4	99,6	98,4	97,2	98,8	98,8	98,4	88,8	100

Panel B. HA: Accruals>0

	Total muestra	Origen Legal		Market-to-Book		E/P		LNTAB		CFO	
		Común	Civil	Superior	Inferior	Superior	Inferior	Superior	Inferior	Superior	Inferior
DAJ											
0	2,8	2	3,2	15,6	0,4	82	0	2	0,4	11,2	0
1	15,2	12,8	19,2	36,8	6,4	94,8	0,8	14	8	30,4	0,4
2	52,8	44	58,4	68,8	29,6	98,4	7,6	47,6	60	53,2	6
4	98	96,4	98,4	98	95,6	98,4	74,8	90,4	97,6	92,4	301,2
10	100	100	98,4	99,6	98,4	98	98,8	98,8	98,4	100	97,2
DAJM											
0	0	0,4	1,6	10	0,4	81,6	0	4,8	0,4	25,2	0
1	9,2	14,8	15,6	39,2	6	94,4	0	21,2	8,8	50	0
2	49,2	43,2	55,6	70,4	30	97,2	8,8	47,2	60,8	76,8	3,2
4	98	97,6	98,4	98,4	88,8	98	76,4	89,6	98,4	97,6	56
10	100	100	98,4	99,6	98,4	98	98,8	98,8	98,4	100	96,4
DAJROA											
0	4,4	4,4	5,2	0,4	17,6	0,8	4,4	0	17,6	2	7,6
1	31,2	25,2	34	16,8	48	13,2	30	2,4	84,4	8,4	28
2	68,8	72	80,8	46,4	82	32	82	9,2	97,6	15,2	32,8
4	99,6	99,6	98,4	98	98	83,2	98,4	61,2	98,4	40,8	65,2
10	100	100	98,4	99,6	98,4	98	98,8	98,8	98,4	98,4	100
DAJMK											
0	0	0,4	2	10,4	0,4	81,2	0	4,8	0,4	28,4	0
1	10,2	5,2	18,4	39,2	4,8	93,2	0,4	18,4	8,4	53,2	0,8
2	50	47,2	57,2	70,8	22,4	98,8	7,6	44,4	61,6	80,4	2,4
4	98	97,6	98,4	98,4	88,4	98	76,8	89,2	98,4	99,2	27,2
10	100	100	98,4	99,6	98,4	98	98,8	98,8	98,4	100	94,4

Las altas tasas de rechazo mostradas para los tres modelos pueden evidenciar una alta potencia al detectar la gestión del resultado pero también pueden ser consecuencia de una mala especificación. Finalmente, al introducir ROA en el modelo de Jones también se logran unas buenas tasas que en promedio detectan las manipulaciones del -1%, -2% y -4% del activo total en el 33,4%, 68,5% y 98% de las veces. Estos resultados parecen indicar que este modelo detecta mejor la gestión del resultado en relación a la hipótesis alternativa de ajustes por devengo negativos dado el promedio de sus tasas y el hecho de que dichas tasas parecen ser más uniformes a lo largo de las particiones.

Por su parte, el panel B pone de relieve que el modelo de Jones en promedio detecta las manipulaciones en el 21,7%, 47,8% y 88,2% de las veces a través de las particiones de la muestra. De manera similar, el modelo de Jones modificado ofrece unas tasas de detección de manipulaciones del 23,5%, 49,3% y 90,6%, mientras que las tasas de rechazo promedio para las particiones de la muestra en el modelo de Jones modificado ajustado al factor k son de 22,9%, 49,3% y 90,6%. Alternativamente, el modelo de Jones ajustado al ROA en promedio detecta las alteraciones en el 29,2%, 56,2% y 85,5% de las veces. Este último modelo, al igual que para los ajustes por devengo negativos, es el más apropiado para detectar manipulaciones del 1% y 2% de los activos totales, siendo las tasas de rechazo más uniformes a través de las particiones de la muestra. Cuando las manipulaciones alcanzan el 4% de los *activos totales*, no hay grandes diferencias entre los modelos.

Desde una perspectiva económica, los resultados de las pruebas de potencia sugieren que para niveles plausibles de gestión del beneficio alcista, es decir, cuando las manipulaciones contables para el modelo ajustado por ROA sean igual al 2% (4%) de los activos, se detecta la gestión del resultado alrededor del 31% (63%) de las veces. De igual manera, cuando la gestión del beneficio es negativa en las mismas magnitudes, se detectará el 33% (68%) de las veces.

En general, los resultados obtenidos para las pruebas de potencia mostrados en la tabla 11 evidencian que no existe una medida que supere a todas las demás a través de todas las particiones de la muestra. Aunque, en promedio, la medida obtenida a través del modelo de Jones ajustado al ROA presenta mejores tasas de rechazo pues estas se distribuyen también más uniformemente a lo largo de las particiones, no resulta preferible a

las demás de forma individual en cada una de las particiones. De manera análoga, nuestros resultados no parecen indicar que ninguna medida individual sea inferior a las demás a través de las particiones de la muestra.

4.2.4.3 Resumen

Sin duda, la elección de la variable para contrastar nuestras hipótesis de investigación se encuentra sujeta a un cierto *trade-off* o equilibrio óptimo entre los errores de tipo I y tipo II. De alguna manera, dichos errores mantienen también una relación de sustitución como ponen de manifiesto las pruebas de especificación y de potencia. El conjunto de ambas pruebas indica que los ajustes por devengo discrecionales estimados a través del modelo de Jones ajustado al ROA se encuentran relativamente mejor especificados y responden de mejor manera a la gestión del resultado ante distintos escenarios extremos. También el análisis conjunto de los epígrafes 4.2.4.1 y 4.2.4.2 sugiere que las altas tasas de rechazo en las pruebas de potencia de los modelo de Jones y Jones modificado sean más debidas a su mala que a su potencia.

En conclusión, los resultados de los contrastes de especificación y de potencia apoyan la elección del modelo de Jones ajustado al ROA como procedimiento de estimación de los ajustes por devengo discrecionales y, por consiguiente, de detección de gestión del resultado. En este modelo nos basaremos en adelante y será el que utilizemos para el contraste de las hipótesis propuestas en el anterior capítulo.

4.3 Estimación de los modelos de contraste de hipótesis

4.3.1 Análisis descriptivo

La primera fase del análisis del efecto de la estructura de propiedad y del consejo de administración sobre la discrecionalidad directiva en materia contable corresponde al análisis descriptivo de las correspondientes variables. Por este motivo, en el panel A de la tabla 14 recogemos la media, la desviación estándar y los valores para cada cuartil de las variables empleadas una vez que se han excluido aquellas observaciones para las que se carecía de datos y eliminado los valores atípicos, definidos como el 2% superior e inferior de los valores. En el panel B se muestran las medias (medianas) de las variables

segmentadas de acuerdo al criterio de propiedad familiar y no familiar en dos entornos legales –ley civil y ley común-. El Panel C muestra los estadísticos *t* estimados para los análisis de diferencias de medias para constatar si existen diferencias significativas entre las medias de cada segmentación realizada en el panel B.

El panel A de la tabla 14 muestra los estadísticos descriptivos para toda la muestra. La media (mediana) de los *accruals* discrecionales –DAJROA- relativizada por el valor del activo es de 0,01 (0,004) y la desviación estándar es de 0,062, valores similares a investigaciones previas (Klein, 2002; Chung et al., 2005; Xie et al., 2003). Asimismo, los rangos inter-cuartílicos van de -0,021 a 0,038, siendo aproximadamente el 51% de las observaciones mayores a cero. Esto sugiere que la distribución de los ajustes por devengo discrecionales es relativamente leptocúrtica cercana a cero. Habida cuenta de los resultados de las pruebas de especificación y que nuestra muestra es relativamente aleatoria, no parece que exista un sesgo al alza o a la baja en la gestión del resultado.

En consistencia con otras investigaciones (Warfield et al., 1995; Becker et al., 1998; Bartov et al., 2000), la cercanía a cero de los ajustes por devengo discrecionales nos ha llevado a utilizar la variable ABSDAJROA que presenta una media (mediana) de 0,043 (0,030) y una desviación estándar de 0,046, valores que resultan similares a investigaciones previas (Klein, 2002; Azofra et al., 2002).

En relación a la propiedad de las empresas, como se muestra en el panel A de la tabla 14, la media (mediana) del principal accionista es de 0,134 (0,046) y su desviación estándar es de 0,191. Sus rangos inter-cuartílicos van de 0,023 a 0,145, lo que pone de relieve la considerable variabilidad en la tenencia de derechos de *cash flow* por parte del principal accionista. Este resultado también indica que en la muestra total coexisten estructuras accionariales ampliamente dispersas con otras estructuras más concentradas en las que se agudizan los problemas de agencia de tipo II.

Asimismo, el panel A muestra que la propiedad del segundo y tercer accionista tienen una media de 0,04 y 0,023, cuyas desviaciones estándar son de 0,053 y 0,026 respectivamente. Estos valores de P2 y P3, combinados con los de P1 sugieren un considerable peso de los *blockholders* secundarios y, por tanto, indican que en cierta

medida el poder del principal accionista puede ser contestado por éstos. En este mismo sentido hay que interpretar los valores de la variable CONTEST, cuya media (mediana) y desviación estándar son de 0,995 (1,044) y 0,577 respectivamente. Inferencias similares se pueden hacer al observar los valores de HERF1 y HERF2.

En relación a las características del consejo de administración, el tamaño del consejo presenta una media (mediana) de 10,06 (11) y una desviación estándar de 4,471. La independencia del consejo, medida a través de BDEXT, toma un valor promedio del 61,2% de los miembros del consejo y una desviación estándar de 30,1%, valores similares a estudios previos citados anteriormente. Las empresas informan de que, por término medio, mantienen 6,594 reuniones anuales, cifra ligeramente inferior pero no muy distinta de la propuesta por otros autores (Vafeas, 1999).

Como podemos observar en el panel B y en el panel C de la tabla 14, las medias de ABSDAJROA en la empresa familiar son considerablemente mayores en comparación con las no familiar. Dichas diferencias desaparecen cuando el análisis se circunscribe a las empresas del entorno anglosajón pero se mantienen para las empresas de ley civil. También podemos observar que la media de ABSDAJROA de las empresas familiares es mayor en el entorno de ley civil que en los países de ley común, lo que podría ser una evidencia muy preliminar de la capacidad de los sistemas legales para moderar los problemas relacionados con la manipulación contable.

También los paneles B y C de la Tabla 14 ponen de manifiesto que la propiedad en manos del principal accionista es sensiblemente mayor en los países de ley civil y que en estos países hay también una mayor abundancia de empresas de propiedad familiar.

Por lo que se refiere a la *contestabilidad* (variables CONTEST, HERF1 y HERF2), nuestro análisis descriptivo pone de manifiesto cómo en las empresas familiares la contestación al control del principal accionista es sensiblemente menor, independientemente del entorno institucional y legal. Asimismo, en las empresas del entorno de ley civil parece existir un mayor dominio del accionista principal.

La tabla 15 muestra la matriz de correlaciones de Pearson. Como podíamos esperar, CONTEST muestra una relación negativa y significativa con ABSDAJROA, HERF1 y HERF2. En consonancia con nuestras hipótesis, este hecho indica que la contestabilidad restringe los comportamientos discrecionales de gestión del resultado. De igual manera, la tabla 15 muestra una relación negativa y significativa entre ABSDAJROA y BDEXT, lo que parece sugerir que la independencia del consejo cumple una función restrictiva de la gestión del resultado, tal y como afirmamos en la hipótesis H8. Asimismo, se constata una correlación positiva entre el número de reuniones (MEET) y el nivel de ajustes por devengo discrecionales. Se trata de un resultado plenamente coherente con la hipótesis H7 y al que nos volveremos a referir más adelante. Por lo que respecta a la correlación entre ABSDAJROA y tamaño del consejo (TAMBD), se observa una correlación positiva. No obstante, la hipótesis H6 sugiere una relación cuadrática, por lo que la ligazón entre ambas variables requiere un estudio más pormenorizado.

Tabla 14: Composición de la muestra y estadísticos descriptivos.

Composición de la muestra y principales estadísticos descriptivos. En el Panel A se muestran la media, mediana, cuartil inferior y superior, y desviación estándar de cada variable para el total de la muestra. El Panel B muestra media (mediana) de cada variable para cada uno de los entornos legales y empresa familiar y no familiar. El Panel C muestra los estadísticos *t* de cada prueba de diferencia de medias para las comparaciones en cada uno de los entornos legales y empresa familiar y no familiar. Las variables se encuentran detalladas en la tabla 4. Los asteriscos denotan el nivel de significación estadística, en donde, (***) indica un nivel de significación inferior al 1%, (**) inferior al 5% y (*) inferior al 10%.

Panel A: Descriptivos Muestra Total					
Variables	Media	Dev. Est.	Cuartil 1	Mediana	Cuartil 3
DAJROA	0,010	0,062	-0,021	0,004	0,038
ABSDAJROA	0,043	0,046	0,012	0,030	0,056
P1	0,134	0,191	0,023	0,046	0,145
P2	0,040	0,053	0,013	0,023	0,043
P3	0,023	0,026	0,009	0,016	0,026
CONTEST	0,995	0,547	0,577	1,044	1,453
HERF1	0,042	0,115	0,00004	0,0003	0,007
HERF2	0,060	0,136	0,001	0,003	0,026
TAMBD	10,06	4,471	9	11	13
BDEXT	0,612	0,301	0,5	0,727	0,833
MEET	6,594	3,959	5	6	9
LNTAB	8,134	1,627	7,292	8,270	9,226
DTAB	0,269	0,162	0,156	0,270	0,369
MTB	3,571	3,628	1,046	2,223	4,415
Total Obs.	3367				

Panel B: Descriptivos por marco legal y empresa familiar				
	Empresa Familiar		Empresa No Familiar	
	<i>Común</i>	<i>Civil</i>	<i>Común</i>	<i>Civil</i>
DAJROA	0,018 (0,015)	0,020 (0,018)	0,012 (0,004)	0,001 (0,0006)
ABSDAJROA	0,044 (0,028)	0,052 (0,036)	0,039 (0,028)	0,040 (0,031)
P1	0,167 (0,103)	0,350 (0,031)	0,059 (0,032)	0,290 (0,265)
P2	0,041 (0,031)	0,096 (0,080)	0,025 (0,02)	0,073 (0,050)
P3	0,025 (0,020)	0,047 (0,036)	0,017 (0,015)	0,036 (0,019)
CONTEST	0,750 (0,695)	0,051 (0,346)	1,163 (1,217)	0,644 (0,549)
HERF1	0,034 (0,003)	0,140 (0,106)	0,010 (0,0001)	0,123 (0,297)
HERF2	0,047 (0,013)	0,210 (0,228)	0,015 (0,001)	0,171 (0,090)
TAMBD	9,740 (10)	9,453 (9)	10,082 (11)	10,409 (11)
BDEXT	0,627 (0,692)	0,426 (0,422)	0,661 (0,75)	0,500 (0,55)
MEET	6,243(6)	5,302 (5)	6,769 (7)	6,659 (6)
LNTAB	8,479 (8,317)	6,302 (5,874)	8,505 (8,504)	7,416 (7,449)
DTAB	0,246 (0,242)	0,258 (0,246)	0,277 (0,276)	0,250 (0,256)
MTB	4,247 (2,411)	2,481 (1,643)	4,023 (2,596)	2,041 (1,081)
TOTAL OBS.	215	258	2361	533

Panel C: Comparación de medias por marco legal y empresa familiar				
	Empresa Familiar	Total Muestra	Familiar V/S No Familiar	
	<i>Civil V/S Común</i>		<i>Común</i>	<i>Civil</i>
	(Estadístico <i>t</i>)	(Estadístico <i>t</i>)	(Estadístico <i>t</i>)	(Estadístico <i>t</i>)
DAJROA	1,025	-0,187	0,165	1,121
ABSDAJROA	2,403**	2,317**	0,258	2,132**
P1	15,211***	18,993***	10,442***	4,903***
P2	9,576***	14,273***	6,887***	3,685***
P3	6,696***	13,198***	5,933***	3,234***
CONTEST	-4,968***	-17,269***	-10,752***	-3,383***
HERF1	9,319***	10,649***	3,123***	1,705*
HERF2	13,243***	13,903***	3,834***	2,966***
TAMBD	-0,664	-2,401**	-1,117	-2,420**
BDEXT	-7,258***	-7,687***	-1,769*	-2,846***
MEET	-2,722**	-5,494***	-1,880*	-4,332***
LNTAB	-15,086***	-11,109***	-0,269	-8,036***
DTAB	0,725	-2,335**	-2,258**	0,765
MTB	-5,049***	2,146**	0,787	2,182**

Tabla 15: Estadísticos descriptivos y correlaciones para los modelos de *accruals*.

Correlaciones de Pearson para las principales variables de estudio. Las variables se encuentran definidas en la tabla 4. Los asteriscos denotan el nivel de significación estadística, en donde, (***) indica un nivel de significación inferior al 1%, (**) inferior al 5% y (*) inferior al 10%.

