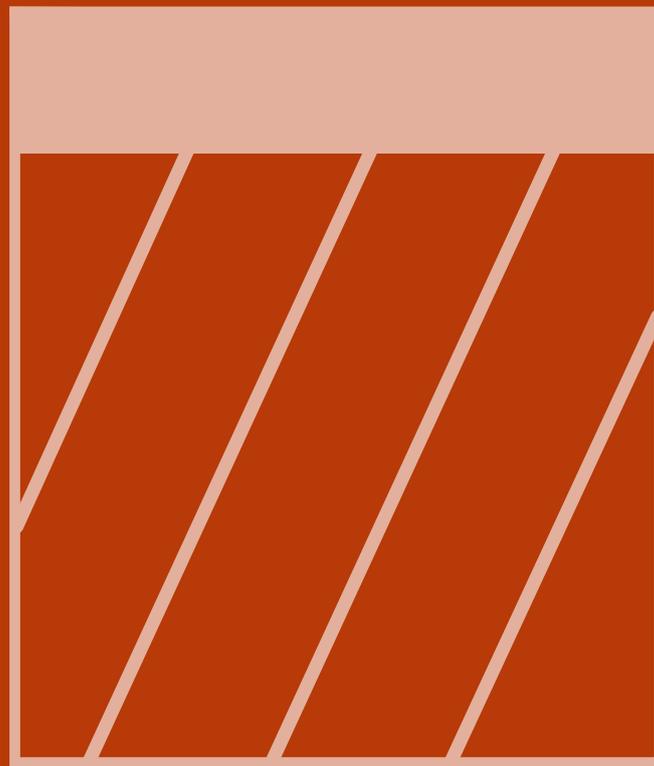


Simona Rusanescu



**LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LA EMPRESA  
Y LA CALIDAD DE LA INFORMACIÓN  
CONTABLE: EVIDENCIA PARA ESPAÑA**

I Premio “ASEPUC” de trabajos fin de máster



# **LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LA EMPRESA Y LA CALIDAD DE LA INFORMACIÓN CONTABLE: EVIDENCIA PARA ESPAÑA**

I PREMIO “ASEPUC” DE TRABAJOS FIN DE MÁSTER (2013)

Simona Rusanescu  
Máster en Gestión Financiera y Contabilidad Avanzada  
Universitat Jaume I, Castellón de la Plana

*Director del Proyecto Fin de Master:  
Prof. Belen Gill de Albornoz Noguer*

LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LA EMPRESA Y LA CALIDAD DE LA INFORMACIÓN CONTABLE:  
EVIDENCIA PARA ESPAÑA

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

Edición en línea: Año 2014  
NIPO en línea: 724-14-009-5  
ISBN : 978-84-697-1604-5

## Indice

1.Introducción.....	1
2. La calidad de la información contable.....	4
2.1. La utilidad y la importancia de las cifras contables de calidad.....	4
2.2. Cómo medir la calidad de la información contable .....	7
2.3. Los factores determinantes de la calidad de las ganancias.....	16
2.4. Los indicadores externos de la calidad de las ganancias.....	19
2.5. La percepción de los usuarios sobre la calidad de las ganancias: los analistas...	22
2.6. La señalización de la información contable de calidad .....	25
3. El proceso de internacionalización.....	29
3.1. Definición y concepto.....	29
3.2. Ventajas e inconvenientes de la internacionalización .....	30
3.3. Formas de internacionalización.....	34
3.4. Consecuencias de la diversificación internacional .....	37
4. El efecto de la internacionalización en la calidad de las ganancias .....	41
4.1. Revisión de la literatura sobre la internacionalización de la empresa y la calidad de las ganancias.....	41
4.2. Hipótesis de investigación.....	47
4.3. Selección y medición de las variables .....	48
4.4. Especificación de los modelos empíricos.....	51
4.5. Selección y descripción de la muestra .....	55
4.6.Análisis empírico y resultados .....	61
5. Conclusiones .....	70
Bibliografía .....	73



## Resumen

La muestra utilizada para analizar el efecto de la internacionalización de la empresa sobre la calidad de las cifras contables se compone de 2979 empresas españolas no financieras que en 2009 tenían un activo total superior a 100 millones de euros. En particular, estudiamos el efecto sobre la calidad del resultado contable de dos aspectos de la internacionalización de la empresa: la internacionalización de las operaciones y la internacionalización de su estructura de propiedad. Nuestras proxies de calidad de las ganancias son la opinión de auditoría y el valor absoluto de los accruals discrecionales estimados según el modelo de Jones (1991). Los resultados obtenidos confirman nuestra primera hipótesis, según la cual hay una relación negativa entre las operaciones extranjeras y la calidad de las ganancias. Nuestra segunda hipótesis sostiene que la propiedad extranjera mejora la calidad de las ganancias. Los resultados no sólo no apoyan esta predicción, sino que indican lo contrario. Con respecto a la tercera hipótesis, los resultados confirman la predicción según la cual el hecho de tener accionistas de los Estados Unidos o Reino Unido se asocia con mayor calidad de las cifras contables. Es decir, la propiedad extranjera parece desempeñar la importante función de supervisión, pero únicamente si los inversionistas son de uno de estos dos países.

**Palabras clave:** calidad de las ganancias; internacionalización; operaciones extranjeras; propiedad extranjera; ajustes por devengo discrecionales.