Variables	P1	P2	P3	CONTEST	HERF1	HERF2	TAMBD	BDEXT	MEET	LNTAB	DTAB	MTB
ABSDAJROA	-0,035 (*)	-0,034 (*)	-0,043 (**)	-0,014 (***)	0,017 (***)	0,027 (***)	0,085 (***)	-0,109 (***)	0,014 (*)	-0,201 (***)	-0,118 (***)	0,151 (***)
P1		0,400 (***)	0,255 (***)	-0,269 (***)	0,090 (***)	0,558 (***)	-0,089 (***)	-0,254 (***)	-0,089 (***)	-0,262 (***)	-0,031 (*)	-0,170 (***)
P2			0,644 (***)	0,080 (***)	-0,114 (***)	-0,378 (***)	-0,002 (***)	0,196 (***)	-0,051 (***)	-0,286 (***)	-0,030 (*)	-0,141 (***)
P3				0,058 (***)	-0,125 (*)	-0,209 (***)	0,037 (**)	0,132 (***)	-0,048 (***)	-0,278 (***)	-0,008 (***)	-0,148 (***)
CONTEST					-0,559 (***)	-0,546 (***)	0,066 (***)	0,119 (***)	0,056 (***)	0,213 (***)	0,019 (***)	0,120 (***)
HERF1						-0,955 (***)	-0,095 (***)	-0,203 (***)	-0,081 (***)	-0,270 (***)	-0,026 (***)	-0,110 (***)
HERF2							-0,092 (***)	-0,246 (***)	-0,076 (***)	-0,326 (***)	-0,037 (**)	-0,138 (***)
TAMBD								0,587 (***)	0,464 (***)	0,309 (***)	0,089 (***)	-0,079 (**)
BDEXT									0,452 (***)	0,343 (***)	0,059 (**)	0,022 (***)
MEET										0,194 (***)	0,056 (***)	-0,052 (***)
LNTAB											0,177 (***)	-0,010 (***)
DTAB												-0,137 (***)

4.3.2 Propiedad familiar y gestión del resultado

El contraste de la primera hipótesis, relativa al efecto de la propiedad familiar sobre la gestión del resultado, aunque basado en un contraste de la prueba *t*, requiere una mayor sofisticación que los habituales análisis de comparación de medias.

Con este fin, en la tabla 16 se muestran los resultados de las estimaciones que comparan los ajustes por devengo discrecionales y los ajustes por devengo discrecionales en valor absoluto para las empresas familiares y no familiares en los entornos legales de ley civil y de ley común. En el panel A hemos recogido los resultados de las pruebas *t* para 100 muestras, cada una de ella formada por 30 empresas seleccionadas aleatoriamente de acuerdo a los criterios de empresa de propiedad familiar o no familiar y entorno legal. La hipótesis nula de la prueba *t* es que los ajustes por devengo discrecionales son no positivos. Como podemos observar, en las empresas familiares de los entornos de ley común y de ley civil se detecta alrededor del 41% y 56% de la gestión del resultado para aumentar el resultado, respectivamente. En contraste, unos resultados mucho menores se obtienen para el caso de las empresas no familiares, en donde las tasas de detección caen hasta el 18% y 20%, respectivamente. Estos resultados evidencian que, en general, las empresas en las que

el principal propietario es una familia o un inversor individual tienden a gestionar mayores beneficios al alza en comparación con las empresas no familiares. Aunque, en consonancia con la hipótesis H1 esta relación se cumple en ambos entornos, la diferencia se manifiesta de modo más acusado en el entorno de ley civil, tal y como se plantea en la hipótesis H2.

El panel B de la tabla 16 ofrece los resultados de las pruebas no paramétricas de Kruskal-Wallis para los ajustes por devengo discrecionales en valor absoluto. Los resultados obtenidos evidencian la existencia de existen diferencias significativas en los niveles de ajustes por devengo discrecionales entre las empresas familiares y no familiares pertenecientes en el entorno de ley civil, por otra parte ausentes en el entorno de ley común.

En la misma línea se encuentran los resultados obtenidos en las columnas (2) y (3) del panel C de la tabla 16. La columna (2) muestra que el coeficiente de FAM1 (naturaleza familiar del principal accionista) no es significativo en las empresas de ley común y, por el contrario, la columna (3) sugiere una relación positiva y significativa entre FAM1 y el valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales en los países de ley civil. En resumen, estos resultados indican que la menor protección de los inversores y la mayor concentración de la propiedad agudizan el problema de agencia entre accionistas internos y externos en las empresas de propiedad familiar del entorno de ley civil, traduciéndose esa disparidad de intereses en una mayor gestión del beneficio contable.

Tabla 16: Diferencias en niveles de ajustes por devengo discrecionales.

El Panel A compara las tasas de rechazo de las pruebas t para DAJROA de acuerdo a los criterios de empresa familiar y entorno legal, se muestra el porcentaje de rechazo para 100 muestras de 100 empresas seleccionadas aleatoriamente bajo la hipótesis nula de que los ajustes por devengo discrecionales son no negativos o no positivos es rechazada a un nivel de confianza del 5% (cola superior o inferior de la prueba estadística). El Panel B muestra los resultados de las pruebas no paramétricas de Kruskal-Wallis que tiene por hipótesis nula la ausencia de diferencias significativas entre las medidas a comparar, y se contrasta por medio de una χ^2 (P-Value). Adicionalmente se muestran los resultados de la prueba paramétrica AOV para los rangos y se contrasta por medio de un estadístico F e indicaremos si la prueba de comparaciones múltiples muestra diferencias significativas a una significancia del 5%. Finalmente, en el Panel C se muestran las estimaciones de la ecuación (18) para los distintos criterios a contrastar, donde la variable dependiente es ABSDAJROA. *** indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, ** inferior al 5% y * inferior al 10%.

Panel A. Tasas de rechazo de la prueba t para ajustes por devengo discrecionales en empresas familiares y no familiares.

	Empresa Familiar		Empresa No Familiar	
	Común	Civil	Común	Civil
DAJROA	0	0	1	3

HA: Accruals<0

	Empresa Familiar		Empresa No Familiar	
	Común	Civil	Común	Civil
DAJROA	41	56	18	20

Panel B: Pruebas no paramétricas de Kruskal-Wallis para los ajustes por devengo discrecionales en valor absoluto.

	Empresa Familiar		Ley Común		Ley Civil	
	Común	Civil	Familiar	No Familiar	Familiar	No Familiar
Rango promedio	212,1	236,4	1188,7	1139,9	392,3	354,0
N	215	258	215	2361	258	533
Kruskal-Wallis	3,855*		0,962		4,512*	
Test Paramétrico	3,88*		0,99		4,12*	
AOV de Rangos						
Comparaciones múltiples	Sí		No		Sí	

Panel C: Estimaciones GMM (Estimador de Sistemas)

	(1)	(2)	(3)
	Familiar	Ley Común	Ley Civil
ANGLO	-0,033** (-2,35)		
FAM1		-0,002 (-0,01)	0,011*** (1,98)
CONSTANT	0,014** (2,88)	0,036*** (10,13)	0,016*** (2,72)
E. Temporal	Sí	Sí	Sí
Observaciones	473	2576	791
Auto(2)	0,63	-1,27	1,03
z1	10,97(7)***	4,87(7)***	14,07(7)***
z2	4,52 (6)***	3,52(5)***	15,99(5)***
Hansen test	19,38(19)	15,9(16)	24,72(18)

El contraste de la hipótesis H2 relativa a la utilización diferenciada de la gestión del resultado entre las empresas familiares en cada uno de los entornos legales se hace igualmente a través de los resultados de las estimaciones que comparan los ajustes por devengo discrecionales y los ajustes por devengo discrecionales en valor absoluto en la empresa familiar de uno u otro entorno legal. Los resultados reportados en el panel A muestran que las tasas de rechazo de la hipótesis nula de que los ajustes por devengo discrecionales son no positivos son considerablemente mayores para las empresas

familiares en el entorno de ley civil en comparación con las empresas familiares del entorno de ley común, lo que prueba que, en general, las empresas familiares de ley civil tienden a gestionar más beneficios al alza que las empresas familiares de ley común. Por su parte, para los ajustes por devengo discrecionales en valor absoluto, tanto el panel B como el panel C de la tabla 16 evidencian para las pruebas de Kruskal-Wallis y para la regresión GMM la existencia de diferencias significativas en los niveles de gestión del resultado entre las empresas familiares de ambos entornos. De esta manera, se constata la intuición para las empresas familiares en el entorno de ley civil, una mayor concentración de la propiedad familiar, una menor protección legal y ejecución de las leyes incentivan el comportamiento discrecional en materia contable de los accionistas dominantes.

Las estimaciones para el contraste de las hipótesis H3, H4 y H5 aparecen recogidas en las tablas 17 y 18. La tabla 17 muestra las estimaciones para el total de la muestra y para las particiones en función del origen legal. En esas estimaciones las variables de propiedad se han cruzado con las variables dicotómicas FAM1, FAM123, FAM12 y FAM23 para medir el efecto diferencial de la distribución del poder en las empresas cuyo principal accionista es de propiedad familiar. La tabla 18 muestra las estimaciones para las particiones en función del carácter familiar de la empresa, habiendo cruzado igualmente las variables de propiedad con variables dicotómicas con la finalidad de medir el efecto conjunto de la distribución del poder, es decir, el impacto de los accionistas secundarios no familiares en la gestión del resultado.

Por lo que respecta a la influencia de la posición del principal accionista en la gestión del resultado, objeto de la hipótesis H3, las columnas (2) y (5) de la tabla 17 muestran cómo la propiedad de dicho accionista (P1) influye negativa y significativamente en la discrecionalidad contable (ABSDAJROA). Ese resultado, plenamente coherente con nuestra hipótesis H3, puede interpretarse como una evidencia de la actuación de la concentración de la propiedad como mecanismo de control, de modo que una menor separación entre propiedad y control reduciría la manipulación de beneficios. Este efecto se verifica en todas las empresas de la muestra, independientemente del entorno institucional y legal en el que éstas operen.

No obstante, cuando el principal accionista tiene naturaleza familiar o individual, este efecto negativo sobre las prácticas de gestión del resultado se torna positivo, como pone de manifiesto el coeficiente de la variable interactuada $P1 * FAM1$, que es positivo y significativo. Se trata también de un resultado que encaja con lo propuesto en la hipótesis H3. En la tabla 17 ofrecemos también el test *t1* de restricciones lineales, con el que se contrasta la significación de la suma de los coeficientes estimados para la propiedad del principal accionista y para la variable cruzada de propiedad familiar que hemos introducido ($P1 + P1 * FAM1$). Dicho test muestra que la suma de coeficientes es positiva y estadísticamente distinta de cero en ambos entornos legales, por lo que el efecto neto de la propiedad familiar del primer accionista apunta hacia mayores niveles de prácticas de gestión de beneficios. Por lo tanto, se deduce que el beneficioso efecto que sobre la calidad de la información contable tiene una mayor participación del accionista dominante se ve compensado por unos mayores incentivos hacia la utilización interesada de dicha información por los accionistas familiares o individuales.

Tabla 17: La propiedad familiar y la gestión del beneficio

Coefficientes estimados (estadístico-t) de las estimaciones de la ecuación (19) a través del método generalizado de momentos (estimador de sistemas). La variable dependiente es el valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales del modelo de Jones ajustado por ROA. Las variables independientes se encuentran definidas en la tabla 4. Hemos controlado por los efectos temporales e institucionales. Auto (2) es el test de auto-correlación serial de segundo orden de los residuos bajo la hipótesis nula de no significación. t_1 , t_2 , t_3 , y t_4 representan los test de restricciones lineales de las variables cruzadas con las variables dicotómicas FAM1, FAM12, FAM13 y FAM123, respectivamente, bajo la hipótesis nula de no significación de la suma de los coeficientes. z_1 y z_2 son los test de Wald de significancia conjunta de los coeficientes reportados y de las variables dicotómicas temporales, respectivamente, distribuidas asintóticamente como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no significación (grados de libertad). La prueba de Hansen representa la prueba de sobre-identificación de restricciones, asintóticamente distribuidas como una χ^2 bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación entre los instrumentos y el término de error (grados de libertad). *** indica un nivel de significación para un contraste de dos colas superior al 1%, ** inferior al 5% y * inferior al 10%.

	(1)			(2)			(3)		
	Total muestra	Ley Civil	Ley Común	Total muestra	Ley Civil	Ley Común	Total muestra	Ley Civil	Ley Común
P1	-0,045*** (-3,27)	-0,052*** (-3,86)	-0,056** (-1,98)						
P1*FAM1	0,051* (1,71)	0,063** (2,55)	0,091*** (3,60)						
P2				-0,059* (-1,67)	-0,132*** (-2,82)	-0,097*** (-3,92)			
P2*FAM12				0,49* (1,82)	0,199** (4,19)	0,159* (1,67)			
P3							-0,212** (-2,00)	-0,178** (-2,15)	-0,220 (-0,59)
P3*FAM13							0,862 (1,23)	0,482* (1,95)	0,073 (0,13)
LNTAB	-0,007** (-2,34)	-0,008*** (-5,08)	-0,001* (-1,66)	-0,009* (-10,76)	-0,008*** (-4,37)	-0,001* (-1,81)	-0,009*** (-3,65)	-0,009*** (-4,83)	-0,002* (-1,69)
DTAB	0,050** (2,35)	0,052*** (3,16)	0,069*** (3,60)	0,087*** (3,35)	0,037** (2,23)	0,056*** (2,83)	0,038* (1,92)	0,062*** (3,39)	0,064*** (2,98)
MTB	0,002*** (3,36)	0,002*** (2,67)	0,001** (2,50)	0,001* (1,84)	0,0003* (1,69)	0,0009* (1,74)	0,002*** (3,86)	0,002*** (2,61)	0,001* (1,80)
CONSTANT	0,100*** (3,52)	0,121*** (6,87)	0,039 (1,50)	0,107*** (15,23)	0,101*** (6,34)	0,063** (2,04)	0,097*** (4,87)	0,104*** (6,81)	0,035 (0,94)
Observaciones	3367	791	2576	3367	791	2576	3367	791	2576
Auto(2)	-1,20	1,22	-1,11	-1,03	1,02	-1,09	-1,42	1,29	-1,07
t_1	1,68*	2,14**	1,79*	-	-	-	-	-	-
t_2	-	-	-	1,65*	4,12***	1,70*	-	-	-
t_3	-	-	-	-	-	-	-	1,84*	-
z_1	6,68(12)***	40,26(11)***	9,56(11)***	8,93(12)***	25,92(11)***	5,39(11)***	5,86(12)***	11,66(11)***	3,93(11)***
z_2	3,68(5)***	8,65(5)***	8,22(5)***	5,83(5)***	4,10(5)***	3,88(5)***	3,84(5)***	3,97(5)***	3,61(5)***
Hansen	36,48(43)	35,82(44)	46,90(38)	23,35(38)	35,78(44)	33,88(38)	36,09(43)	35,27(44)	32,01(39)

Tabla 17: La propiedad familiar y la gestión del beneficio (continuación...)

	(4)			(5)		
	Total muestra	Ley Civil	Ley Común	Total muestra	Ley Civil	Ley Común
C3	-0,029** (-1,99)	-0,014* (-1,69)	-0,098*** (-2,65)			
C3*FAM123	0,035** (2,33)	0,041** (2,23)	0,167** (2,11)			
P1				-0,030*** (-2,91)	-0,025* (-1,66)	-0,022* (-1,77)
P1*FAM1				0,042** (2,22)	0,036** (2,07)	0,080* (1,79)
P2				-0,010* (-1,94)	-0,029* (-1,72)	-0,006** (-2,04)
P2*FAM12				0,048* (1,93)	0,096** (2,55)	0,378* (1,69)
P3				-0,826** (-2,27)	-0,159** (-2,30)	-0,242 (-0,98)
P3*FAM13				0,375 (1,37)	0,228* (1,69)	0,593 (0,89)
LNTAB	-0,004* (-1,66)	-0,007*** (-4,53)	-0,001* (-1,74)	-0,004** (-2,36)	-0,005*** (-4,25)	-0,002* (-1,77)
DTAB	0,042** (2,10)	0,094*** (4,05)	0,074*** (3,27)	0,035* (1,86)	0,054*** (3,87)	0,036* (1,79)
MTB	0,002*** (3,84)	0,0008* (1,65)	0,001** (2,08)	0,002*** (3,94)	0,003*** (4,04)	0,001** (2,18)
CONSTANT	0,076*** (3,07)	0,101*** (6,90)	0,042 (1,17)	0,065*** (3,63)	0,097*** (8,33)	0,023 (0,79)
Observaciones	3367	791	2576	3367	791	2576
Auto(2)	-1,38	1,29	-0,97	-1,20	1,04	-1,11
<i>t1</i>	-	-	-	2,56**	4,46***	1,66*
<i>t2</i>	-	-	-	1,70*	4,15***	1,87*
<i>t3</i>	-	-	-	-	1,75*	-
<i>t4</i>	1,79*	2,40**	1,75*	-	-	-
<i>z1</i>	8,00(12)***	14,74(11)***	3,93(11)***	9,85(16)***	28,59(15)***	6,84 (15)***
<i>z2</i>	3,94 (5)***	7,36 (5)***	3,33 (5)***	4,54 (5)***	6,41(5)***	4,81(5)***
Hansen	36,34(43)	36,39(44)	30,31(38)	56,21(63)	59,28(64)	49,32 (59)

Como se recordará, nuestra cuarta hipótesis hacía referencia al eventual control de la discrecionalidad contable que puede surgir en estructuras de propiedad con varios grandes accionistas. Los resultados mostrados en las columnas (1), (2) y (3) de la tabla 18 prestan apoyo a la hipótesis H4, que establece que la distribución de la propiedad entre varios accionistas de referencia reduce la gestión del resultado entre las empresas familiares en comparación con las empresas no familiares. La variable CONTEST, con la que tratamos de medir el grado de contestación que puede encontrar el principal accionista muestra un efecto asimétrico. Así, mientras que en las empresas no familiares una mayor contestación induce una mayor gestión del resultado, en las empresas de propiedad familiar se constata la influencia contraria. Ciertamente la contestación al control del accionista dominante no es un concepto fácil de medir, lo que explica que hayamos sustituido

CONTEST por las variables HERF1 y HERF2, representativas de ausencia de *contestabilidad*. Las estimaciones recogidas en los bloques de columnas (2) y (3) de la tabla 18 así parecen corroborarlo, poniendo de manifiesto que una mayor concentración del control estimula la gestión del resultado en las empresas familiares y opera en sentido contrario en las empresas de propiedad no familiar.

En una línea argumental similar hay que entender los bloques de columnas (2) y (3) de la tabla 17, de los cuales se colige que una mayor participación del segundo o tercer accionista (P2 y P3, respectivamente) tiene una influencia negativa en la gestión del resultado. Esos coeficientes resultan significativos tanto si se introduce únicamente el segundo o el tercer accionista (bloques 2 y 3) como si se analiza conjuntamente el efecto de los tres mayores inversores (bloque 4). En líneas generales, se puede decir que este efecto es significativo tanto para las empresas que operan en países de tradición legal civil como en países de tradición legal común.

Asimismo, los resultados obtenidos en las columnas (1), (2) y (3) de la tabla 18 muestran que en aquellas empresas cuyo principal accionista es una familia o inversor individual, una mayor participación de accionistas secundarios no familiares, el efecto restrictivo sobre la gestión de beneficios se ve reforzado. Como se observa en los coeficientes de las variables cruzadas $P2*NFAM2$ y $P3*NFAM3$ son negativos y significativos para las empresas familiares. Además, la prueba de restricciones lineales $t2$ y $t3$, indica que el efecto conjunto de ambos coeficientes ($P2+ P2*NFAM2$ y $P3+P3*NFAM3$) es también negativo y estadísticamente significativo. Por tanto, hay suficientes argumentos para afirmar que la influencia de la distribución del poder es más importante cuando existen un segundo y tercer accionista no familiar respectivamente en aquellas empresas cuyo principal accionista es familiar.

Tabla 18: La propiedad familiar y no familiar y la gestión del beneficio

Coefficientes estimados (estadístico-t) de las estimaciones de la ecuación (19) a través del método generalizado de momentos (estimador de sistemas). La variable dependiente es el valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales del modelo de Jones ajustado por ROA. Las variables independientes se encuentran definidas en la tabla 4. Se controla por los efectos temporales e institucionales. Auto (2) es el test de auto-correlación serial de segundo orden de los residuos bajo la hipótesis nula de no significación. t_2 y t_3 representan los test de restricciones lineales de las variables cruzadas bajo la hipótesis nula de no significación. z_1 y z_2 son los test de Wald de significancia conjunta de los coeficientes reportados y de las variables dicotómicas temporales, respectivamente, distribuidas asintóticamente como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no significancia (grados de libertad). El test de Hansen representa la prueba de sobre-identificación de restricciones, asintóticamente distribuidas como una χ^2 bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación entre los instrumentos y el término de error (grados de libertad). *** indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, ** inferior al 5% y * inferior al 10%.

	(1)		(2)		(3)	
	Familiar	No Familiar	Familiar	No Familiar	Familiar	No Familiar
CONTEST	-0,007** (-2,02)	0,002* (1,82)				
HERF1			0,002** (2,46)	-0,080*** (-5,82)		
HERF2					0,003* (1,82)	-0,070*** (-5,56)
P2	-0,002** (-2,23)	-0,121* (-1,66)	-0,021** (-2,45)	-0,129* (-1,93)	-0,023*** (-3,36)	-0,654* (-1,73)
P2*NFAM2	-0,132*** (-5,06)	0,182* (1,95)	-0,095** (-3,85)	0,202** (2,45)	0,287* (1,78)	0,180** (2,19)
P3	-0,051* (-1,69)	0,352*** (3,14)	-0,038* (-1,78)	0,459*** (4,44)	-0,022* (-1,85)	0,421*** (4,12)
P3*NFAM3	-0,242*** (-4,06)	-0,324*** (-3,81)	-0,118* (-1,96)	-0,270*** (-3,22)	-0,108* (-1,82)	-0,563*** (-3,18)
LNTAB	-0,003*** (-4,35)	-0,001* (-1,78)	-0,003*** (-4,37)	-0,002** (-2,16)	-0,003*** (-5,24)	-0,003*** (-2,73)
DTAB	0,017* (1,71)	0,044*** (2,68)	0,011* (1,82)	0,049*** (2,91)	0,017* (1,78)	0,053*** (3,14)
MTB	0,002*** (7,26)	0,001* (1,93)	0,003*** (9,72)	0,001** (2,34)	0,003*** (9,40)	0,001** (2,16)
CONSTANT	0,058*** (6,51)	0,010 (1,34)	0,057*** (6,03)	0,001 (0,10)	0,064*** (6,42)	0,002 (0,26)
Observaciones	473	2894	473	2894	473	2894
Auto(2)	0,40	-1,53	0,50	-1,52	-0,50	-1,50
t_2	-3,13***	1,46	-2,51**	1,29	-1,91*	1,32
t_3	-1,90*	0,41	-1,66*	1,55	-1,72*	1,48
z_1	27,81(15)***	14,62(15)***	32,09(15)***	19,30(15)***	32,14(15)***	16,12(15)***
z_2	5,47(6)***	4,37(6)***	6,54(6)***	4,55(2)*	6,33(6)***	4,21(6)***
Hansen test	81,39 (81)	75,91(80)	71,8 (81)	69,23(80)	70,86(81)	72,69(80)

Dando un paso más en el análisis de la contestación al control en las empresas de propiedad familiar, en la tabla 19 recogemos los resultados de una serie de estimaciones centradas únicamente en ese tipo de empresas. Nuevamente cuantificamos la contestación al control a través de tres variables: CONTEST (indicativa de mayor contestación), y HERF1 y HERF2 (indicativas de mayor concentración y, por tanto, menor contestación). Un rasgo destacado es la introducción de la variable *dummy* TC, que adopta el valor 1 cuando la propiedad del principal accionista se encuentra en el tercio superior, y cero en caso contrario. De esta forma, al interactuar TC con CONTEST, podemos examinar el efecto específico que desempeña la *contestabilidad* al control del accionista dominante en aquellas empresas familiares cuyo principal accionista posee una elevada participación.

Congruentemente con los resultados expuestos en la tabla 18, la tabla 19 corrobora la influencia negativa que tiene la contestación al control en la gestión del resultado. En la columna (2), se incluye la variable interactuada CONTEST*TC. Como se deduce de la significación del coeficiente y de la prueba de restricciones lineales t_2 , el efecto conjunto de las dos variables variable es negativo y estadísticamente significativo, indicando que la contestación al control cumple un papel significativo en las empresas familiares con estructuras de propiedad más concentradas.

Tabla 19: Contestabilidad al control en la empresa familiar y la gestión del beneficio.

Coefficientes estimados (estadístico-t) de las estimaciones de la ecuación (19) a través del método generalizado de momentos (estimador de sistemas). La variable dependiente es el valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales del modelo de Jones ajustado por ROA. Las variables independientes se encuentran definidas en la tabla 4. Hemos controlado por los efectos temporales e institucionales. Auto(2) es el test de auto-correlación serial de segundo orden de los residuos bajo la hipótesis nula de no significación. t_2 representa el test de restricciones lineales de las variables cruzadas bajo la hipótesis nula de no significación. z_1 y z_2 son los test de Wald de significancia conjunta de los coeficientes reportados y de las variables dicotómicas temporales, respectivamente, distribuidas asintóticamente como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no significación (grados de libertad). El test de Hansen representa la prueba de sobreidentificación de restricciones, asintóticamente distribuidas como una χ^2 bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación entre los instrumentos y el término de error (grados de libertad). *** indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, ** inferior al 5% y * inferior al 10%.

	(1)	(2)	(3)	(4)
CONTEST	-0,011*	-0,005*		
	(-1,76)	(-2,46)		
CONTEST*TC		-0,135**		
		(-2,08)		
HERF1			0,120**	
			(2,24)	
HERF2				0,094**
				(2,25)
LNTAB	-0,002*	-0,001*	-0,001*	-0,0009**
	(-1,68)	(-1,73)	(-1,79)	(-1,81)
DTAB	0,002*	0,025*	0,040***	0,019**
	(1,94)	(1,88)	(3,85)	(2,10)
MTB	0,003***	0,002**	0,002***	0,003***
	(5,78)	(4,62)	(4,62)	(5,93)
CONSTANT	0,049***	0,060***	0,052***	0,071***
	(2,96)	(4,41)	(4,79)	(4,14)
E. Institucional	Sí	Sí	Sí	Sí
E. Temporal	Sí	Sí	Sí	Sí
Observaciones	473	473	473	473
Auto(2)	0,63	0,33	0,35	0,66
t_2	-	-2,06**	-	-
z_1	7,15(11)***	5,22(12)***	6,56(11)***	10,31(11)***
z_2	4,40(5)***	14,04(5)***	4,15(5)***	4,25(5)***
Hansen test	45,38(45)	35,01(41)	34,13(42)	39,46(45)

En concordancia con nuestra quinta hipótesis, referente a la posible influencia positiva sobre la gestión de beneficios que pueden tener accionistas secundarios familiares o inversores individuales en las empresas donde el principal accionista es una familia o un inversor individual, en todas las estimaciones de la tabla 17 podemos observar cómo la

gestión de beneficios se ve exacerbada cuando existe un segundo y tercer accionista de naturaleza familiar.

El contraste de la hipótesis H5 se efectúa a partir de los resultados recogidos en la tabla 17, en la que se muestra cómo el efecto de las variables interactuadas –efecto específico cuando los accionistas secundarios son también familias o inversores individuales- indica que la coincidencia de ambas identidades en los accionistas potencia la gestión de resultados. Además, los test de restricciones lineales hacen ver que la suma de los coeficientes resulta positiva y significativa, evidenciando una posible entente entre estos tipos de accionistas con la finalidad de gestionar beneficios. Específicamente, el valor de los coeficientes estimados de $C3 * FAM123$ y $P2 * FAM12$ son positivos y estadísticamente significativos en todos los modelos estimados mientras que $P3 * FAM13$ es significativo y positivo solo en las empresas de ley civil. Cada uno de estos coeficientes estimados supera los valores de los coeficientes negativos estimados para C3, P2 y P3, por lo que el efecto neto de las combinaciones de distintos accionistas familiares es positivo y significativo, como indican las pruebas de restricciones lineales $t2$, $t3$ y $t4$.

Abundando en esta idea, la columna (4) de la tabla 17 muestra que en empresas donde los tres primeros accionistas de referencia son familias, la suma de los coeficientes de las variables cruzadas $-C3 + C3 * FAM123-$ es positiva en ambos entornos legales, dando respaldo a los argumentos presentados con antelación. De manera análoga, al observar las pruebas $t2$ en las columnas (2) y (5), se desprende que cuando el principal y segundo accionista son familias o inversores individuales se pueden establecer acuerdos entre ambos accionistas para manipular los beneficios contables en ambos entornos legales. Finalmente, como se puede observar en las columnas (3) y (5) de la tabla 17, el efecto conjunto cuando el primer y tercer accionista son familias o inversores individuales sólo resulta significativo en entornos de ley civil.

A modo de resumen, en aquellas empresas en donde el principal accionista tiene naturaleza familiar y otros accionistas de referencia también son familias o individuos, cabe establecer acuerdos para la extracción de beneficios privados por medio de la gestión del resultado más fácilmente que en aquellas situaciones donde la coalición de control incluye otro tipo de inversor. Este efecto parece mostrarse más severamente en los países de ley

civil, donde la concentración de los tres principales accionistas también es mayor y, además, los accionistas disfrutan de una menor protección legal.

4.3.3 Consejo de administración y gestión del resultado

Tras el análisis del efecto que algunos rasgos de la estructura de propiedad pueden tener en la discrecionalidad contable, añadimos ahora el funcionamiento de otro mecanismo de control especialmente reseñable como es el consejo de administración. De ahí que en las páginas que siguen exponamos los resultados obtenidos de la estimación de la ecuación (20) utilizando el estimador de sistemas del método generalizado de los momentos (GMM).

Como se recordará, son tres las características del consejo de administración en las que nos detendremos: su tamaño, su nivel de independencia y su nivel de actividad. En relación con la primera de ellas, hemos medido el tamaño del consejo a través del número de miembros del mismo (TAMBD). Los resultados recogidos en la tabla 20 ponen de manifiesto algunas características interesantes del efecto del tamaño de este órgano sobre la dirección del resultado. Así, los resultados recogidos en los bloques de columnas (1) y (4) indican que, aunque en el conjunto de la muestra no exista una relación significativa entre ambas variables, dicha relación sí se manifiesta para las empresas del entorno de ley civil. Conforme a lo sugerido por la hipótesis H6, coexiste un efecto negativo de TAMBD con un efecto positivo de la variable cuadrática TAMBD². Este efecto se mantiene tanto cuando la única característica considerada del consejo es su tamaño (bloque 1) como cuando se incorporan los tres rasgos del consejo de administración simultáneamente (bloque 4). El punto de inflexión de esa relación cuadrática se encuentra en un número de consejeros situados en torno a los 14 consejeros, cifra no muy alejada de la detectada en trabajos análogos referentes al efecto sobre el valor de la empresa (Andrés y Vallelado, 2008; Fernández et al., 1997).

Tal evidencia puede interpretarse desde la perspectiva de los problemas de comunicación y toma de decisiones en las organizaciones. De una parte, el signo negativo de TAMBD hace pensar en que un aumento inicial del número de consejeros reduce la discrecionalidad contable, pues resulta obvio que un mayor número de consejeros permite una mejor supervisión de la dirección y una distribución de tareas entre sus miembros más

eficiente, lo que redundaría en una menor gestión del resultado. No obstante, a medida que aumenta el tamaño del consejo, se hace más presente el peligro de cierto sobredimensionamiento, con las correspondientes dificultades de comunicación, reparto de información y coordinación de actividades en grupos numerosos. Dichos problemas reducen la calidad de la información contable y permiten una mayor gestión del resultado.

El efecto del nivel de actividad puede consignarse en las columnas (2) y (4) de la tabla 20. Ciertamente el ritmo de reuniones (MEET) puede tener una influencia dual, según concebamos la actuación del consejo como reactiva o preactiva. Nuestra hipótesis H7 se apoya en una visión reactiva de este órgano (Vafeas, 1999), en la que una mayor actividad del consejo puede ser consecuencia del intento de reaccionar ante ciertos problemas corporativos. Los resultados presentados en los mencionados bloques de columnas parecen obedecer a esta visión, al menos en el entorno de ley civil. Así, un mayor ritmo de reuniones se encuentra positiva y significativamente relacionado con la gestión del resultado de las empresas del entorno de ley civil. La menor protección legal de los accionistas y la peor calidad de la información contable hacen suponer que, ante episodios de menor rentabilidad, la actividad del consejo de administración se traduce en una cierta alteración de la cifra de beneficios para tratar de alcanzar los niveles de rentabilidad que serían exigibles. Por el contrario, en el entorno de ley común, los consejos de administración no desempeñan (o, tal vez, no tienen capacidad para desempeñar) esa función, de modo que una mayor actividad de dicho órgano no tiene una implicación directa sobre la gestión del resultado.

Tabla 20: Características del consejo de administración y la gestión del resultado

Coefficientes estimados (estadístico-t) de las estimaciones de la ecuación (20) a través del método generalizado de momentos (estimador de sistemas). La variable dependiente es el valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales del modelo de Jones ajustado por ROA. Las variables independientes se encuentran definidas en la tabla 4. Hemos controlado por los efectos temporales e institucionales. Auto(2) es el test de auto-correlación serial de segundo orden de los residuos bajo la hipótesis nula de no significación. z1 y z2 son los test de Wald de significancia conjunta de los coeficientes reportados y de las variables dicotómicas temporales, respectivamente, distribuidas asintóticamente como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no significación (grados de libertad). El test de Hansen representa la prueba de sobre-identificación de restricciones, asintóticamente distribuidas como una χ^2 bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación entre los instrumentos y el término de error (grados de libertad). *** indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, ** inferior al 5% y * inferior al 10%.