**Códigos JEL:** G15, G32, M41.



## 1.Introducción

Como señalan Schipper y Vincent (2003), 'aunque la frase "calidad de las ganancias" es ampliamente utilizada, no hay ningún significado acordado que se le haya atribuido, ni un enfoque generalmente aceptado para medirla.' Por ejemplo, Dechow et al. (2010) definen la calidad de las ganancias de acuerdo con el SFAC N° 1: "las ganancias de alta calidad proporcionan más información acerca de las características de desempeño financiero de una empresa que son relevantes para una decisión específica tomada por una persona determinada". Es decir, el concepto de calidad de las ganancias depende tanto de la relevancia de la información con respecto a la decisión que se debe tomar como de su carácter informativo sobre la/s característica/s del rendimiento financiero que son relevantes para dicha decisión. La variedad de definiciones conducen a una multitud de medidas de calidad. A pesar de que no existe un método generalmente aceptado para medir la calidad de las cifras contables (Hermanns, 2006), los ajustes por devengo discrecionales son una de las medidas más populares.

Con respecto a los factores determinantes de la calidad de las ganancias, varios estudios proporcionan evidencia de que algunas características de la empresa están asociadas con diferentes medidas de calidad de las ganancias, concretamente el rendimiento, el nivel de endeudamiento, el crecimiento y el tamaño de la empresa (ej: Bowen et al., 1981; Ball y Foster, 1982; Balsam et al., 1995; Keating y Zimmerman, 1999; Penman y Zhang, 2002; Efendi et al., 2007). La literatura previa asume que el tipo de auditor es otro factor determinante de la calidad de las ganancias debido a su capacidad para limitar los errores intencionados y no intencionados (ej: DeFond y Jiambalvo, 1991; Teoh y Wong, 1993; Becker et al., 1998; Frankel et al., 2002). En cuanto a los indicadores externos de calidad del resultado, Dechow et al. (2010) incluyen en esta categoría los boletines emitidos por la SEC sobre las violaciones contables y de auditoría (SEC Accounting and Auditing Enforcement Releases -AAERs), las reformulaciones de los estados financieros y las deficiencias de los sistemas de control interno bajo la ley Sarbanes-Oxley (SOX). Según Graham et al. (2002), los analistas, que son los principales usuarios de la información contable, asocian la alta calidad de los resultados con el crecimiento, el bajo nivel de riesgo y la persistencia, pero también con la fuente de las ganancias (líneas y segmentos de negocio, desglose por zonas geográficas). Por último, la literatura documenta varias formas para señalar la calidad de las ganancias, tales como: la política de dividendos, el uso de las NIIF versus las normas locales de contabilidad, la elección del auditor (Big 4), el cross-listing y la divulgación voluntaria.

Tampoco existe una definición acordada de la internacionalización, pero generalmente se describe como un proceso de creciente participación de las empresas en los mercados internacionales (Chen, 1998). Aunque una parte importante de la literatura apoya la hipótesis de que las empresas multinacionales tienen mejor rendimiento que las empresas nacionales (ej: Errunza y Senbet, 1981, 1984; Kim y Lyn, 1986; Daniels y Bracker, 1989; Markides e Ittner, 1994; Bodnar y Weintrop, 1997; Morck y Yeung, 1991; Gande et al., 2009), hay estudios que llegan a la conclusión opuesta (ej: Christophe, 1997; Click y Harrison, 2000; Denis et al., 2002). Las empresas pueden optar por la diversificación internacional por razones más allá de simplemente aumentar sus beneficios y cuota de mercado o reducir el riesgo de negocios, como, por ejemplo, obtener beneficios privados de la gestión de una empresa diversificada a nivel mundial (Stulz, 1981; Jensen, 1986). Por otra parte, la internacionalización puede reducir la exposición de los directivos al riesgo idiosincrásico (Amihud y Lev, 1981). Sin embargo, a pesar de sus ventajas, la literatura pone de manifiesto que la internacionalización no siempre se asocia con un mayor desempeño (ej: Ang, 2007). Otras desventajas son el precio de la información y la incertidumbre asociada, que, debido al desconocimiento de las partes interesadas sobre el entorno internacional, aumentan a medida que la empresa incrementa su nivel de internacionalización (Goldberg y Heflin, 1995; Reeb et al., 1998; Duru y Reeb, 2002).

Con respecto a la relación entre la internacionalización de la empresa y el coste de capital, la evidencia también es contradictoria. Mientras que los primeros estudios muestran que las empresas con operaciones en el extranjero disfrutaban de un menor coste de capital (ej: Robbins y Stobaugh, 1973; Hughes et al., 1975), estudios más recientes sostienen lo contrario (ej: Bartov et al., 1996; Lee y Kwok, 1988). La expansión internacional aumenta la complejidad del procesamiento de la información para analistas, inversores y auditores. Además, el elevado riesgo asociado con la internacionalización no sólo concierne a la empresa, sino que también tiene implicaciones para los usuarios de los estados financieros. En este contexto, la diversificación internacional genera una mayor necesidad informativa que crea un incentivo para que las empresas proporcionen más información.

El objetivo del trabajo es analizar el efecto de la internacionalización de la empresa sobre la calidad de las cifras contables. En particular, estudiamos el efecto sobre la calidad del resultado contable de dos aspectos de la internacionalización de la empresa: la internacionalización de las operaciones y la internacionalización de su estructura de propiedad. Nuestras proxies de calidad de las ganancias son la opinión de auditoría y el valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales estimados según el modelo de Jones (1991). De acuerdo

con la literatura previa sobre las operaciones extranjeras, esperamos una relación negativa entre las operaciones extranjeras y la calidad de las ganancias. Nuestra segunda hipótesis es que la propiedad extranjera mejora la calidad de las ganancias, ya que los accionistas extranjeros están presuntamente asociados con una mejor supervisión de las decisiones de los gerentes y con una demanda de mayor transparencia. Por último, nos acogemos a la investigación empírica que mostró que la calidad del resultado es mayor en países con un fuerte estado de derecho y predecimos que la propiedad extranjera mejora la calidad de las ganancias en mayor medida cuando los accionistas extranjeros provienen de los Estados Unidos o Reino Unido.