	(1)		(2)		(3)		(4)		
	Ley Civil	Ley Común	Ley Civil	Ley Común	Ley Civil	Ley Común	Total muestra	Ley Civil	Ley Común
TAMBD	-3,81** (-2,11)	-7,17 (-1,31)					-5,25 (-1,06)	-7,71*** (-6,72)	-0,517 (-0,61)
TAMBD ²	0,134** (2,19)	0,275 (1,13)					0,239 (1,25)	0,266*** (6,56)	0,030 (0,62)
MEET			0,004*** (10,62)	0,002 (1,38)			0,0009 (1,11)	0,002*** (7,97)	0,0004 (0,74)
BDEXT					-0,023*** (-4,09)	-0,024** (-2,15)	-0,027** (-2,26)	-0,033*** (-6,45)	-0,028** (-2,01)
LNTAB	-0,004*** (-3,22)	-0,001 (-0,80)	-0,005*** (-4,20)	-0,001 (-0,93)	-0,002** (-2,54)	-0,001 (-0,44)	-0,004** (-2,27)	-0,003*** (-4,59)	-0,003* (-1,68)
DTAB	0,059*** (4,31)	0,043*** (3,21)	0,052*** (2,78)	0,045*** (3,26)	0,076*** (5,47)	0,047*** (2,89)	0,040** (2,56)	0,060*** (6,43)	0,042*** (3,70)
P1	-0,003** (-2,36)	-0,032*** (-3,85)	-0,019*** (-3,12)	-0,036*** (-4,53)	-0,011* (-1,65)	-0,055*** (-3,83)	-0,043*** (-3,78)	-0,009** (-2,26)	-0,054*** (-4,78)
MTB	0,002** (2,55)	-0,0003 (-0,63)	0,002*** (3,31)	-0,0004 (-0,85)	0,003*** (4,17)	-0,0002 (-0,36)	0,0001 (0,18)	0,003*** (5,70)	-0,0002 (-0,39)
CONSTANT	0,128*** (8,70)	0,109*** (2,64)	0,074*** (7,51)	0,043** (2,48)	0,094*** (10,57)	0,078*** (3,37)	0,132*** (4,01)	0,029*** (3,29)	0,177*** (4,81)
Nº Obs.	791	2576	791	2576	791	2576	3367	791	2576
Auto(2)	0,59	-1,52	-0,13	-1,42	0,57	-0,73	-0,37	-0,18	-1,00
z1	20,92(12)***	7,44(12)***	42,02(11)***	8,04(11)***	29,06(11)***	6,95(11)***	4,35(15)***	32,2(14)***	8,46(14)***
z2	26,12(6)***	6,21(6)***	11,32(6)***	6,48(6)***	18,93(6)***	5,41(6)***	3,74(6)***	20,06(6)***	6,44(6)***
Hansen test	70,00(72)	81,03(72)	72,52(74)	86,47(75)	72,77(74)	79,49(75)	75,91(87)	85,22(86)	99,25(102)

Si centramos ahora nuestra atención en la hipótesis H8 relativa a la independencia del consejo, medida a través de la proporción de consejeros externos (BDEXT), se observa que dicha característica tiene un patente efecto negativo sobre las prácticas de gestión del resultado en ambos entornos legales (bloques de columnas 3 y 4). En la composición de los consejos suele tenderse hacia un punto de equilibrio en el que los consejeros internos aportarían mejor conocimiento de la empresa y los consejeros externos una visión más imparcial y un mayor compromiso con el cumplimiento de los principios básicos de gobierno corporativo. Tal visión del consejo es coherente con nuestros resultados, de modo que una mayor presencia de consejeros externos se traduciría en una menor alteración discrecional de los estados financieros. En otros términos, los consejeros externos, tal vez por la mayor información con la que cuentan o por sus propios intereses, reducen las prácticas de gestión discrecional del resultado.

4.3.4 Consejo de administración, propiedad familiar y gestión del resultado

Tras analizar por separado el efecto de la propiedad familiar y del consejo de administración sobre la gestión del resultado, nos planteamos ahora un análisis conjunto de ambos mecanismos de control corporativo, a fin de contrastar nuestras hipótesis H9a, H9b (independencia del consejo), H10a, H10b (actividad), H11a y H11b (tamaño).

Tabla 21: Independencia del consejo, propiedad familiar y gestión del resultado

Coefficientes estimados (estadístico-t) de las estimaciones de la ecuación (20) a través del método generalizado de momentos (estimador de sistemas). La variable dependiente es el valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales del modelo de Jones ajustado por ROA. Las variables independientes se encuentran definidas en la tabla 4. Hemos controlado por los efectos temporales e institucionales. Auto(2) es el test de auto-correlación serial de segundo orden de los residuos bajo la hipótesis nula de no significancia. t1, t2, t3 y t4 representan los test de restricciones lineales de las variables cruzadas bajo la hipótesis nula de ausencia de significación. Únicamente se presenta ese test cuando es significativo. z1 y z2 son los test de Wald de significación conjunta de los coeficientes reportados y de las variables dicotómicas temporales, respectivamente, distribuidas asintóticamente como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no significancia (grados de libertad). El test de Hansen representa la prueba de sobre-identificación de restricciones, asintóticamente distribuidas como una χ^2 bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación entre los instrumentos y el término de error (grados de libertad). *** indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, ** inferior al 5% y * inferior al 10%.

	(1)		(2)		(3)		(4)	
	Ley Civil	Ley Común	Ley Civil	Ley Común	Ley Civil	Ley Común	Ley Civil	Ley Común
BDEXT	-0,021*** (-3,42)	-0,037*** (-2,67)	-0,034*** (-5,18)	-0,035*** (-2,46)	-0,024*** (-3,35)	-0,036*** (-2,62)	-0,019*** (-3,68)	-0,033*** (-2,20)
BDEXT*FAM1	-0,019** (-2,37)	0,003 (0,42)						
BDEXT*T1FAM1			-0,0069 (-1,32)	0,005 (0,41)				
BDEXT*T2FAM1					-0,041*** (-3,48)	-0,026 (-1,42)		
BDEXT*T3FAM1							-0,065*** (-5,00)	-0,054** (-2,12)
LNTAB	-0,003*** (-3,00)	-0,002* (-1,76)	-0,001*** (-3,21)	-0,003* (-1,71)	-0,003*** (-4,91)	-0,002* (-1,73)	-0,002*** (-2,94)	-0,003* (-1,76)
DTAB	0,054*** (3,21)	0,051*** (3,44)	0,111*** (6,32)	0,053*** (3,54)	0,059*** (4,65)	0,0471*** (2,93)	0,053*** (3,13)	0,044*** (3,53)
P1	-0,005* (-1,77)	-0,032* (-1,72)	-0,014** (-2,00)	-0,029* (-1,68)	-0,004* (-1,71)	-0,012* (-1,68)	-0,009*** (2,72)	-0,082** (-2,35)
MTB	0,005*** (4,27)	0,0001 (0,25)	0,003*** (4,74)	0,0001 (0,34)	0,005*** (3,81)	0,0002 (0,47)	0,004*** (5,24)	0,0006 (1,16)
CONSTANT	0,094*** (9,97)	0,103*** (5,94)	0,092*** (9,30)	0,103*** (6,06)	0,104*** (11,03)	0,096*** (5,19)	0,084*** (9,33)	0,105*** (5,90)
E. Temporal	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Observaciones	791	2576	791	2576	791	2576	791	2576
Auto(2)	1,14	-0,80	1,09	-0,80	1,19	-0,87	1,24	-1,03
t1	-3,65***	-	-	-	-	-	-	-
t2	-	-	-	-	-	-	-	-
t3	-	-	-	-	-4,12***	-	-	-
t4	-	-	-	-	-	-	-5,99***	-1,79*
z1	23,82(12)***	6,08(12)***	57,08(12)***	6,19(12)***	58,08(12)***	6,19(12)***	26,48(12)***	6,20(12)***
z2	12,55(6)***	8,53(6)***	9,87(6)***	8,69(6)***	12,55(6)***	8,53(6)***	12,41(6)***	8,69(6)***
Hansen test	71,71 (73)	81,79(89)	69,66(73)	80,94 (89)	70,43 (73)	80,48(89)	67,08(73)	78,06(89)

Para ello hemos analizado la interacción de cada una de esas características con la propiedad familiar. En el primer bloque de columnas de la tabla 21 incorporamos como variable explicativa no sólo la independencia del consejo (BDEXT), sino el producto de la misma por una variable dicotómica que recoge la naturaleza familiar del primer accionista.

Coherentemente con las estimaciones anteriores, BDEXT presenta un signo negativo en ambos entornos legales. Pero el resultado más reseñable es el correspondiente al test de restricciones lineales $t1$, cuyo efecto significativo y negativo indica que la suma de las variables $-BDEXT+BDEXT*FAM1$ toma un valor neto negativo en las empresas que operan en el entorno de ley civil. Este resultado contrasta con la ausencia de significación de dicho test en el entorno de ley común. Se trata de una confirmación de nuestra hipótesis H9a, según la cual la presencia de miembros independientes en el consejo de administración de las empresas familiares tiene una mayor repercusión en aquellos países donde la protección legal de los inversores es más deficiente.

En una línea de razonamiento semejante, hemos dividido la propiedad familiar en tres terciles, siendo T1FAM1, T2FAM1 y T3FAM1 las variables dicotómicas que representan cada uno de esos grupos, ordenados de menor a mayor participación del accionista dominante. La interacción de cada una de esas variables con BDEXT nos permitirá conocer si la influencia de la independencia de los consejos de administración es homogénea a lo largo de todas las empresas o presenta rasgos distintivos en alguno de los grupos. El análisis de los bloques de columnas (2), (3) y (4) confirma esto último. Así, mientras que en aquellas empresas en las que el accionista familiar dominante posee una menor participación en la propiedad (T1FAM1) la independencia del consejo no aporta una significación adicional (bloque 2), a medida que aumenta la propiedad familiar, la independencia del consejo resulta más relevante de cara a la revelación de información contable de mejor calidad. Como puede comprobarse, en los niveles intermedios de propiedad familiar (bloque 3), la prueba $t3$ indica que el efecto conjunto de las variables BDEXT y BDEXT*T2FAM1 es significativo, aunque sólo en los países de ley civil. Por el contrario, en las empresas con mayor propiedad familiar (bloque 4) el test de restricciones lineales $t4$ muestra el efecto conjunto de BDEXT y de BDEXT*T3FAM1 es significativo cualquiera que sea el entorno legal en el que opera la empresa. Se trata de una confirmación de nuestra hipótesis H9b, en la que enunciábamos el efecto diferenciado de la independencia del consejo en función del tramo de propiedad familiar y del entorno legal e institucional de la empresa. De esta manera en aquellas empresas donde la propiedad familiar toma valores más elevados, la independencia del consejo de administración cumple

un papel más importante a la hora de restringir los comportamientos discrecionales contables.

De modo análogo, hemos contrastado si la actividad del consejo de administración posee efectos específicos en función de la naturaleza familiar de la empresa (H10a) y en función del nivel de propiedad del accionista dominante (H10b). Los resultados de ese análisis se recogen en la tabla 22, en la que seguimos una estructura de presentación de los datos análoga a la utilizada en la tabla 21.

Por una parte, coherentemente con la evidencia anteriormente reportada en la tabla 20, el número de reuniones tiene un efecto positivo sobre la discrecionalidad contable de las empresas civilistas. Sin embargo, dicha característica del consejo no presenta rasgos distintivos en las empresas familiares de ambos entornos institucionales (bloque de columnas 1), ni está sistemáticamente relacionada con el tercil de propiedad del accionista familiar dominante (bloques 2-4).

Tabla 22: Numero de reuniones del consejo, propiedad familiar y gestión del resultado

Coefficientes estimados (estadístico-t) de las estimaciones de la ecuación (20) a través del método generalizado de momentos (estimador de sistemas). La variable dependiente es el valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales del modelo de Jones ajustado por ROA. Las variables independientes se encuentran definidas en la tabla 4. Hemos controlado por los efectos temporales e institucionales. Auto(2) es el test de auto-correlación serial de segundo orden de los residuos bajo la hipótesis nula de no significación. t_1 , t_2 , t_3 y t_4 representan los test de restricciones lineales de las variables cruzadas bajo la hipótesis nula de ausencia de significación. Únicamente se presenta ese test cuando es significativo. z_1 y z_2 son los test de Wald de significación conjunta de los coeficientes reportados y de las variables dicotómicas temporales, respectivamente, distribuidas asintóticamente como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no significación (grados de libertad). El test de Hansen representa la prueba de sobre-identificación de restricciones, asintóticamente distribuidas como una χ^2 bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación entre los instrumentos y el término de error (grados de libertad). *** indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, ** inferior al 5% y * inferior al 10%.

	(1)		(2)		(3)		(4)	
	Ley Civil	Ley Común	Ley Civil	Ley Común	Ley Civil	Ley Común	Ley Civil	Ley Común
MEET	0,0009** (2,25)	-0,002 (0,41)	0,004*** (5,56)	0,002 (0,55)	0,001** (2,54)	0,002 (0,62)	0,001** (2,38)	0,002** (0,16)
MEET *FAM1	0,0006 (0,82)	0,0002 (0,18)						
MEET *T1FAM1			0,007 (1,15)	-0,001 (-0,92)				
MEET *T2FAM1					0,004 (0,47)	-0,001 (-0,89)		
MEET *T3FAM1							0,0002 (0,16)	0,004 (0,75)
LNTAB	-0,005*** (-4,56)	-0,002* (-1,67)	-0,001** (-1,98)	-0,002* (-1,77)	-0,005*** (-5,24)	-0,002* (-1,82)	-0,004*** (-4,31)	-0,003* (-1,76)
DTAB	0,011*** (3,08)	0,051*** (3,18)	0,049*** (3,26)	0,053*** (3,30)	0,014*** (3,71)	0,048*** (2,84)	0,006*** (3,35)	0,042** (2,22)
P1	-0,015* (-1,80)	-0,033* (-1,76)	-0,004** (-2,13)	-0,029* (-1,79)	-0,007* (-1,83)	-0,020* (-1,73)	-0,017** (-2,00)	-0,071* (-1,93)
MTB	0,001*** (2,83)	0,0003 (0,68)	0,003*** (5,38)	-0,0004 (-0,79)	0,001*** (2,59)	-0,0002 (-0,51)	0,001** (2,20)	0,0006 (1,11)
CONSTANT	0,082*** (8,28)	0,056*** (3,27)	0,048*** (5,32)	0,056*** (3,27)	0,085*** (8,69)	0,049*** (2,71)	0,079*** (7,56)	0,059*** (3,52)
E. Temporal	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Observaciones	791	2576	791	2576	791	2576	791	2576
Auto(2)	0,63	-0,91	0,92	-0,95	0,54	-0,93	0,70	-1,05
t_1	-	-	-	-	-	-	-	-
t_2	-	-	-	-	-	-	-	-
t_3	-	-	-	-	-	-	-	-
t_4	-	-	-	-	-	-	-	-
z_1	9,23(12)***	5,37(12)***	37,74(12)***	5,50(12)***	17,29(12)***	5,40(12)***	10,17(12)***	5,80(12)***
z_2	5,60(6)***	5,65(6)***	19,0(6)***	5,71(6)***	8,72(6)***	5,11(6)***	5,56(6)***	6,11(6)***
Hansen test	76,30 (78)	79,49(78)	78,04(78)	80,24 (78)	75,65 (78)	80,41(78)	75,31(78)	77,21(89)

En la tabla 23 recogemos los datos correspondientes a las hipótesis H11a y H11b, relativas al efecto específico del tamaño del consejo de administración en las empresas familiares. Puesto que este par de hipótesis se halla estrechamente relacionado con la hipótesis H6, referente al efecto del tamaño del consejo de administración, es oportuno hacer una breve reseña a los resultados del contraste de la misma, recogidos en la tabla 20. Como se recordará, habíamos detectado una relación no lineal entre el tamaño del consejo y el nivel de ajustes por devengo discrecionales, si bien esta relación resultaba significativa únicamente para los países de ley civil, siendo el punto de inflexión aproximadamente igual a 14 consejeros. Son estos motivos los que explican que las estimaciones recogidas en la

tabla 23 se hayan realizado únicamente para las empresas de dicho entorno legal y para aquellas empresas cuyo consejo de administración cuenta con, al menos, 14 miembros.

Como podemos observar en la mencionada tabla, no cabe afirmar que el tamaño del consejo de administración modele sistemáticamente la discrecionalidad contable en las empresas de propiedad familiar, por lo que creemos justificado afirmar que nuestras hipótesis H11a y H11b no se verifican. Lógicamente, las pruebas de restricciones lineales no resultan significativas, sin que sean necesarios comentarios adicionales.

Tabla 23: Tamaño del consejo, propiedad familiar y gestión del resultado

Coefficientes estimados (estadístico-t) de las estimaciones de la ecuación (20) a través del método generalizado de momentos (estimador de sistemas). La variable dependiente es el valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales del modelo de Jones ajustado por ROA. Las variables independientes se encuentran definidas en la tabla 4. Hemos controlado por los efectos temporales e institucionales. Auto(2) es el test de auto-correlación serial de segundo orden de los residuos bajo la hipótesis nula de no significación. t1, t2, t3 y t4 representan los test de restricciones lineales de las variables cruzadas bajo la hipótesis nula ausencia de significación. Únicamente se presenta ese test cuando es significativo. z1 y z2 son los test de Wald de significación conjunta de los coeficientes reportados y de las variables dicotómicas temporales, respectivamente, distribuidas asintóticamente como una χ^2 bajo la hipótesis nula de no significación (grados de libertad). El test de Hansen representa la prueba de sobre-identificación de restricciones, asintóticamente distribuidas como una χ^2 bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación entre los instrumentos y el término de error (grados de libertad). *** indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, ** inferior al 5% y * inferior al 10%.