Hasta donde tenemos conocimiento, éste es el primer estudio que relaciona la propiedad extranjera y las operaciones extranjeras con la calidad de la información contable. Este trabajo está motivado por la creciente atención a la diversificación internacional, por las conclusiones contradictorias con respecto a la relación entre las diversas formas de internacionalización de la empresa y la calidad de las ganancias y por la escasez de los estudios sobre dicha relación.

Llevamos a cabo tanto análisis univariante como multivariante para contrastar nuestras hipótesis. Con el fin de obtener evidencia empírica con respecto al efecto de la internacionalización de la empresa sobre la calidad de las ganancias, utilizamos una muestra compuesta por 2979 empresas españolas que ha sido seleccionada de la base de datos SABI. Para el análisis multivariante, planteamos dos modelos: una regresión logística (el modelo OP) y una regresión por mínimos cuadrados (el modelo |DAC|). En base a la literatura sobre la calidad de las ganancias, la variable dependiente es, en cada uno de ellos, una aproximación empírica distinta de la calidad. Los regresores de ambos modelos son, por un lado, las variables representativas de la internacionalización de la empresa y, por otro lado, las variables de control representativas de factores que la literatura indica que están relacionadas con la calidad de la información contable: la rentabilidad económica, el endeudamiento, el tamaño de la empresa, el tamaño del auditor y la concentración de la propiedad. Los modelos también incluyen dummies sectoriales y de año.

Nuestros resultados confirman dos de las tres hipótesis planteadas. Nuestra evidencia empírica muestra que las operaciones extranjeras tienen un impacto positivo y significativo sobre el nivel de los ajustes por devengo discrecionales en valor absoluto, lo que sugiere que la internacionalización de la actividad rebaja la calidad de las ganancias. Además, los resultados indican que las empresas que tienen al menos un inversionista de los Estados Unidos o Reino Unido son menos propensas a recibir una opinión de auditoría no limpia. Sin embargo, nuestra segunda predicción no solo no se confirma, sino que los resultados indican lo

contrario. Por tanto, parece que la propiedad extranjera está asociada con menor calidad de las cifras contables.

El trabajo fin de máster se estructura de la siguiente manera. El segundo capítulo ofrece una revisión de la literatura sobre la calidad de las ganancias e incluye los siguientes aspectos: la utilidad y la importancia de las cifras contables de calidad; las medidas, los factores determinantes y los indicadores externos de la calidad de las ganancias; la percepción de los analistas sobre la calidad de las ganancias; y la señalización de la información contable de calidad. Una visión panorámica de la literatura sobre la internacionalización de la empresa se incluye en el tercer capítulo que se centra en la definición de la diversificación internacional, sus ventajas e inconvenientes, la presentación de varias formas de internacionalización y las consecuencias de la diversificación internacional. El cuarto capítulo, aparte de la revisión de la literatura sobre el efecto de la internacionalización en la calidad de las ganancias, contiene también nuestro estudio empírico. Por tanto, el cuarto capítulo se centra en el diseño de la investigación, empezando con el planteamiento de nuestras hipótesis y la descripción de las variables, continuando con la especificación de los dos modelos estimados para contrastar empíricamente las hipótesis y con la descripción de la muestra, y terminando con los resultados del análisis empírico. El quinto y último capítulo presenta las conclusiones de nuestro estudio, mencionando sus limitaciones y proponiendo algunos temas que consideramos interesantes para investigaciones posteriores.

## **2. La calidad de la información contable**

### **2.1. La utilidad y la importancia de las cifras contables de calidad**

El principal objetivo de la contabilidad es generar y comunicar información útil para ayudar a los usuarios interesados en la situación financiera de una empresa en la toma de decisiones económicas. La utilidad de las cifras contables para la toma de decisiones deriva del marco conceptual de la contabilidad, que considera la misma como el criterio fundamental para juzgar las opciones contables<sup>1</sup>. La utilidad es el objetivo principal de la información financiera puesto que determina la calidad de los informes financieros en general. Además, los emisores de normas consideran que la calidad de los estados financieros es un indicador indirecto de la calidad de las normas contables (Schipper y Vincent, 2003).

---

<sup>1</sup> El marco conceptual del FASB afirma que el propósito de la información financiera es proporcionar información útil para la toma de decisiones de negocios (FASB Concepts Statement No. 1).

## *2. La calidad de la información contable*

La utilidad de las cifras contables en la toma de decisiones económicas es empíricamente tratable y la investigación contable ha prestado atención a esta cuestión desde hace ya varias décadas. A finales de los años 60 la investigación contable tenía como principal objetivo ser relevante para el establecimiento de las políticas contables, por lo que la utilidad y la relevancia de la información financiera, así como la elección de los métodos contables eran los temas fundamentales de investigación. Sin embargo, ya desde la década de los 70 se hace evidente que la evaluación empírica de la utilidad de las cifras contables no es en absoluto sencilla. La extensísima línea de investigación que se ha desarrollado desde entonces sobre la calidad de la información contable lo pone claramente de manifiesto.

Según Schipper y Vincent (2003), que la información contable sea de calidad es de interés principalmente para aquellos que utilizan los informes financieros para fines de contratación (por ejemplo, la información contable se utiliza para establecer cláusulas en los contratos de préstamo, o en el diseño de incentivos salariales de la gerencia) y toma de decisiones de inversión. Estas investigadoras sostienen que las decisiones de contratación basadas en información financiera de baja calidad hacen que la riqueza se transfiera de manera no deseada. Por ejemplo, una cifra de resultado exagerada utilizada como indicador de desempeño del gerente podría generar una retribución excesiva del mismo, que se apropiaría indebidamente de las rentas de los accionistas. Del mismo modo, un resultado manipulado al alza podría enmascarar el deterioro de la solvencia de la compañía, llevando a los prestamistas a seguir prestando dinero o a aplazar una ejecución hipotecaria (Schipper y Vincent, 2003), y por tanto a asignar recursos indebidamente a proyectos no rentables. Desde la perspectiva de inversión, la información contable debe permitir reducir las asimetrías de información e identificar proyectos rentables a los que asignar los recursos (Bushman y Smith, 2001). Por ello, si la información contable es de baja calidad se reduce el crecimiento económico al distribuir de forma ineficiente el capital. La toma de decisiones basada en información contable de baja calidad desvía los recursos de los proyectos con beneficios reales a los proyectos quiméricos (Schipper y Vincent, 2003). De hecho, desde los trabajos seminales de Ball y Brown (1968) y Beaver (1968), la investigación ha puesto de manifiesto que cuando la información contable es útil para los inversores, esto se refleja en la valoración bursátil de la empresa y/o en el rendimiento de las acciones (ej.: Holthausen y Verrecchia, 1988; Lev, 1989).

El resultado contable (conocido también como "bottom line") tiene gran importancia para los usuarios de información financiera ya que se considera el principal elemento de información contenido en los estados financieros (Lev, 1989). Por ello, frecuentemente, la literatura se refiere al término "calidad de las

ganancias", como representativo de la calidad de la información contable en general. Schipper y Vincent (2003) señalan que 'aunque la frase "calidad de las ganancias" es ampliamente utilizada, no hay ningún significado acordado que se le haya atribuido, ni un enfoque generalmente aceptado para medirla.'

Schipper y Vincent (2003) plantean la calidad de las ganancias en relación con el resultado de Hicks, definiéndola como "la medida en que las ganancias reportadas representan fielmente el resultado hicksiano, incluyendo el cambio producido en los activos económicos netos por otras operaciones distintas a las transacciones con los propietarios". La definición de las ganancias según Hicks es a la vez general y neutral con respecto a los usuarios y los usos de las cifras contables (Schipper y Vincent, 2003). Sin embargo, debido a que las ganancias de Hicks no son observables, este criterio no es operativo. Schipper y Vincent (2003) consideran que el resultado contable que más se acerca al concepto de Hicks es el resultado global (comprehensive income), tal como es definido por el FASB (1985): "El resultado global es el cambio en el patrimonio (activos netos) de una empresa durante un período, que proviene de transacciones y otros acontecimientos y circunstancias distintas a las transacciones con los propietarios".

Schipper y Vincent (2003) afirman que las diferencias entre la renta de Hicks y el resultado global provienen de la aplicación de normas contables de reconocimiento y valoración. Según estas autoras, algunos activos y pasivos económicos no se contabilizan o se reconocen contablemente en momentos del tiempo distintos de aquél en el que son identificables económicamente. Además, las investigadoras consideran que la disparidad entre el resultado global y el resultado de la cuenta de pérdidas y ganancias también se debe a las normas contables que, o bien excluyen de las ganancias de la cuenta de resultados ciertos elementos incluidos en el resultado global, o bien los incluyen con retraso. Por tanto, Schipper y Vincent (2003) concluyen que ambos conceptos (el resultado global y el resultado de la cuenta de pérdidas y ganancias) miden de forma imperfecta el resultado hicksiano<sup>2</sup>.

Basándose en el SFAC Nº 1, Dechow et al. (2010) definen la calidad de las ganancias de la siguiente manera: "las ganancias de alta calidad proporcionan más información acerca de las características de desempeño financiero de una empresa que son relevantes para una decisión específica tomada por una persona determinada". Según esta definición, el concepto de calidad de las ganancias está

---

<sup>2</sup> La investigación académica sobre la calidad del resultado global es escasa. Dhaliwal et al. (1999) no encuentran evidencia de que el resultado global sea más relevante y fiable que las ganancias, ni de que tenga mejor capacidad para predecir los flujos de efectivo o los resultados futuros.

## 2. La calidad de la información contable

condicionado por la relevancia de la información con respecto a la decisión que se debe tomar y por su carácter informativo sobre la/s característica/s del rendimiento financiero que son relevantes para dicha decisión. En definitiva, se trata de un concepto que puede concretarse de muy diversas formas, ya que las decisiones de inversión/financiación para las que potencialmente es útil la información contable son diversas, y no en todas ellas son relevantes, o son igual de relevantes, las mismas características de la información contable. Por esta razón la generalidad de las conclusiones extraídas de la investigación académica sobre la calidad de las ganancias se ve limitada por la necesidad de examinar numerosos contextos específicos antes de intentar sacar conclusiones generales.