	(1)	(2)	(3)	(4)
	Ley Civil	Ley Civil	Ley Civil	Ley Civil
TAMBD	0,097*** (5,00)	0,091*** (3,95)	0,095** (5,47)	0,083** (5,42)
TAMBD *FAM1	0,003 (0,54)			
TAMBD *T1FAM1		-0,020 (-0,47)		
TAMBD *T2FAM1			-0,030 (0,75)	
TAMBD *T3FAM1				0,012 (1,12)
LNTAB	-0,007*** (-5,55)	-0,003*** (-3,38)	-0,008*** (-7,13)	-0,007** (-6,59)
DTAB	0,009* (1,66)	0,070*** (4,20)	0,010** (2,08)	0,018* (1,67)
P1	-0,027* (-2,76)	-0,012** (-2,52)	-0,0257*** (-4,33)	-0,022*** (-2,80)
MTB	0,002*** (3,83)	0,001** (2,59)	0,002*** (4,16)	0,001** (4,05)
CONSTANT	0,073*** (4,36)	0,038*** (2,73)	0,077*** (7,62)	0,076*** (7,06)
E. Temporal	Si	Si	Si	Si
Observaciones	255	255	255	255
Auto(2)	1,10	0,96	1,13	1,08
t1	-	-	-	-
t2	-	-	-	-
t3	-	-	-	-
t4	-	-	-	-
z1	47,3(12)***	37,00(12)***	76,71(12)***	43,62(12)***
z2	34,38(6)***	20,53 (6)***	30,96(6)***	21,17(6)***
Hansen test	46,43 (78)	42,39(78)	44,9 (78)	45,13(78)

Hasta ahora hemos centrado nuestra atención en las variables más directamente relacionadas con las hipótesis objeto de contraste. Pasando ahora a las variables de control empleadas en nuestro estudio, hemos incluido a lo largo de todas las estimaciones el tamaño de la empresa (LNTAB), el endeudamiento (DTAB) y el ratio *market-to-book* medido como el valor de mercado dividido por el valor contable³⁸. En relación al tamaño de la empresa, consistentemente con la literatura previa (Christie, 1990; Chung et al., 2002; Park y Shin, 2004; Hsu y Koh, 2005), nuestros resultados ponen de manifiesto una relación negativa y significativa con el nivel de gestión de beneficios. Este resultado constituye un indicio de que las empresas de mayor tamaño generalmente alteran sus resultados -tanto al alza como a la baja- en menor medida, tal vez por una mayor visibilidad, con la consiguiente posibilidad de que dichas prácticas sean descubiertas y tengan un impacto negativo en la imagen de la empresa y su equipo gestor.

Respecto al nivel de endeudamiento, al igual que investigaciones anteriores (Peasnell et al., 2000; Azofra et al., 2002; Park y Shin, 2004), hemos encontrado que dicha variable influye positivamente sobre los niveles de gestión de beneficios. Dichos resultados pueden estar motivados por la importancia que tiene la información contable en los contratos de endeudamiento, lo que lleva a la dirección de la empresa a ejercer prácticas de gestión de beneficios con la finalidad de entregar reportes financieros que favorezcan los términos de negociación en los contratos y también para evitar cláusulas restrictivas de los contratos de deuda derivados de alguna falta grave en el historial crediticio.

En relación al ratio de valoración *market-to-book*, este resulta ser positivo y significativo en la mayoría de las estimaciones realizadas. En cierta medida, estos resultados sugieren que las empresas con altos niveles de ajustes por devengo discrecionales usualmente presentan mayores ratios de valoración (Chan et al., 2001; Lui, 2004). Dado que gran parte de la literatura financiera utiliza como aproximación a las oportunidades de crecimiento este mismo ratio, cabe sospechar que aquellas empresas con mayores oportunidades de inversión cuenten con información privada más abundante y que la dirección de la empresa intente revelar esa información sobre las buenas perspectivas de la empresa a través de los estados financieros. Aunque desviándose del tema central de

³⁸ Adicionalmente, en las tablas 20, 21, 22 y 23 hemos incluido la propiedad del principal accionista, con unos resultados similares a los explicados en las tablas 17, 18 y 19.

nuestra investigación, cabría concluir que los beneficios contables en dichos casos pueden ser gestionados para señalar los proyectos rentables de la empresa (Healy y Palepu, 1993, 2001).

Finalmente hemos de mencionar que en ninguna estimación existe correlación serial de segundo orden. Igualmente, en todas las pruebas de sobreidentificación de Hansen se acepta la hipótesis nula de ausencia de correlación entre los instrumentos y el término de error, permitiéndonos afirmar, por consiguiente, que nuestras estimaciones son consistentes. Además, todas las pruebas de significación conjunta de los coeficientes estimados y de las variables temporales empleadas resultan significativas, subrayando la fiabilidad de nuestras estimaciones.

A modo de apunte final queremos resaltar que, aunque las tres características del consejo analizadas (independencia, tamaño y actividad) desempeñan un papel significativo en la reducción de la discrecionalidad contable en materia directiva, únicamente la independencia del consejo posee un efecto adicional en las empresas de propiedad familiar, estando este efecto condicionado por el nivel de propiedad del accionista dominante. Estos resultados sugieren que la estructura de propiedad tiene una influencia decisiva sobre los problemas de agencia dominantes en la empresa, siendo la independencia del consejo de administración el rasgo que hace a este órgano especialmente apto para abordar tales problemas de agencia. No ha de olvidarse que una parte importante de la regulación al respecto (ya sean normas legales de obligado cumplimiento o recomendaciones) sobre gobierno corporativo se ha centrado en el consejo de administración y, muy particularmente, en la independencia del mismo. Nuestros resultados se encuentran en esa misma línea y confirman el acierto de tales normas al garantizar la independencia del consejo.

Concluimos la presente tesis doctoral con una sección que se sintetiza la investigación realizada y recoge las principales conclusiones que, tanto en su vertiente teórica como en su aplicación empírica, cabe extraer. Vertebrado por la idea del destacado papel que a la información corresponde desempeñar en el proceso económico, nuestro trabajo ha tratado de contrastar el efecto que, sobre la calidad de la información contenida en los beneficios, tiene la estructura de propiedad de la empresa y su consejo de administración.

La constatación de las no pocas imperfecciones que caracterizan a los mercados de capitales permite calificar al asimétrico reparto de información dentro del sistema económico como la “imperfección dominante” o subyacente a todas las demás. Las aportaciones procedentes de la economía de la información han enriquecido notablemente el análisis económico hasta el extremo de contribuir a modelar una nueva teoría de la empresa. Esta teoría sugiere un cambio en la consideración de la empresa, dejando ésta de ser considerada la abstracción teórica propia de la teoría microeconómica, para ser concebida como un medio de asignación de recursos alternativo al mercado. Más aún, la existencia de empresas trasluce un motivo hasta ahora no propuesto por tales formulaciones, como es la consecución en su seno de un adecuado intercambio de información entre los agentes intervinientes.

La teoría de los contratos encuentra aquí el punto de engarce, revelando su importancia de cara a la determinación de los rasgos definitivos de las relaciones contractuales que componen la empresa. En este marco de análisis hemos prestado particular atención a la teoría de la agencia, pues se revela un paradigma que ilustra en gran manera la dimensión informativa inherente a los vínculos establecidos entre los individuos. Asimismo, esta corriente de la nueva economía institucional aporta la idea del conflicto de intereses entre las personas que componen la relación, sugerencia que, en conjunción con el desigual reparto de información, sienta las bases para todo un replanteamiento de la teoría de la empresa.

La teoría de la agencia constituye, por consiguiente, el prisma a través del cual el comportamiento de la empresa en el mercado de capitales adquiere un nuevo sentido. Dicho mercado no escapa a las imperfecciones informativas y, por tanto, gran parte de los comportamientos que en él se observan se redefinen en clave de intercambio de información.

Inspirada igualmente en este moderno enfoque de la teoría de la empresa, la teoría positiva de la contabilidad proporciona interesantes claves para la atenuación de los problemas de información entre empresas y mercados de capitales. De hecho, no faltan autores que entienden los estados financieros como el resultado de un proceso de equilibrio de intereses entre los partícipes de la empresa, en el sentido de que la actuación en pos de sus propios intereses conduce a cada uno de estos grupos a acordar o pactar las prácticas contables que más se acomoden a ello.

La información acerca de la empresa disponible en los mercados se erige, por tanto, en pieza clave de cara a la toma de decisiones encaminadas a mejorar la eficiencia de la empresa. Se busca, en consecuencia, una medida sintética que permita determinar cuán acertadas son las decisiones directivas y hasta qué punto los activos de la empresa permiten generar rentas destinadas a los distintos grupos de interesados. Desde esta perspectiva, el beneficio de la empresa constituye una herramienta de gran utilidad, poseyendo una notable capacidad de reducir las asimetrías informativas.

El beneficio de la empresa, junto con el resto de información contable, constituye un basamento del diseño organizativo corporativo en cuanto que es una herramienta de coordinación de las actividades desarrolladas en el seno de la empresa. Desde un enfoque contractual, esta información modifica los contratos celebrados entre los partícipes y, por lo tanto, proporciona incentivos a las partes para influir sobre las elecciones contables.

A nadie se le escapa que, en un entorno empresarial caracterizado por conflictos de intereses entre los agentes e información asimétrica, el proceso de cálculo de la cifra de beneficios se encontrará sometido a una considerable presión en función de la utilidad que cada uno de los partícipes pueda extraer. Se entiende así que tal proceso sea indisociable

del gobierno de la empresa y del modo como los agentes ven garantizado el rendimiento de sus inversiones, cualquiera que sea la forma que éstas adoptan.

Aunque son numerosas las definiciones que la literatura proporciona del gobierno corporativo, la mayor parte de ellas apuntan a una dirección común consistente en destacar la importancia de los distintos mecanismos –externos o internos- que tienen como finalidad orientar a la empresa hacia la utilización óptima del capital aportado por los inversores, maximizando las funciones de utilidad tanto de los miembros internos -quienes, siguiendo la denominación clásica, actuarían como agentes- como de los inversores externos y partes interesadas –a quienes les correspondería el papel del principal en una relación de agencia-. La información contable y el diseño de incentivos vendrían modelados por dichos mecanismos de gobierno.

De alguna manera, las fórmulas iniciales de gobierno corporativo trataron de dar respuesta al Problema de Agencia I, definido como la relación establecida entre directivos y accionistas. Estos últimos eran supuestamente propietarios de pequeñas participaciones accionariales dentro de una estructura de propiedad atomizada, con escasos incentivos para implicarse en la supervisión directiva. La solución a este conflicto pasaba por hacer coincidir los intereses de ambos grupos, facilitando el acceso de la dirección a la propiedad de la empresa o por disciplinar a los gestores mediante decisiones de endeudamiento y de reparto de dividendos que recortasen su margen de actuación discrecional. La propiedad directiva, la estructura de capital y la política de dividendos se redefinen y constituirían, por tanto, los mecanismos de control más adecuados para resolver ese problema de gobierno corporativo.

Este planteamiento, anclado en el contexto anglosajón en el que inicialmente se desarrolló la literatura, experimenta una reorientación cuando el ámbito geográfico e institucional de análisis se expande. La nueva generación de investigación en gobierno corporativo, caracterizada por abordar el análisis de los problemas desde una óptica internacional y superar la fragmentación de los primeros trabajos, ha puesto de relieve la diversidad de contextos institucionales y legales en los que opera la empresa. Los entornos económicos no son iguales, los problemas de gobierno no coinciden, las soluciones propuestas para un contexto pueden no ser completamente transferibles a otros ámbitos y,

en definitiva, se hace preciso tener en cuenta factores de carácter institucional a la hora de analizar las decisiones empresariales. Esta corriente de trabajo ha dado origen al enfoque *Law and Finance* y está en la base de numerosos avances que estudian la influencia de los distintos aspectos institucionales en las políticas de la empresa, en la estructura de los mercados y en los flujos de información de aquellas a estos.

El enfoque jurídico de las finanzas se basa en el origen legal de la regulación de cada país. Esta clasificación, ampliamente conocida y probadamente corroborada por múltiples trabajos, parte de la admisión de dos grandes bloques legislativos: los sistemas de ley común y los sistemas de ley civil. La distinta raigambre legal aporta unos rasgos propios a cada sistema. Así, la protección legal de los acreedores y de los accionistas, el grado de aplicación de las leyes, la calidad de la información contable y la concentración de la propiedad exhiben grandes diferencias entre uno u otro sistema.

Se puede afirmar que los países de tradición anglosajona conceden una mejor protección legal a los inversores que los países de tradición legal civil, siendo tan crítica esta distinción que las diferencias en términos de distribución de la propiedad corporativa, importancia de los mercados financieros o configuración del perfil de relaciones entre los *stakeholders* -por citar tan sólo algunos ejemplos- no son sino consecuencias de la asimétrica protección legal a los inversores. Las implicaciones de tan variado mapa de derechos de accionistas y acreedores son inmediatas.

Los inversores en los entornos legales civilistas reaccionan ante esta desprotección mediante la adquisición de paquetes accionariales de mayor tamaño creando estructuras de propiedad más concentradas. Se perfila así otro problema de gobierno, el denominado Problema de Agencia II, derivado de una excesiva concentración de la propiedad. En este contexto, la gerencia actúa bajo la estrecha supervisión del accionista mayoritario y toma las decisiones en función de los dictados del mismo. En tal escenario los accionistas minoritarios se pueden convertir en objeto de posibles comportamientos expropiatorios por parte del accionista mayoritario que busca la consecución de sus propios intereses. La literatura financiera ha mostrado que en Europa Continental los grandes accionistas refuerzan su poder mediante el establecimiento de vínculos familiares con otros accionistas y a través de la participación en corporaciones interpuestas que poseen, a su vez,

participación en la empresa original. Este entramado confiere a estos accionistas un exceso de derechos de control en relación con su participación en el excedente empresarial lo que facilita la extracción de beneficios privados en detrimento de los intereses del resto de accionistas minoritarios.

Nuestra tesis doctoral se asienta conjuntamente en estos dos cuerpos teóricos, la teoría positiva de la contabilidad y el gobierno corporativo en perspectiva internacional, con el objetivo de estudiar cómo dos de los mecanismos de gobierno -la estructura de propiedad y el consejo de administración- inciden en la gestión del resultado.

En relación con la estructura de propiedad, dirigimos nuestra atención a la concentración de la misma y la posibilidad de conflictos entre los accionistas dominantes y los propietarios minoritarios. Si dicha concentración está ampliamente difundida en las empresas de los países de ley civil, resulta aún más palpable en el caso de las empresas familiares. Este tipo de empresas, habida cuenta de los vínculos existentes entre sus partícipes, constituyen un terreno abonado para la aparición de divergencias de intereses entre los accionistas pertenecientes al núcleo familiar y el resto de propietarios.

Aunque se trate de un apunte más propiamente metodológico, nos gustaría dejar claro en este punto que no ha sido nuestra intención ahondar en el debate acerca de la mayor o menor eficiencia de las empresas familiares en comparación con las empresas de naturaleza no familiar. Dicha polémica, candente en los últimos años y que ha generado una rica literatura al respecto, no parece haber llegado a una postura concluyente. Permítasenos remarcar en este punto que nuestro objetivo se centra únicamente en analizar el efecto de la propiedad familiar en la discrecionalidad directiva en materia contable.

A este respecto, si bien existe cierto consenso en torno al hecho de que los beneficios de las empresas familiares de ley común suelen presentar mayores niveles de calidad dada la mayor implicación de los accionistas familiares en la supervisión directiva, no existe la misma convicción a la hora de aplicar tal argumento a otros entornos legales. La diferente protección legal y los disímiles niveles de propiedad necesarios para alcanzar el control de la empresa explican la dificultad para generalizar la anterior afirmación.

Por lo que se refiere al consejo de administración, la atención mostrada tanto en la esfera académica como por las autoridades reguladoras y los códigos de buen gobierno muestra bien a las claras la importancia del mismo y su carácter de cúspide de los mecanismos internos de gobierno. Este órgano desempeña una tarea de supervisión directiva y de asesoramiento, velando por los intereses de los accionistas y constituyendo una instancia privilegiada de resolución de los conflictos de agencia que surgen en el seno de la empresa. En consonancia con la literatura precedente, tres son los rasgos a través de los cuales hemos caracterizado el efecto del consejo de administración: su tamaño, su independencia y su nivel de actividad.

Un elemento clave en el diseño empírico de nuestra investigación es la cuantificación de la discrecionalidad contable. Con este fin hemos recurrido a la gestión del resultado, entendida como la alteración del resultado contable en función de los intereses de la dirección. Son muy variadas las formas que puede revestir la gestión del resultado, tales como la modificación de métodos contables, los criterios de valoración de existencias, las partidas extraordinarias, los gastos en I+D o los ajustes por devengo. Nosotros nos hemos centrado en el estudio de los ajustes por devengo, cuya esencia consiste en que tales ajustes tienen por objetivo mejorar el contenido informativo de los estados financieros. Las divergencias entre la corriente de beneficios y la corriente de flujos de caja hace preciso introducir algunos ajustes contables para mejorar la información contable y, en pura teoría, los ajustes por devengo responden a este intento.

Ahora bien, cabe una utilización interesada de esos ajustes para favorecer la función de utilidad de ciertos grupos de interesados, por lo que es conveniente distinguir qué parte de los ajustes por devengo corresponde a cada uno de los motivos o, usando otra terminología, qué parte son ajustes normales o no discrecionales y qué parte resultan ajustes anormales o discrecionales.

Las coordenadas básicas de referencia en nuestro caso vienen dadas por la posibilidad de una utilización discrecional de la cifra de resultados por parte de los accionistas que componen el núcleo familiar. En este sentido, dichos intereses podrían orientarse hacia la reducción de la cifra de beneficios con el fin, por ejemplo, de recortar el reparto de dividendos a la vez que se extraen beneficios privados mediante otras fuentes de ingresos,

mediante relaciones laborales privilegiadas o mediante el mantenimiento de relaciones comerciales con empresas situadas en la órbita de los intereses familiares. Por el contrario, cabe también justificar una modificación contable al alza de los beneficios para lograr mejores retribuciones vía dividendos con menoscabo de otras necesidades corporativas.