Algunos estudios sugieren que la información no financiera complementa y mejora la utilidad de las ganancias en la toma de decisiones. Además, se ha encontrado que, cuando las ganancias son menos informativas, las empresas voluntariamente revelan más información no financiera. Según Lougee y Marquardt (2004), la divulgación simultánea de información no financiera mejora la relación ganancias-rentabilidad para las empresas con resultados poco informativos. Baber et al. (2006) encuentran que el descuento que los inversionistas aplican a las ganancias que pueden estar manipuladas a la alza disminuye cuando la información del balance se da a conocer al mismo tiempo que se anuncian las ganancias. Otro estudio considera que las empresas son más propensas a emitir pronósticos sobre sus beneficios futuros cuando las ganancias son más informativas (Lennox y Park, 2006). Su explicación para el resultado es que, dada la preocupación por su reputación, un gerente es más predispuesto a hacer previsiones cuando tiene confianza en la exactitud del pronóstico.

### 2.2. Cómo medir la calidad de la información contable

En la literatura contable los trabajos se centran a menudo en un solo aspecto de los atributos de la calidad de las ganancias. Pero hay una variedad de definiciones que conducen a una multitud de medidas de calidad. A pesar de que no existe un método generalmente aceptado para medir la calidad de las cifras contables (Hermans, 2006), la calidad de los ajustes por devengo ha recibido mucha atención como indicador de calidad de las ganancias.

El marco conceptual de la contabilidad sugiere que la calidad de las ganancias puede ser evaluada por una combinación entre la persistencia, la capacidad de predicción y la variabilidad (Schipper y Vincent, 2003). De acuerdo con Francis et al. (2003), los criterios utilizados para medir la calidad del resultado se pueden dividir en dos categorías: criterios basados en el mercado y en la contabilidad. En la primera categoría se incluyen la relevancia y el conservadurismo. Las medidas de estas características se basan en la relación

estimada entre los resultados contables y los precios de mercado. Los criterios basados en la contabilidad son: la calidad de los accruals, la predictibilidad, el alisamiento y la persistencia.

Schipper y Vincent (2003) analizan varios tipos de medidas partiendo de la utilidad de la información contable para adoptar decisiones y de la idea de que las ganancias de alta calidad representan fielmente el concepto de Hicks, dentro de los límites impuestos por las normas de contabilidad. Estas autoras hacen una distinción entre las medidas de calidad de las ganancias que dependen tanto de los tratamientos contables como de las transacciones reales de la empresa y las que dependen mayoritariamente o totalmente de los tratamientos contables. Su clasificación de las medidas de calidad se deriva de las propiedades de las series temporales de resultados, de los conceptos cualitativos que aparecen en el marco conceptual del FASB, de las relaciones entre los cash flows, los devengos y las ganancias, y de las decisiones de implementación.

Las medidas basadas en las series temporales de ganancias incluyen la persistencia, la predictibilidad, la retroalimentación y el alisamiento (Mohammady, 2010). En la categoría de las medidas derivadas de las relaciones entre ganancias, accruals y flujos de efectivo Mohammady (2010) incluye: el ratio flujo de caja operativo / resultados, las variaciones de los devengos totales, la estimación directa de los ajustes por devengo anormales utilizando fundamentos de la contabilidad y la estimación directa del ratio ajustes por devengo / flujos de efectivo.

Las proxies para medir la calidad a partir de las decisiones de implementación se componen de: la gestión o manipulación de las ganancias (earnings management), el conservadurismo y el reconocimiento oportuno de las pérdidas. De acuerdo con Schipper y Vincent (2003), este tipo de medidas "se centra en los incentivos y en la pericia de los reguladores y auditores". En primer lugar, hay una relación inversa entre la calidad de los beneficios y la cantidad de pronósticos, juicios y estimaciones. En el segundo lugar, también hay una relación inversa entre la calidad de las ganancias y el grado en que los gerentes se aprovechan de la necesidad de hacer juicios y estimaciones, lo que conduce a implementaciones que trastornan el propósito de las normas.

A continuación se hace una revisión más detallada de las proxies más utilizadas en la literatura como sinónimo de calidad de las ganancias.

### ***La persistencia***

La persistencia es una de las medidas de calidad más estudiadas en la literatura. Investigadores como Beneish y Vargus (2002), Penman y Zhang

(2002) o Richardson (2003) la consideran un atributo cualitativo de los resultados desde la perspectiva de la relevancia.

Los investigadores interpretan el coeficiente de la pendiente en una regresión de los rendimientos de las acciones sobre el cambio y/o el nivel de las ganancias como una medida de persistencia (Kormendi y Lipe, 1987; Easton y Zmijewski, 1989; Collins y Kothari, 1989). Según Lipe (1990), independientemente de la magnitud y del signo de la variación, la persistencia captura la medida en que el cambio en el beneficio del período actual se convierte en una parte permanente de la serie de ganancias. Kormendi y Lipe (1987) muestran que la persistencia de los resultados reportados, tanto teórica como empíricamente, está asociada con respuestas de mercado de mayor magnitud. Según Schipper y Vincent (2003), los inversores consideran que los resultados muy persistentes son sostenibles, es decir, más permanentes y menos transitorios.

Los accruals representan la diferencia entre el resultado contable y los flujos de efectivo y resultan del desajuste temporal entre las corrientes económicas (momento cuando se produce el reconocimiento contable de la transacción) y monetarias (momento cuando se produce la entrada o la salida de efectivo). Los componentes de los ajustes por devengo son las cuentas por cobrar, las existencias, las cuentas por pagar, otros activos y pasivos corrientes y la amortización.

Dado que la persistencia es una cualidad del resultado que se considera deseable, la literatura se ha interesado por estudiar qué componentes del resultado son más persistentes. En esta línea destaca el estudio de los ajustes por devengo (o accruals) como factor determinante de la persistencia. Algunos trabajos han puesto de manifiesto que cuando los resultados se componen principalmente de accruals, son menos persistentes que cuando se componen especialmente de flujos de efectivo (ej: Dechow et al., 2010). Según Sloan (1996), la menor persistencia de los accruals se deriva de los problemas de medición del sistema contable, ya sea por la forma en que refleja el desempeño fundamental o debido a la flexibilidad permitida. Fairfield et al. (2003) sostienen que la inversión genera rendimientos marginales decrecientes y que el cambio en los activos fijos tiene implicaciones similares para la persistencia del resultado, porque se generan muchos accruals. Estos autores explican así la evidencia empírica proporcionada por la literatura de que el crecimiento está relacionado con la menor persistencia de los devengos.

Richardson et al. (2006) muestran que las empresas con devengos altos aumentan las ventas (en consonancia con la ley de los rendimientos decrecientes)

y disminuyen su eficiencia (en consonancia con la teoría del error de medición). Esto significa que la menor persistencia de las ganancias de empresas con devengos altos no se debe exclusivamente al crecimiento económico.

Hay distintas partidas que generan ajustes por devengo. También se ha analizado qué partidas de accruals son más o menos persistentes. Richardson et al. (2005) muestran que los devengos a corto plazo son menos persistentes que los de largo plazo y que los componentes financieros son más persistentes que los ajustes por devengo de explotación. Además, hay evidencia de la menor persistencia de las partidas extraordinarias de los accruals (Nissim y Penman, 2001; Dechow y Ge, 2006; Allen et al., 2009). Estos ítems puede que no sean útiles para predecir los resultados futuros, ya que por su naturaleza son transitorios. Sin embargo, podrían ser útiles para evaluar el desempeño de la administración y la toma de decisiones anteriores (Dechow et al., 2010).

Se supone que las empresas cuyos resultados son persistentes tienen una corriente sostenible de resultados o flujos de efectivo, que representan datos de entrada más útiles para los modelos de valoración de acciones basados en los flujos de caja descontados. Los investigadores han analizado el papel de la persistencia en la capacidad predictiva del resultado. En general, los resultados sugieren que los gerentes de las empresas con resultados más volátiles (menos persistentes) tienen menor capacidad predictiva (Verrecchia, 1990; Waymire, 1985). La literatura también ha puesto de manifiesto que en los modelos de valoración, el resultado contable produce errores de previsión menores que los flujos de efectivo (Dechow et al., 2010).

La literatura ha prestado especial interés a estudiar cómo percibe el mercado de capitales el atributo de persistencia del resultado contable. Los resultados persistentes deberían facilitar la valoración de la empresa por parte de los inversores y, por tanto, las estimaciones basadas en la persistencia deberían generar rendimientos bursátiles positivos. Las investigaciones de Kormendi y Lipe (1987), Collins y Kothari (1989) y Easton y Zmijewski (1989) muestran evidencia consistente con esta predicción. Por otro lado, considerando los resultados de la literatura sobre los determinantes de la persistencia del resultado, se ha contrastado si los inversores son conscientes de los efectos de las variables sobre la persistencia de las ganancias. Sloan (1996) muestra que los inversores no son plenamente conscientes de que los cash-flows y los devengos tienen distintos niveles de persistencia.

También se ha analizado el efecto de la persistencia del resultado sobre las decisiones de remuneración de los directivos. Baber et al. (1998) defienden que la remuneración es más sensible a las ganancias cuando éstas son más persistentes.

Nwaeze et al. (2006) encuentran que, a la hora de establecer la remuneración, las empresas con ganancias menos persistentes dan más importancia a los flujos de efectivo que a los resultados.

### ***El valor predictivo***

El valor predictivo de las ganancias es la capacidad de los resultados pasados de predecir los beneficios futuros (ej: Lipe, 1990; Fairfield et al., 1996; Barth et al., 2001). Se considera que las ganancias son de mayor calidad cuando tienen alta capacidad predictiva. El valor predictivo es una parte importante del proceso de toma de decisiones y se relaciona con la relevancia de la información. La capacidad predictiva de la serie de ganancias, igual que la persistencia, es una función del modelo de negocio de la entidad, de los factores económicos y de las opciones contables (Schipper y Vincent, 2003).

Mikhail et al. (2003) definen la calidad de las ganancias como la medida en que los beneficios pasados están relacionados con los flujos de efectivo futuros. La predicción de las ganancias y de los flujos de efectivo juegan un papel crítico en las decisiones de inversión: los inversores necesitan información sobre los flujos de caja futuros debido a que su inversión es el valor presente de los flujos de efectivo futuros que se generarán por la empresa en la que invierten. El poder de una empresa para generar beneficios y flujos de caja se refleja también en el valor de mercado de su patrimonio. Por tanto, la predicción de las futuras ganancias y flujos de efectivo ayuda a pronosticar el rendimiento de las acciones que es un factor fundamental en la selección de carteras óptimas de inversión.

### ***El alisamiento de los beneficios***

Una característica fundamental de la contabilidad de devengo es que contribuye a eliminar las fluctuaciones aleatorias generadas en la serie de cash flows subyacente. En el marco conceptual de la contabilidad no se indica que el alisamiento sea una característica deseable de las ganancias o un objetivo, aunque el SFAC N° 1 reconoce que el resultado determinado utilizando el principio de devengo ayuda a mitigar los problemas asociados con el desajuste temporal entre la corriente real de bienes y servicios y la corriente financiera asociada, y en ese sentido proporciona más información sobre el desempeño de la empresa que la serie de flujos de efectivo. En este sentido, una serie de beneficios más alisada que el cash flow subyacente es deseable.