Las consideraciones anteriores han tenido su correlato en la formulación de once hipótesis susceptibles de contraste empírico. Estas hipótesis, divididas en tres bloques, hacen referencia a cada una de las vertientes que hemos tratado de abordar en este trabajo. Las cinco primeras hipótesis atañen a la influencia de la estructura de propiedad en la gestión del resultado de las empresas de propiedad familiar. Es conveniente reseñar aquí el carácter restrictivo con el que identificamos a una empresa familiar. Son distintos los criterios habitualmente empleados para caracterizar a una empresa como familiar, entre los que suele citarse la propiedad, la participación de los miembros de la familia en la gestión, la existencia de vínculos familiares con el fundador de la empresa o la presencia de miembros de la familia en el consejo de administración. Nuestro concepto de empresa familiar se limita al primero de esos rasgos y, por tanto, hemos identificado a una empresa como familiar cuando los principales accionistas están unidos por vínculos familiares.

El agudizamiento de los problemas de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios en las empresas familiares y la distinta protección legal de los inversores en los entornos de ley común y de ley civil están en la base de nuestras primeras hipótesis, en las que establecemos una relación entre ambos aspectos y la gestión del resultado.

Las tres hipótesis englobadas en el segundo bloque corresponden a cada una de las características del consejo de administración anteriormente aludidas. Común denominador a ellas es la visión de dicho órgano como instrumento de supervisión directiva. Las hipótesis formuladas en este punto constituyen traslaciones al ámbito de la gestión del resultado de relaciones ya contrastadas para la generación de valor.

El tercer grupo de hipótesis hace referencia al efecto conjunto del carácter familiar y de las características del consejo de administración, y con ellas tratamos de contrastar hasta qué punto este órgano asume un especial protagonismo en las empresas familiares dada la limitación de otros mecanismos de gobierno para atenuar los problemas de agencia.

El contraste empírico de estas once hipótesis se ha hecho a partir de una muestra con observaciones de 590 empresas de Estados Unidos, Canadá, Reino Unido, Francia, España e Italia durante el periodo 1997-2003. En una primera fase del análisis hemos comparado la especificación de cinco populares modelos de gestión del resultado: el modelo de Jones, el modelo modificado de Jones, el modelo de Jones ajustado por el factor k , el modelo de Jones ajustado por la rentabilidad económica y el modelo de calidad de los beneficios de Dechow y Dichev. Esta fase no es baladí pues nos permite seleccionar la medida más idónea de discrecionalidad contable. Los resultados de los contrastes de especificación y de potencia apoyan la elección del modelo de Jones ajustado por la rentabilidad como procedimiento de estimación de los ajustes por devengo discrecionales y, por consiguiente, haremos uso de él como método más adecuado de detección de gestión del resultado.

Concatenado con la anterior fase, el contraste de las hipótesis se ha desarrollado sobre la base de dichas medidas de manipulación contable del beneficio y ha tratado de probar el efecto de la estructura de propiedad familiar y del consejo de administración. Las conclusiones que dimanar de tal análisis se pueden clasificar en cuatro direcciones. En primer lugar hemos constatado la relevancia del Problema de Agencia tipo II, surgido de la divergencia de intereses entre accionistas mayoritarios y minoritarios. Este conflicto se traduce en una mayor gestión del resultado en las empresas de naturaleza familiar. En esta misma línea, también es interesante constatar el papel modelador del entorno institucional y legal. De resultados de ello, la menor protección legal de que gozan los accionistas en los países de ley civil se traduce en mayor indefensión de los accionistas minoritarios. De este modo, la información contenida en los beneficios de las empresas familiares resulta de peor calidad en este tipo de países o, expresado en otros términos, los accionistas pertenecientes al grupo familiar de control parecen actuar con un mayor margen de discrecionalidad en materias contables en los países en los que el resto del accionariado se encuentra menos protegido.

La piedra angular del segundo grupo de conclusiones viene dada por la distribución del control corporativo entre varios accionistas de referencia en las empresas de naturaleza familiar. Aparece así la noción de *contestabilidad*, el grado de respuesta que encuentra el principal accionista a sus decisiones y la formación de cambiantes coaliciones de control

como elementos que reconfiguran constantemente la distribución de poder en la empresa. La relación entre accionistas mayoritarios y minoritarios cobra especial relevancia y la dualidad de tipologías conflicto/coalición que esa relación puede adquirir serán claves a la hora de explicar la posible discrecionalidad directiva en materia contable.

Los peculiares lazos que suelen unir entre sí a los accionistas en las empresas familiares y la facilidad para relegar los intereses de los accionistas no pertenecientes al núcleo de control acentúan la posible divergencia de intereses entre los distintos tipos de propietarios. En consecuencia, la distribución del control y la posibilidad de contestar al control del accionista principal mediante el establecimiento de coaliciones alternativas con otros accionistas de referencia o con accionistas minoritarios revisten una importancia especial en este tipo de empresas. Así puede colegirse de nuestro trabajo, pues los resultados a los que llegamos muestran el beneficioso efecto del control corporativo compartido sobre la calidad de los beneficios de las empresas de propiedad familiar. Planteado así, el control compartido vendría a ser una solución de equilibrio entre dos extremos igualmente nocivos: la ausencia de control de una estructura de propiedad atomizada y la excesiva discrecionalidad de un accionista que posee un poder omnímodo y tiene capacidad para apoderarse de rentas correspondientes al resto de partícipes. De este modo, ningún accionista mantendrá una proporción de derechos de voto suficientemente elevada como para ejercer el control unilateralmente y las decisiones sobre procedimientos contables serán el resultado de la interacción entre el conjunto del accionariado.

Es cierto que la necesidad de llegar a consensos entre los accionistas principales puede burocratizar excesivamente el funcionamiento de la empresa y el suministro de información contable, pero también cabe pensar que si, el accionista o accionistas dominantes dispusieran de un excesivo control sobre el proceso de generación y revelación de la información contable, contarían con indudables incentivos a modificar tal información en sus propios intereses. De ahí que la estructura de propiedad y, por consiguiente, el grado de contestación al poder del principal accionista revistan tanta mayor importancia cuanto mayor sea el riesgo de expropiación de los accionistas minoritarios a través de una política contable desviada.

Nuestros resultados indican que en las empresas de propiedad familiar tanto la ausencia de contestación al control como la presencia como segundo accionista de referencia de otro inversor familiar se relacionan negativamente con la calidad de los beneficios. La explicación que cabe dar en este caso es la mayor propensión de los grupos accionariales familiares a la búsqueda de beneficios privados, lo que puede facilitar los acuerdos de extracción de beneficios cuando todos los accionistas de control son de naturaleza familiar. Por el contrario, cuando el accionista de referencia es una familia y el resto de accionistas tienen distinta naturaleza (inversores institucionales, corporaciones, entidades financieras, etc.) es más difícil la connivencia de intereses y la adopción de acuerdos de extracción de beneficios privados, con el consiguiente efecto positivo sobre la calidad de la información contable.

El tercer grupo de conclusiones atañe a la capacidad del consejo de administración para atenuar la discrecionalidad directiva en materia contable. Más específicamente, observamos que el tamaño del consejo es un elemento nada desdeñable en la mejora de la calidad informativa de los beneficios, existiendo un número óptimo de consejeros situado en torno a los 14 miembros. Dicho tamaño es consecuencia de dos efectos opuestos. Por una parte, un mayor número de miembros puede permitir una mejor supervisión y una mayor garantía de los intereses de los accionistas minoritarios. Pero, por otra parte, cuanto mayor sea el número de miembros, más agudos resultan los problemas de comunicación y coordinación entre ellos.

En esta línea hemos de resaltar igualmente la paralela evolución que parece existir entre la gestión del resultado y la intensidad de la actividad del consejo de administración. Tal relación puede deberse a un papel un tanto reactivo –en contraposición a proactivo– de este órgano de gobierno, de modo que la mayor frecuencia de reuniones podría obedecer al intento de responder a episodios en los que la rentabilidad ha estado alejada de lo esperado y, por tanto, se ha intervenido sobre las cifras de beneficios para aproximarlas a las previsiones.

Asimismo, hemos observado que existe una inequívoca relación entre la independencia del consejo de administración y la calidad de los beneficios. En la composición de los consejos suele tenderse hacia un punto de equilibrio en el que los

consejeros internos aportarían mejor conocimiento de la empresa y los consejeros externos una visión más imparcial y un mayor compromiso con el cumplimiento de los principios básicos de gobierno corporativo. Tal perfil del consejo es coherente con nuestros resultados, en cuanto que una mayor presencia de consejeros externos se traduce en una menor alteración discrecional de los estados financieros.

Finalmente, en cuarto lugar, hemos contrastado los rasgos más efectivos de los consejos de administración de cara a la reducción de la gestión del resultado de las empresas familiares. A pesar de lo indicado anteriormente -en el sentido de que tanto la independencia, como el tamaño y la actividad del consejo de administración han resultado ser efectivos determinantes de la discrecionalidad contable de las empresas-, cuando el ámbito de análisis se circunscribe a las empresas familiares, únicamente la independencia del consejo resulta ser un aspecto que contribuya a la mejora de la calidad informativa de los dividendos. De alguna manera este resultado remite a la inquietud existente en no pocos países occidentales por mejorar la independencia de este órgano a fin de reforzar el gobierno corporativo y la transparencia de los mercados de capitales.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abbott, L. J., y S. Parker. 2000. Auditor selection and audit committee characteristics. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 19:47-66.
- Abidin, S., V. Beattie, y A. Goodacre. 2006. The determinants of auditor change in the UK audit market. In *29th European Accounting Association Congress*. Dublín.
- Adams, R. B., y D. Ferreira. 2007. A Theory of Friendly Boards. *Journal of Finance* 62 (1):217-250.
- Ahmed, A. S., S. M. K. Nainar, y X. F. Zhang. 2006. Further evidence on analyst and investor misweighting of prior period cash flows and accruals. *The International Journal of Accounting* 41:51-74.
- Alcarria, J. J., y B. Gill de Albornoz. 2004. Specification and power of cross-sectional abnormal working capital accruals models in the Spanish context. *European Accounting Review* 13 (1):73-104.
- Alchian, A. A., y H. Demsetz. 1972. Production , Information Costs, and Economic Organization. *American Economic Review* 62 (5):777-795.
- Aldama, I. 2003. Informe de la comisión especial para el fomento de la transparencia y la seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas: CNMV.
- Alford, A., J. Jones, R. Leftwich, y M. Zmijewski. 1993. The relative informativeness of accounting disclosures in different countries. *Journal of Accounting Research* 31 (183-223).
- Ali, A., T. Y. Chen, y S. Radhakrishnan. 2007. Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics* 44:238-286.
- Alonso-Borrego, C., y M. Arellano. 1999. Symmetrically Normalized Instrumental-Variable Estimation Using Panel Data. *Journal of Business & Economic Statistics* 17 (1):36-49.
- Allen, F., y D. Gale. 2001. *Comparing financial systems*. Edited by M. P. P. Edition. 1º Edición ed. Massachusetts.
- Anderson, R., y D. M. Reeb. 2003. Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance* 58:1301-1329.
- . 2004. Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms. *Administrative Science Quarterly* 49 (209-237).
- Andrés, P., V. Azofra, y F. López. 2005. Corporate Boards in OECD Countries: size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: An International Review* 13 (2):197-210.

- Andrés, P., V. Azofra, y J. A. Rodríguez-Sanz. 2000. Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual: un contraste empírico para el caso español. *Investigaciones Economicas* 24 (3):641-679.
- Andrés, P. d., y E. Vallelado. 2008. Corporate governance in banking: The role of the board of directors. *Journal of Banking & Finance* 32 (12):2570-2580.
- Antle, R., y J. Demski. 1988. The controllability principle in responsibility accounting. *The Accounting Review*:700-718.
- Antle, R., y B. Nalebuff. 1991. Conservatism and auditor-client negotiations. *Journal of Accounting Research* 29:31-54.
- Archambeault, D., y F. T. DeZoort. 2001. Auditor opinion shopping and the audit committee: An analysis of suspicious auditor switches. *International Journal of Auditing* 5:33-52.
- Arellano, M. 2003. *Panel Data Econometrics*. Edited by O. U. Press. Oxford.
- Arellano, M., y S. Bond. 1991. Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *Review of Economic Studies* 58 (2):277-297.
- Arrow, K. J. 1991. *The economics of agency*. Edited by J. W. y. Z. Pratt, R.J. .
- Azofra, V. 2004. El gobierno de la empresa en perspectiva internacional. In *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza*, edited by E. Bueno Campos. Madrid: Pirámide, 95-113.
- Azofra, V., L. Castrillo, y M. d. M. Delgado. 2000. Los modelos de ajustes por devengo y la detección de la dirección de resultados. Estudio empírico aplicado a empresas españolas que han recibido informes de auditoría con salvedades por incumplimiento de principios contables. *IX Encuentro de Profesores Universitarios de Contabilidad*. Las Palmas de Gran Canaria.
- Azofra, V., M. d. M. Delgado, y L. Castrillo. 2002. Ownership concentration, debt financing and the investment opportunity set determinants of accounting discretion: empirical evidence from Spain. *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 115:215-255.
- Bae, K. H., y S. W. Jeong. 2007. The Value-relevance of Earnings and Book Value, Ownership Structure, and Business Group Affiliation: Evidence From Korean Business Groups. *Journal of Business Finance & Accounting* 34:740-766.
- Baiman, S., y J. Noel. 1982. Noncontrollable costs and responsibility accounting. *Journal of Accounting Research*:184-220.

- Baiman, S., y R. E. Verrecchia. 1995. Earnings and price-based compensation contracts in the presence of discretionary trading and incomplete contracting. *Journal of Accounting and Economics*:93-121.
- Baker, G. P., M. C. Jensen, y K. J. Murphy. 1988. Compensation and Incentives: Practice vs. Theory. *Journal of Finance* 43 (3):593-616.
- Baltagi, B. 1995. *Econometric Analysis of Panel Data*. New York, NY: John Wiley and Sons.
- 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):1-51.
- Ball, R., A. Robin, y J. S. Wu. 2003. Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asian countries. *Journal of Accounting and Economics* 36 (1-3):235-270.
- Ball, R., y L. Shivakumar. 2005. Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics* 39 (1):83-128.
- Bange, M. M., y DeBondt. 1998. R&D budgets and corporate earnings targets. *Journal of Corporate Finance* 4:153-184.
- Bannister, J., y H. A. Newman. 1996. Accrual usage to manage earnings toward financial analyst's forecasts. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 7:259-278.
- Barclay, M., D. Gode, y S. P. Kothari. 2000. The advantages of using earnings for compensation: matching delivered performance. In *Working paper*: University of Rochester.
- Barontini, R., y L. Caprio. 2005. The effect of family control on firm value and performance. Evidence from Continental Europe. In *working paper no. 088/2005*: European Corporate Governance Institute.
- Barth, M. E., D. P. Cram, y K. K. Nelson. 2001. Accruals and the prediction of future cash flows. *The Accounting Review* 76:27-58.
- Bartov, E. 1993. The timing of asset sales and earnings manipulation *The Accounting Review* 68 (840-855).
- Bartov, E., F. A. Gul, y J. S. L. Tsui. 2000. Discretionary-accruals models and audit qualifications. *Journal of Accounting and Economics* 30 (3):421-452.
- Basu, S. 1997. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 24:3-37.

- Baysinger, B., y H. H. Butler. 1985. Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics, and Organization* 1:101-124.
- Beasley, M. S. 1996. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review* 71 (4):443-465.
- Beasley, M. S., J. Carcello, D. Hermanson, y P. Lapides. 2000. Fraudulent financial reporting: consideration of industry traits and corporate governance mechanisms. *Accounting Horizons* 14:441-454.
- Beattie, V., S. Brown, D. Ewers, B. Johan, S. Manson, D. Thomas, y M. Turner. 1994. Extraordinary items and income smoothing: a positive accounting approach. *Journal of Business, Finance and Accounting* 21 (6):791-811.
- Beaver, W. H., y E. Engel. 1996. Discretionary behaviour with respect to allowances for loan losses and the behaviour of security prices. *Journal of Accounting and Economics* 22:177-206.
- Bebchuk, L. A., y J. M. Fried. 2005. Pay without Performance: Overview of the Issues. *Journal of Corporation Law* 30:647-673.
- Bebchuk, L. A., y M. J. Roe. 1999. A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance. *Stanford Law Review* 52 (127-170).
- Beck, T., A. Demirguc-Kunt, y R. Levine. 2001. Law, politics, and finance: The World Bank.
- . 2003. Law and finance: why does legal origin matter? *Journal of Comparative Economics* 31 (4):653-675.
- Becker, C., M. L. Defond, J. Jiambalvo, y K. R. Subramanyam. 1998. The effects of audit quality on earnings management. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 15:1-24.
- Becht, M., y A. Roell. 1999. Blockholdings in Europe: An international comparison. *European Economic Review* 43 (4-6):1049-1056.
- Ben-Amar, W., y P. André. 2006. Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada. *Journal of Business Finance & Accounting* 33:517-543.
- Beneish, M. D. 1997. Detecting GAAP violation: implications for assessing earnings management among firms with extreme financial performance. *Journal of Accounting and Public Policy* 16 (3):271-309.
- Bennedsen, M., y D. Wolfenzon. 2000. The balance of power in closely held corporations. *Journal of Financial Economics* 58:113-139.

- Berglof, E. 1997. Reforming corporate governance: redirecting the European agenda. *Economic Policy* 12 (24):91-123.
- Berlé, A., y G. Means. 1932. *The modern corporation and private property*. Edited by M. S. McMillan. Nueva York. NY.
- Bharath, S. T., J. Sunder, y S. V. Sunder. 2008. Accounting Quality and Debt Contracting. *The Accounting Review* 83 (1):1-28.
- Bianco, M., y P. Casavola. 1999. Italian corporate governance:: Effects on financial structure and firm performance. *European Economic Review* 43 (4-6):1057-1069.
- Biedma, E., M. Jara-Bertin, F. López-Iturriaga, y E. Ruiz. 2007. La comisión de auditoría en la empresa española: en busca de la independencia. *Estudios Financieros. Revista de Contabilidad y Tributación* (293-294):117-148.
- Black, E. L., K. F. Sellers, y T. Sheehy. 1998. Earnings manipulation using asset sales: An international study of countries allowing noncurrent asset revaluation. *Journal of Business, Finance and Accounting* 25:1089-1118.
- Bloch, F., y U. Hege. 2001. Multiple shareholders and control contest. *Groupement de Recherche en Economie Quantitative d'Aix-Marseille, Document de Travail n. 01*.
- Blundell, R., y S. Bond. 1998. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics* 87:115-143.
- Bolton, P., y D. S. Scharfstein. 1998. Corporate Finance, the Theory of the Firm, and Organizations. *Journal of Economic Perspectives* 12 (4):95-114.
- Bond, S. 2002. Dynamic panel data models: A guide to micro data methods and practice. In *Working Paper 9/02: The Institute for fiscal Studies*.
- Boone, A., L., J. Field, J. Karpoff, y R. C.G. 2007. The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics* 85:66-101.
- Booth, G. G., J.-P. J.-P. Kallunki, y T. Martikainen. 1996. Post-announcement Drift and Income Smoothing: Finnish Evidence. *Journal of Business, Finance and Accounting* 23:1207-1221.
- Bozec, Y., y C. Laurin 2008. Large Shareholder Entrenchment and Performance: Empirical Evidence from Canada. *Journal of Business Finance & Accounting* 35:25-49.
- Bradbury, M. E., Y. T. Mak, y S. M. Tan. 2006. Board characteristics, audit committee characteristics and abnormal accruals. *Pacific Accounting Review* 18 (2):47-68.

- Bradley, M., C. A. Schipani, A. Sundaram, y J. P. Walsh. 1999. The Purposes and Accountability of the Corporation in Contemporary Society: Corporate Governance at a Crossroads. *Law and Contemporary Problems* 62:9-86.
- Brickley, J. A., y C. M. James. 1987. The takeover market, corporate board composition, and ownership structure: the case of banking. *Journal of Law and Economics* 30:161-181.
- Bris, A., y C. Cabolis. 2002. Corporate Governance Convergence by Contract: Evidence from Cross-Border Mergers. In *Working Paper*.
- Burgstahler, D., y I. Dichev. 1997. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics* 24:99-126.
- Burgstahler, D. C., L. Hail, y C. Leuz. 2006. The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms. *The Accounting Review* 81 (5):983-1016.
- Burkart, M., D. Gromb, y F. Panunzi. 1997. Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm. *The Quarterly Journal of Economics* 112 (3):693-728.
- Burkhart, M., F. Panunzi, y A. Shleifer. 2003. Family firms. *Journal of Finance* 58 (5):2167-2201.
- Bushee, B. J. 1998. The influence of institutional investors on myopic R&D investment behaviour. *The Accounting Review* 73:305-333.
- Bushman, R., y P. Piotroski. 2006. Financial reporting incentives for conservative accounting: The influence of legal and political institutions. *Journal of Accounting and Economics*.
- Carcello, J., y T. L. Neal. 2003. Audit committee characteristics and auditor dismissal following "new" going concern reports. *The Accounting Review* 78 (95-117).
- Castrillo, L., y L. Cañibano. 1999. La independencia de los auditores: un nuevo enfoque *Actualidad financiera* 4:21-40.
- Claessens, S., S. Djankov, J. P. H. Fan, y L. H. P. Lang. 2002. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance* 57 (6):2741-2771.
- Coase, R. H. 1937. The Nature of the Firm. *Economica* 4 (16):386-405.
- Coffee, J. C. 1999. The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications. In *Working Paper*: Center for Law and Economic Studies, Columbia University.

- . 2001. Do Norms Matter?: A Cross-Country Examination of the Private Benefits of Control. In *Working Paper*: Center for Law and Economic Studies, Columbia University.
- Coles, J. L., N. D. Daniel, y L. Naveen. 2008. Boards: Does One Size Fit All? *Journal of Financial Economics* 87 (329-356).
- Collier, P., y M. Zaman. 2005. Convergence in European Corporate Governance: the audit committee concept. *Corporate Governance: An International Review* 13:753-768.
- Comiskey, E., y C. W. Mulford. 2000. *Guide to Financial Reporting and Analysis*. Edited by J. W. Sons. New York, NY.
- Coppens, L., y E. Peek. 2005. An analysis of earnings management by European private firms. *Journal of International Accounting Auditing and Taxation* 14:1-17.
- Core, J. E., W. Guay, y D. Larcker. 2001. Executive Compensation, Option Incentives, and Information Disclosure. *Review of Financial Economics* 10 (191-212).
- Cronqvist, H., y M. Nilsson. 2003. Agency costs of controlling minority shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38 (4):695-719.
- Chan, K., L. Chan, N. Jegadeesh, y J. Lakonishok. 2001. Earnings quality and stock returns. In *Working paper*: University of Illinois at Urbana-Champaign.
- Chen, C. J. P., y B. Jaggi. 2000. Association Between Independent nonexecutive Directors, Family Control and Financial Disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy* 19:285-310.
- Chen, Y. M., R. Moroney, y K. Houghton. 2005. Audit committee composition and the use of an industry specialist audit firm. *Accounting and Finance* 45:217-239.
- Cheng, Q., y T. Warfield. 2005. Equity incentives and earnings management. *The Accounting Review* 80 (2):441-476.
- Christie, A. A. 1990. Aggregation of test statistics: an evaluation of the evidence on contracting and size hypotheses. *Journal of Accounting and Economics* 12:15-36.
- Chung, R., M. Firth, y J.-B. Kim. 2002. Institutional monitoring and opportunistic earnings management. *Journal of Corporate Finance* 8:29-48.
- . 2003. Auditor conservatism and reported earnings. *Accounting Business Research* 33 (1):19-32.
- . 2005. Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring. *Journal of Business Research* 58 (6):766-776.
- Dargenidou, C., S. McLeay, y I. Raonic. 2007. Ownership, Investor Protection and Earnings Expectations. *Journal of Business Finance & Accounting* 34:247-268.

- Davidson, R., J. Goodwin-Stewart, y P. Kent. 2005. Internal governance structures and earnings management. *Accounting and Finance* 45:241-267.
- DeAngelo, H. 1986. Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management of public stockholders. *The Accounting Review* 61:400-420.
- DeAngelo, H., y L. DeAngelo. 2000. Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate layout policy: a study of the Times Mirror Company. *Journal of Financial Economics* 56:153-207.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, y K. H. Wruck. 2002. Asset liquidity, debt covenants, and managerial discretion in financial distress: the collapse of L.A. Gear. *Journal of Financial Economics* 64:3-34.
- Dechow, P. M. 1994. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: the role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics* 18:3-42.
- Dechow, P. M., y I. D. Dichev. 2002. The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review* 77:35-59.
- Dechow, P. M., S. P. Kothari, y R. L. Watts. 1998. The relation between earnings and cash flows. *Journal of Accounting and Economics* 25:133-168.
- Dechow, P. M., S. Richardson, y I. Tuna. 2003. Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation. *Review of Accounting Studies* 8:355-384.
- Dechow, P. M., y D. J. Skinner. 2000. Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons* 14 (2):235-250.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, y A. Sweeney. 1995. Detecting earnings management. *The Accounting Review* 70 (2):193-225.
- . 1996. Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research* 13:1-36.
- Defond, M. L., y J. Jiambalvo. 1991. Incidence and circumstances of accounting errors. *The Accounting Review* 66:643-655.
- . 1994. Debt covenant violation and manipulation of accruals: accounting choice in troubled companies. *Journal of Accounting and Economics* 18:145-176.
- DeFond, M. L., y C. W. Park. 1997. Smoothing income in anticipation of future earnings. *Journal of Accounting and Economics* 23:115-139.

- DeFond, M. L., y K. R. Subramanyam. 1998. Auditor changes and discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics* 25:35-68.
- Dempsey, S. J., H. G. I. Hunt, y N. W. Schroeder. 1993. Earnings management and corporate ownership structure: an examination of extraordinary reporting. *Journal of Business Finance & Accounting* 20:479-500.
- Demsetz, H., y K. Lehn. 1985. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy* 93 (6):1155-1177.
- Denis, D. K., y J. J. McConnell. 2003. International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38 (01):1-36.
- DeZoort, F. T. 1998. An analysis of experience effects on audit committee member's oversight judgments. *Accounting, Organizations and Society* 23 (1):1-21.
- DeZoort, F. T., D. R. Hermanson, y R. W. Houston. 2003. Audit committee support for auditors: The effects of materiality justification and accounting precision. *Journal of Accounting and Public Policy* 22:175-199.
- Doyle, J. T., W. Ge, y S. McVay. 2007. Accruals Quality and Internal Control over Financial Reporting. *The Accounting Review* 82 (5):1141-1170.
- Durnev, A., y E. H. Kim. 2005. To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. *Journal of Finance* 60 (3):1461-1493.
- Dyck, A., y L. Zingales. 2004. Private benefits of control: An international comparison. *Journal of Finance* 59:537-600.
- Dye, R. A. 1988. Earnings management in an overlapping generation model. *Journal of Accounting Research* 26 (2):195-235.
- Edwards, J., y A. Weichenrieder. 2004. Ownership concentration and share valuation: evidence from Germany. *German Economic Review* 5:143-171.
- Eisenberg, T., S. Sundgren, y M. T. Wells. 1998. Larger board size and decreasing firm value in small firms¹. *Journal of Financial Economics* 48 (1):35-54.
- Ewert, R., y A. Wagenhofer. 2005. Economic Effects of Tightening Accounting Standards to Restrict Earnings Management. *Accounting Review* 80:1101-1124.
- Faccio, M., y L. H. P. Lang. 2002. The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics* 65 (3):365-395.
- Faccio, M., L. H. P. Lang, y L. Young. 2001. Dividends and Expropriation. *American Economic Review* 91 (1):54-78.
- Fama, E. F. 1980. Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy* 88 (2):288-307.

- Fama, E. F., y M. C. Jensen. 1983a. Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law & Economics* 26 (2):327-349.
- . 1983b. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law & Economics* 26 (2):301-325.
- Fama, E. F., y J. D. MacBeth. 1973. Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests. *Journal of Political Economy* 81 (3):607-636.
- Fan, J. P. H., y T. J. Wong. 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics* 33:401-425.
- Feltham, G., y M. Wu. 2001. Incentive efficiency of stock versus options. *Review of Accounting Studies* 6 (1):7-28.
- Feltham, G., y J. Xie. 1994. Performance measure congruity and diversity in multi-task principal/agent relations. *The Accounting Review*:429-453.
- Fernández, A. I., S. Gómez, y C. Fernández. 1997. The Effect of Board Size and Composition on Corporate Performance. En Balling, M. et. al. (eds.): Corporate Governance, Financial Markets and Global Convergence, Financial Monetary Policy Studies, 33, Kluwer Academic Publishers, Boston.
- Fields, T., T. Lys, y L. Vincent. 2001. Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics* 31:255-307.
- Fischer, P., y R. E. Verrecchia. 1999. Public information and heuristic trade. *Journal of Accounting and Economics* 27 (1):89-124.
- Forbes, D. P., y F. J. Milliken. 1999. Cognition and corporate governance: understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management Review* 24:489-505.
- Francis, J., y J. Krishnan. 1999. Accounting accruals and auditor reporting conservatism. *Contemporary Accounting Research* 16:135-165.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, y K. Schipper. 2005. The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics* 39:295-327.
- Franks, J., y C. Mayer. 1997. Corporate Ownership And Control In The U.K., Germany, And France. *Journal of Applied Corporate Finance* 9 (4):30-45.
- Franks, J. R., y C. Mayer. 2001. Ownership and Control of German Corporations: C.E.P.R. Discussion Papers.

- Gabrielsen, G., J. D. Gramlich, y T. Plenborg. 2002. Managerial Ownership, Information Content of Earnings, and Discretionary Accruals in a Non-US Setting. *Journal of Business Finance & Accounting* 29:967.
- Gallén, M. L., y B. Giner. 2005. La alteración del resultado para evitar pérdidas y descensos: evidencia empírica. *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 34 (124):141-181.
- García Benau, M. A., y A. Vico. 2003. Los escandalos financieros y la auditoría: pérdida y recuperación de la confianza en una profesión en crisis. *Revista valenciana de economía y hacienda* 7:25-48.
- García Benau, M. A., A. Vico, y E. Ruiz. 2000. Factores que condicionan la elección y el cambio de auditor en la empresa española *Revista de contabilidad* 6:49-80.
- Gill de Albornoz, B., y B. García Osma. 2005. El Gobierno Corporativo Y Las Practicas De Earnings Management: Evidencia Empirica En España: Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A. (Ivie).
- Goldman, E., y S. L. Slezak. 2006. An equilibrium model of incentive contracts in the presence of information manipulation. *Journal of Financial Economics* 80 (3):603-626.
- Gomes, A., y W. Novaes. 2001. Sharing of Control as a Corporate Governance Mechanism: Penn Economics Department.
- Gonzalo Angulo, J. A. 2002. Información contable, auditoría y gobernanza empresarial. *Ekonomiaz: Revista vasca de economía* 50:28-53.
- Gonzalo Angulo, J. A., y L. Parte. 2005. La hipótesis de evitar pérdidas y descensos en resultados: ¿se alteran las ganancias para conseguirlo? In *XIII Congreso AECA* Oviedo.
- Goodstein, J., K. Gautam, y W. Boeker. 1994. The effect of board size and diversity on strategic change. *Strategic Management Journal* 15 (3):241-250.
- Gordon, M. 1964. Postulates, Principles and Research in Accounting. *The Accounting Review* 39 (2):251-263.
- Gorton, G., y M. Kahl. 1999. Blockholder Identity, Equity Ownership Structures, and Hostile Takeovers: National Bureau of Economic Research, Inc.
- Grossman, S. J., y O. D. Hart. 1983. Implicit Contracts under Asymmetric Information. *The Quarterly Journal of Economics* 98 (3):123-156.
- . 1986. The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration. *Journal of Political Economy* 94 (4):691-719.

- Guay, W., S. P. Kothari, y R. L. Watts. 1996. A Market-Based Evaluation of Discretionary-Accrual Models: Rochester, Business - Financial Research and Policy Studies.
- Gutiérrez, M., y J. A. Tribó. 2004. Private benefits extraction in closely-held corporations: The case for multiple large shareholders: Universidad Carlos III, Departamento de Economía de la Empresa.
- Haman, J., y C. Jubb. 2008. High discretionary accruals around a change of goodwill rule. In *28 working paper*: Monash University and Deakin Business school.
- Hansen, G. A., y C. F. Noe. 1998. Do managers' accrual decisions speak louder than words? In <http://ssrn.com/abstract=66273>.
- Hansmann, H., y R. Kraakman. 2000. The End Of History For Corporate Law. In *Working Paper*.
- Harris, M., y A. Raviv. 1991. The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance* 46 (1):297-355.
- . 2008. A Theory of Board Control and Size. *Review of Financial Studies* 21:1797-1832.
- Hart, O. 1995. Corporate Governance: Some Theory and Implications. *Economic Journal* 105 (430):678-689.
- Hart, O., y J. Moore. 1990. Property Rights and the Nature of the Firm. *Journal of Political Economy* 98 (6):1119-1158.
- . 1995. Firms, Contracts, and Financial Structure. In *Oxford University Press*. London: American Economic Association.
- Haw, I., B. Hu, L. Hwang, y W. Wu. 2004. Ultimate ownership, income management, and legal and extra-legal institutions. *Journal of Accounting Research* 42:423-462.
- Hayek, F. A. 1994. Derecho, legislación y libertad. In *Vol. I: Normas y orden (1978)*. Madrid: Unión Editorial.
- Healy, P. 1985. The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics* 7:85-107.
- Healy, P., y K. G. Palepu. 1993. The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices. *Accounting Horizons* 7:1-11.
- . 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics* 31:405-440.
- Healy, P., y J. M. Wahlen. 1999. A review of the earnings management literature and its implication for standard setting. *Accounting Horizons* 13:365-383.

- Hermalin, B. E. 2007. Leading for the long term. *Journal of Economic Behavior & Organization* 62 (1):1-19.
- Hermalin, B. E., y M. S. Weisbach. 1991. The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. *Financial Management* 20 (4).
- . 2003. Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. *Economic Policy Review* (Apr):7-26.
- Himmelberg, C. P., R. G. Hubbard, y I. Love. 2002. Investor protection, ownership, and the cost of capital: The World Bank.
- Holmstrom, B. 1979. Moral Hazard and Observability. *Bell Journal of Economics* 10 (1):74-91.
- Hsu, G., y P. Koh. 2005. Does the presence of institutional investors influence accruals management? Evidence from Australia. *Corporate Governance: An International Review* 13 (6):809-823.
- Jackson, S. 1992. Consequences of group composition for the interpersonal dynamics of strategic issue processing. In *Advances in Strategic Management*, edited by J. H. Dutton, A. y Shrivastava, P. Greenwich, CT: JAI Press, 345-382.
- Jara-Bertin, M., F. J. López-Iturriaga, y O. López-de-Foronda. 2008. The Contest to the Control in European Family Firms: How Other Shareholders Affect Firm Value. *Corporate Governance: An International Review* 16 (3):146-159.
- Jensen, M. C. 1993. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance* 48 (3):831-880.
- Jensen, M. C., y W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4):305-360.
- Jeter, D. C., y L. Shivakumar. 1999. Cross-sectional estimation of abnormal accruals using quarterly and annual data: Effectiveness in detecting event-specific earnings management. *Journal of Accounting and Business Research* 29 (4):299-319.
- Jiambalvo, J. 1996. Discussion of "Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC". *Contemporary Accounting Research* 13 (1):37-47.
- Jiambalvo, J., S. Rajgopal, y M. Venkatachalam. 2002. Institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earnings. *Contemporary Accounting Research* 19 (1):117-145.
- John, K., y L. W. Senbet. 1998. Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance* 22:371-403.