Una serie de beneficios alisada puede ser el resultado de la propia naturaleza de las actividades de la empresa y/o de la aplicación del modelo contable basado en el devengo. Pero en la aplicación de las normas contables la gerencia dispone de flexibilidad, que puede querer usar para alisar artificialmente

el resultado, más allá de lo que resultaría de aplicar diligentemente los principios y normas contables. En este caso, estaríamos ante lo que la literatura denomina "prácticas de alisamiento del beneficio" (earnings smoothing practices), que se consideran una estrategia específica de manipulación o gestión del resultado consistente en utilizar discrecionalmente la flexibilidad inherente a la determinación de los ajustes por devengo para declarar una serie de beneficios alisada. Alisar (artificialmente) el beneficio consiste en trasladar resultados desde los años buenos a los malos y viceversa (Copeland, 1968).

Son diversos los estudios que han analizado la existencia y los efectos económicos de la variabilidad de la serie de beneficios y de las prácticas de alisamiento del resultado. Por ejemplo, Levitt (1998) indica que los gerentes suavizan las ganancias porque creen que los inversores, adversos al riesgo, prefieren series de beneficios poco volátiles. Trueman y Titman (1988) sugieren que los directivos influyen en las percepciones de los inversores al suavizar las ganancias. En la misma línea, Goel y Thakor (2003) sostienen que el alisamiento de las ganancias anima a los inversores desinformados a entrar en el mercado. Chaney y Lewis (1995) y Demski (1998) argumentan que los administradores utilizan su información privada sobre los resultados futuros para suavizar las fluctuaciones transitorias. Schipper y Vincent (2003) y Subramanyam (1996) confirman que el alisamiento de las ganancias mejora la persistencia y la predictibilidad de los beneficios reportados. Sin embargo, los administradores que tratan de suavizar los cambios permanentes de los flujos de efectivo harán que los resultados sean menos oportunos y menos informativos (Leuz et al., 2003).

Algunos estudios concluyen que las prácticas de alisamiento del beneficio reducen la calidad de las ganancias. En esta línea, por ejemplo Leuz et al. (2003) encuentran que las prácticas de alisamiento son mayores en los países donde existen normas de baja calidad, menor cumplimiento de las normas contables, o derechos restringidos de los accionistas. Por el contrario, otros trabajos sugieren que el uso de los devengos discrecionales para suavizar las ganancias se asocia con resultados más informativos (Tucker y Zarowin, 2006; Subramanyam, 1996).

### ***El conservadurismo***

Según Penman y Zhang (2002), el conservadurismo supone elegir procedimientos o hacer estimaciones que mantengan el valor en libros de los activos en un nivel relativamente bajo. Ball y Shivakumar (2006) consideran que el conservadurismo es un importante determinante de la calidad de las ganancias, mientras que Watts (2003) considera que el conservadurismo de las ganancias es un atributo deseable. Chen et al. (2007) afirman que la contabilidad conservadora puede limitar la gestión de los beneficios, ya que reduce los incentivos para

incrementar las ganancias.

Usando los rendimientos negativos/positivos de las acciones como indicador de malas/buenas noticias sobre los flujos de efectivo futuros, Basu (1997) pone de manifiesto que la asociación entre los beneficios y la rentabilidad de las acciones es más fuerte para las malas noticias que para las buenas. Este autor argumenta que el reconocimiento oportuno de las pérdidas indica el conservadurismo contable, dado que el impacto de las malas noticias se reconoce antes que el efecto de las buenas noticias. Las malas noticias se reflejan en los resultados contables y en los rendimientos de las acciones tan pronto como se conocen. Sin embargo, aunque en el mercado de valores los precios incorporan las buenas noticias en cuanto estén disponibles, las buenas noticias se reconocen más adelante en las ganancias contables porque los profesionales tienden a requerir más tiempo para comprobarlas (Basu, 1997).

El reconocimiento oportuno de las pérdidas es más habitual en los países de derecho común (common law) que en los países de derecho civil (code law) (Ball et al., 2000) y para las empresas que aplican modelos contables de corte anglosajón, como las NIIF (Barth et al., 2008). Sin embargo, Ball et al. (2003) ponen de manifiesto que los países del este de Asia que comparten un origen de derecho común no reconocen las pérdidas de manera más oportuna que los países de derecho civil. Las diferencias en cuanto al momento de reconocimiento de las pérdidas entre países (o regiones) con las mismas normas u origen legal sugieren que este atributo del resultado tiene un componente endógeno relacionado con los incentivos de las empresas y que no se deriva exclusivamente por el sistema de contabilidad de un país. Francis y Wang (2008) afirman que la asociación positiva entre los países de derecho común, que garantizan la protección del inversor, y el reconocimiento oportuno de las pérdidas es mayor solamente para las empresas auditadas por las grandes compañías de auditoría (Big 4).

Ball y Shivakumar (2005) encuentran que el reconocimiento de las pérdidas es más oportuno en las empresas del Reino Unido que cotizan en bolsa que en las compañías no cotizadas. Según Ball et al. (2008), el reconocimiento es más oportuno para las empresas de países con mayor protagonismo de los mercados de deuda en relación con los mercados de valores.