- Johnson, J., C. M. Daily, y A. E. Ellstrand. 1996. Board of directors: a review and research agenda. *Journal of Management and Governance* 22 (3):409-438.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, y A. Shleifer. 2000. Tunnelling. *American Economic Review* 90 (2):22-27.
- Jones, J. J. 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29 (2):193-128.
- Jung, K., y S. Y. Kwon. 2002. Ownership structure and earnings informativeness. Evidence from Korea. *The International Journal of Accounting* 37:301-325.
- Kalbers, L. P., y T. J. Fogarty. 1993. Audit Committee effectiveness: An empirical investigation of the contribution of power. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 12 (1):24-49.
- Karpoff, J. 2001. The impact of shareholder activism on target companies: a survey of empirical findings. Washington, DC.: University of Washington.
- Keinath, A. K., y J. C. Walo. 2004. Audit Committee Responsibilities. *CPA Journal* 73 (11):22-28.
- Khanna, T., J. Kogan, y K. G. Palepu. 2002. Globalization and Corporate Governance Convergence? A Cross-Country Analysis. In *Working Paper*: Harvard Business School.
- Klapper, L. F., y I. Love. 2002. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets: The World Bank.
- Klein, A. 1998. Firm performance and board committee structure. *Journal of Law and Economics* 41:275-303.
- . 2002. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics* 33:375-400.
- Klein, B., R. G. Crawford, y A. A. Alchian. 1978. Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process. *Journal of Law & Economics* 21 (2):297-326.
- Kooli, M. 2009. Does Earnings Management Explain the Performance of Canadian Private Placements of Equity? *The Journal of Private Equity* 12:86-94.
- Kothari, S. P., A. J. Leone, y C. E. Wasley. 2005. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* 39:163-197.
- Krishnan, G. 2003. Audit quality and the pricing of discretionary accruals. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 22:109-126.

- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, y A. Shleifer. 1999. Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance* 54 (2):471-517.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, y R. W. Vishny. 1997. Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance* 52 (3):1131-1150.
- . 1998. Law and Finance. *Journal of Political Economy* 106 (6):1113-1155.
- . 2000. Investor protection and corporate Governance. *Journal of Financial Economics* 58 (1-2):3-27.
- . 2002. Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of Finance* 57 (3):1147-1170.
- Lambert, R. A. 2001. Contracting theory and accounting. *Journal of Accounting and Economics* 32 (1-3):3-87.
- Lasfer, M. A. 2006. The Interrelationship Between Managerial Ownership and Board Structure. *Journal of Business Finance & Accounting* 33 (7-8):1006-1033.
- Lee, D., S. Rosenstein, N. Rangan, y W. N. Davidson III. 1992. Board composition and shareholder wealth: the case of management buyouts. *Financial Management* 21 (1).
- Lee, H. Y., V. Mande, y R. Ortman. 2004. The effect of audit committee and board of director independence on auditor resignation. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 23:131-146.
- Lehmann, E., y J. Weigand. 2000. Does the governed corporation perform better? Governance structures and corporate performance in Germany. *European Financial Review* 4:157-195.
- Leuz, C., D. Nanda, y P. D. Wysocki. 2003. Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics* 69 (3):505-527.
- Linck, J. S., J. M. Netter, y T. Yang. 2008. The Determinants of Board Structure. *Journal of Financial Economics* 87:308-328.
- Lins, K. V. 2003. Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38 (01):159-184.
- Lipton, M., y J. W. Lorsch. 1992. A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer* 48:59-77.
- Liu, J., D. Nissim, y J. Thomas. 2002. Equity valuation using multiples. *Journal of Accounting Research* 40:135-172.

- López-de-Foronda, O. 2009. Gestión del resultado y gobierno corporativo en las empresas familiares europeas. *Estudios Financieros. Revista de Contabilidad y Tributación* AGO-SEP:183-216.
- López-iturriaga, F., O. López-de-Foronda, y M. Santamaría. 2007. Gobierno corporativo y marco legal e institucional. *Revista CEF* 291:115-146.
- López Iturriaga, F. J., y M. L. Pereira. 2006. Análisis internacional de los códigos de buen gobierno. *UNIVERSIA BUSINESS REVIEW-ACTUALIDAD ECONÓMICA*.
- Louis, H., y D. Robinson. 2005. Do managers credibly use accruals to signal private information? Evidence from the pricing of discretionary accruals around stock splits. *Journal of Accounting and Economics* 39:361-380.
- Lui, D. 2004. When Accruals Meet Growth: Do Analysts' Forecasts Fully Reflect the Future Earnings Implications of Accruals and Growth? In *Working Paper Series*: London Business School.
- Maassen, G. F. 1999. An International Comparison of Corporate Governance Models. Amsterdam: Spencer Stuart.
- Magee, R., y M. Tseng. 1990. Audit pricing and Independence. *The Accounting Review* 65:315-336.
- Marget, M. R. 1978. The audit committee. A progressive move toward more meaningful financial reporting. *Journal of Corporation Law* 3:400-421.
- Marmousez, S. 2008. The Choice of Joint-Auditors and Earnings Quality: Evidence from French Listed Companies. In *CAAA Annual Conference 2009*.
- Maroto, J. A., y M. Melle. 2000. Los sistemas financieros y la financiación empresarial: pautas de comportamiento y factores explicativos del crédito bancario. Un análisis comparado internacional. *Papeles de Economía Española* 84:237-267.
- . 2001. El gobierno de las empresas bancarias en la Unión Europea: Rasgos distintivos, códigos de buen gobierno y performance. *Perspectivas del Sistema Financiero* 73:161-183.
- Maury, B. 2006. Family ownership and firm performance: Empirical evidence from western European corporations. *Journal of Corporate Finance* 12:321-344.
- Maury, B., y A. Pajuste. 2005. Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance* 29 (7):1813-1834.
- Mautz, R., y F. Neumman. 1970. The effective corporate audit committee. *Harvard Business Review* (Nov-Dec):57-65.

- McMullen, D. A., y K. Rachunandan. 1996. Enhancing audit committee effectiveness. What factors help companies avoid financial reporting problems? *Journal of Accountancy* 182:79-81.
- McNichols, M. 2002. DISCUSSION OF The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review* 77:61-69.
- McNichols, M., y G. P. Wilson. 1988. Earnings management from the provision of bad debts. *Journal of Accounting Research* 26:1-31.
- Merchant, K. 1987. Why firms disregard the controllability principle. In *Accounting and Management: Field Study Perspectives*, edited by W. Bruns, Kaplan, R. Boston: Harvard Business School Press.
- Merchant, K. A., y J. Rockness. 1994. The Ethics of Managing Earnings: An Empirical Investigation. *Journal of Accounting and Public Policy* 13:79-94.
- Michelson, S. E., J. Jordan-Wagner, y C. W. Wootton. 1995. A Market-Based Analysis of Income Smoothing. *Journal of Business, Finance and Accounting* 22:1179-1193.
- Miller, P. 1994. Accounting as Social and Institutional Practice: an introduction. In *Accounting as Social and Institutional Practice*, edited by A. G. H. a. P. Miller. Cambridge: Cambridge University Press, 1-39.
- Mínguez, A., y J. F. Martín. 2005. ¿Afectan las características del consejo de administración a su labor supervisora? Nueva evidencia para el mercado español? *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa* 14 (2):51-74.
- Moeller, S. B., y F. P. Schlingemann. 2005. Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions. *Journal of Banking & Finance* 29 (3):533-564.
- Monterrey, J. A. 1998. Un recorrido por la contabilidad positiva. *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 27 (95):427-467.
- Monterrey, J. A., y A. Sánchez. 2008. Gobierno corporativo y calidad de la información contable: Evidencia empírica española. *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 11 (1):67-100.
- Morck, R., A. Shleifer, y R. W. Vishny. 1990. Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? *Journal of Finance* 45 (1):31-48.
- Morck, R., D. Wolfenzon, y B. Yeung. 2005. Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth. *Journal of Economic Literature* 43 (3):655-720.
- Murphy, K. J. 1999. Executive Compensation. In *Handbook of Labor Economics*, edited by A. a. D.Card. Amsterdam: North Holland.

- Nelson, M., J. Elliott, y R. Tarpley. 2002. Evidence from auditors about managers' and auditors' earnings management decisions. *The Accounting Review* 77:175-202.
- Nenova, T. 2003. The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-country Analysis *Journal of Financial Economics* 68 (3):325-351.
- OECD. 1999. *Ah hoc Task Force on Corporate Governance; Principles of Corporate Governance*. París.
- Olivencia, M. 1998. El gobierno de las sociedades cotizadas. Comité especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades.
- Park, Y. W., y H.-H. Shin. 2004. Board composition and earnings management in Canada. *Journal of Corporate Finance* 10 (3):431-457.
- Parte, L., y J. A. Gonzalo Angulo. 2008. ¿Añaden las partidas extraordinarias calidad al resultado? *Universia Business Review* 18:28-39.
- . 2009. ¿Se maquillan los resultados de las cotizadas en España? *Universia Business Review* 21:36-55.
- Paul, J. 1992. On the efficiency of stock-based compensation. *The Review of Financial Studies* 5 (3):471-502.
- Pearce, J. A., y S. A. Zahra. 1992. Board Compensation from a Strategic Contingency Perspective. *Journal of Management Studies* 29:411-438.
- Peasnell, K., P. F. Pope, y G. Young. 1998. Managerial ownership and the demand for outside director. In *Working paper*: Lancaster University.
- Peasnell, K., P. F. Pope, y S. Young. 2000. Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models. *Accounting and Business Research* 30:313-326.
- . 2005. Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals? *Journal of Business Finance & Accounting* 32:1311-1346.
- Peek, E., R. Cuijpers, y W. Buijink. 2006. Creditors' and shareholders' demand for accounting conservatism in public versus private firms: Evidence from Europe. In *Working paper*: Maastricht University.
- Perotti, E., y E. von Thadden. 2003. Will Capital Market Integration Force Convergence of Corporate Governance? *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38.
- Petroni, K. 1992. Optimistic reporting in the property-casualty insurance industry. *Journal of Accounting and Economics* 15 (4):485-508.
- Pettigrew, A. M. 1992. The character and significance of strategy process research. *Strategic Management Journal* 13:5-16.

- Piot, C., y R. Janin. 2005. Audit Quality and Earnings Management in France. In *SSRN*: <http://ssrn.com/abstract=830484>.
- Rajan, M., y B. Sarath. 1997. The value of correlated signals in agencies. *The Rand Journal of Economics*:150-167.
- Rajan, M., y L. Zingales. 1998. The Governance of the New Enterprise: Center for Research in Security Prices, Graduate School of Business, University of Chicago.
- Rajan, R. G., y L. Zingales. 2000. The Governance of the New Enterprise: National Bureau of Economic Research, Inc.
- Rees, L., S. Gill, y R. Gore. 1996. An investigation of asset write-downs and concurrent abnormal accruals. *Journal of Accounting Research* 34:157-169.
- Reese, W., Jr., y M. S. Weisbach. 2002. Protection of minority shareholder interests, cross-listings in the United States, and subsequent equity offerings. *Journal of Financial Economics* 66 (1):65-104.
- Richardson, S., R. G. Sloan, M. T. Soliman, y I. Tuna. 2005. Accrual reliability, earnings persistence and stock prices. *Journal of Accounting and Economics* 39:437-485.
- Roe, M. 1994. Strong Managers, Weak Owners-The Political Roots of American Corporate Finance: Princeton University Press, Princeton
- Romano, R. 1996. Corporate Law and Corporate Governance. *Industrial and Corporate Change* 5 (2):277-339.
- Rosenstein, S., y J. G. Wyatt. 1997. Inside directors, board effectiveness, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics* 44:229-250.
- Rossi, S., y P. F. Volpin. 2004. Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics* 74 (2):277-304.
- Ruiz, E., y N. Gómez. 2000. Un estudio empírico sobre la relación entre informe de auditoría y cambio de auditor. *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 105:705-742.
- . 2007. Análisis empírico de los factores que explican la mejora de la opinión de auditoría: compra de opinión y mejora en las prácticas contables de la empresa. *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 36 (134):317-350.
- Salas Fumás, V. 1999. *El Gobierno de la empresa*. [Barcelona]: Centre d'Economia Industrial.
- Sánchez Ballesta, J. P., y E. García Meca. 2007. Ownership structure, discretionary accruals and the informativeness of earnings. *Corporate Governance: An International Review* 15 (4):677-691.

- Santana-Martín, D. J., C. Bona-Sánchez, y J. Pérez-Alemán. 2007. Estructura de propiedad y capacidad informativa de los resultados contables. *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 133:55-72.
- Shipper, K. 1989. Commentary on Earnings management. *Accounting Horizons* 3:91-102.
- Shleifer, A., y R. W. Vishny. 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance* 52 (2):737-783.
- Siregar, S. V., y S. Utama. 2008. Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate-governance practices: Evidence from Indonesia. *The International Journal of Accounting* 43:1-27.
- Sloan, R. G. 1993. Accounting earnings and top executive compensation. *Journal of Accounting and Economics* 16 (1-3):55-100.
- . 1996. Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings? *The Accounting Review* 71:289-315.
- Smith, A. 1976. *The Wealth of Nations*: Glasgow Edition.
- Spira, L. F. 1999. Ceremonies of Governance: Perspectives on the Role of the Audit Committee. *Journal of Management and Governance* 3:231-260.
- Stocken, P. C., y R. E. Verrecchia. 1999. Performance Monitoring and Financial Disclosure Choice. *Journal of Institutional and Theoretical Economics (JITE)* 155 (1):214.
- Subramanyam, K. R. 1996. The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics* 22:249-281.
- Sweeney, A. 1994. Debt-covenant violations and managers' accounting responses. *Journal of Accounting and Economics* 17:281-308.
- Teoh, S. H., I. Welch, y T. J. Wong. 1998a. Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance* 53 (6):1935-1974.
- . 1998b. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics* 50 (1):63-99.
- Vafeas, N. 1999. Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics* 53:113-142.
- Verrecchia, R. E. 1986. Managerial discretion in the choice among financial reporting alternatives. *Journal of Accounting and Economics* 8 (3):175-195.
- Verschoor, C. C. 2002. Reflections on the Audit Committee's Role. *Internal auditor* 59:26-35.

- Villalonga, B., y R. Amit. 2006. How do family ownership, control, and management affect firm value? *Journal of Financial Economics* 80 (2):385-417.
- . 2009. How Are U.S. Family Firms Controlled? *Review of Financial Studies* 22 (8):3047-3091.
- Volpin, P. F. 2002. Governance with poor investor protection: Evidence from top executive turnover. *Journal of Financial Economics* 64 (61-90).
- Wang, D. 2006. Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting and Research* 44:619-655.
- Warfield, T., J. J. Wild, y K. L. Wild. 1995. Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics* 20:61-91.
- Watts, R. L. 1977. Corporate Financial Statements: A Product of the Market and Political Processes. *Australian Journal of Management*:53-75.
- Watts, R. L., y J. L. Zimmerman. 1978. Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *Accounting Review* 65:131-156.
- . 1979. The Demand for and Supply of Accounting Theories: The Market for Excuses. *The Accounting Review* 54 (2):273-305.
- . 1986. *Positive Accounting Theory*: Prentice Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- Westphal, J. D. 1998. Board games: how CEOs adapt to increases in structural board independence from management. *Administrative Science Quarterly* 43 (3):511-537.
- Wilson, R. 1968. On the theory of syndicates. *Econometrica*:119-132.
- Williamson, O. E. 1975. *Markets and hierarchies : analysis and antitrust implications*. London: Free Press.
- . 1985. *The economic institutions of capitalism : firms, markets, relational contracting*. New York [etc.]: The Free Press.
- Xie, B., W. N. Davidson III, y P. J. DaDalt. 2003. Earnings management and corporate governance: The roles of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance* 9 (3):295-316.
- Yeo, G. H. H., P. M. S. Tan, K. W. Ho, y S. S. Chen. 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of earnings. *Journal of Business Finance & Accounting* 29:1023-1046.
- Yermack, D. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* 40 (2):185-211.

- Zahra, S. A., y J. A. Pearce. 1989. Board of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrate Model. *Journal of Management and Governance* 15 (2):291-334.
- Zhao, Y., y K. Chen. 2008. The Influence of Takeover Protection on Earnings Management. *Journal of Business, Finance and Accounting* 35 (3):347-375.
- Zimmerman, J. L. 1980. Positive Research in Accounting. In *Perspectives on Research*, edited by R. D. N. a. T. H. Williams: Graduate School of Business, University of Wisconsin, 107-128.
- Zingales, L. 1994. The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience. *Review of Financial Studies* 7 (1):125-148.
- . 1997. *Corporate governance*. Cambridge: National Bureau of Economic Research.



GOBIERNO
DE ESPAÑA

MINISTERIO
DE ECONOMÍA
Y COMPETITIVIDAD