### ***La calidad de los ajustes por devengo***

A diferencia del cash flow, la determinación del componente del resultado contable que se deriva de la aplicación del principio de devengo, requiere hacer suposiciones, juicios y estimaciones, por lo que esta parte del resultado es susceptible de contener mayor cantidad de errores, tanto intencionados como no

intencionados (Sloan, 1996). Por tanto, los accruals pueden ser menos informativos que los flujos de efectivo. Mientras que el componente de flujos de efectivo se realiza, los accruals están sujetos a una mayor incertidumbre (Francis et al., 2005).

La calidad de los devengos juega un papel crítico a la hora de determinar la fiabilidad de las ganancias. De este modo, varios investigadores explican la calidad de los resultados a través de una función creciente de la calidad de los accruals y consideran que la calidad de los beneficios es mayor cuando la calidad de los accruals es alta (Dechow y Dichev, 2002; Balsam et al., 2003). Es decir, la calidad de los ajustes por devengo se utiliza a menudo como sinónimo de calidad del resultado.

La propia magnitud de los accruals ha sido considerada por algunos autores como indicio de menor calidad del resultado. Sloan (1996) afirma que los accruals crecientes indican el deterioro de la calidad de los beneficios y de los rendimientos de las acciones. De acuerdo con Dechow et al. (1995), un cambio en los devengos totales también puede indicar que las empresas están manipulando sus resultados. Dechow et al. (2003) confirman que existe una alta correlación entre el total de los accruals y los devengos inesperados. En otras palabras, una empresa que tiene accruals exagerados también tiene altos niveles de ajustes por devengo anormales. La correlación plantea dudas acerca de si los devengos anormales reflejan distorsiones contables o si, en cambio, son el resultado de modelos mal especificados. Por tanto, según estos trabajos, los accruals totales podrían ser utilizados como un sencillo indicador de los devengos discrecionales.

Incluso cuando no hay manipulación deliberada, los devengos altos se asocian con una reducida calidad de las ganancias por culpa de los errores de estimación; esta conclusión se ha observado en estudios realizados por Dechow y Dichev (2002), Richardson (2003), Li et al. (2003) y Bharat et al. (2004). De hecho, Dechow y Dichev (2002) expresan la hipótesis de que si los devengos anormales se asocian con grandes errores de estimación, entonces tales ajustes no se corresponden con los futuros cash-flows. Sin embargo, Schipper y Vincent (2003) concluyen que es poco probable que el regulador contable considere que las ganancias de alta calidad se caracterizan por su cercanía a los flujos de efectivo, o lo que es lo mismo por una menor magnitud de los ajustes por devengo, porque no hay un concepto en el marco conceptual que apoye esta perspectiva. De hecho, la evidencia de algunos estudios apoya la hipótesis de que los devengos de un periodo tienen más capacidad para explicar los futuros flujos de efectivo que los cash-flows del periodo (Barth et al., 2001; Al-Attar y Hussain, 2004).

## *2. La calidad de la información contable*

Schipper y Vincent (2003) señalan que existe una relación inversa entre la variabilidad de los ajustes por devengo y la calidad de las ganancias. Estos autores argumentan que la manipulación del resultado contable puede evaluarse a través de la variabilidad de los ajustes por devengo totales, que por tanto representa una medida inversa de calidad de las ganancias.

El enfoque más utilizado en la literatura para evaluar la calidad del resultado a través de la calidad de los ajustes por devengo se basa en el intento de separar los componentes normal y anormal de los ajustes por devengo. Según Ronen y Yaari (2008), los ajustes normales "surgen de las transacciones realizadas en el período actual que son normales para la empresa, dado su nivel de rendimiento y estrategia de negocio, convenciones a nivel de industria, eventos macroeconómicos, y otros factores económicos". Los devengos anormales "surgen de las transacciones realizadas o de los tratamientos contables elegidos para gestionar las ganancias" y, por tanto, son una medida inversa de calidad de las ganancias. Suele considerarse el modelo propuesto inicialmente por Jones (1991) como el primero de los numerosos modelos que intentan aislar el componente discrecional de los ajustes por devengo. Básicamente, en los modelos del estilo de Jones los ajustes por devengo observados se regresan sobre un conjunto de variables de las que se supone que depende su nivel normal. Las predicciones del modelo serían el componente normal de los ajustes por devengo y los residuos de la estimación son los ajustes anormales. Trabajos destacados en la literatura sobre modelos de ajustes por devengo discretos son por ejemplo Dechow et al. (1995) o Kothari et al. (2005).

Según Dechow y Dichev (2002), los errores de estimación, intencionados o no, disminuyen la calidad de los ajustes por devengo, y en consecuencia del resultado contable. Según estos autores, una mejor estimación de los accruals supondrá que éstos se reflejen en la serie de cash flow de los ejercicios adyacentes. El modelo de estimación de la calidad de los ajustes por devengo que proponen estos autores considera como medida de calidad de los accruals la variabilidad en los errores de un modelo de regresión en el que los ajustes por devengo de corto plazo (o working capital accruals) se expresan en función del cash flow de explotación del ejercicio corriente, el ejercicio anterior y el posterior.

McNichols (2002) plantea un modelo en el que se fusionan los planteamientos de los modelos del estilo de Jones (1991) y del modelo propuesto por Dechow y Dichev (2002). Esta autora encuentra que el modelo modificado de Dechow y Dichev que plantea tiene un poder explicativo mayor y menos errores de evaluación.

La extensa línea de investigación que pone de manifiesto la relación de los

ajustes por devengo anormales con diversos incentivos de la gerencia a manipular el resultado contable soporta el uso de esta variable como medida de calidad del resultado. Los ajustes por devengo anormales se han relacionado, entre otros, con los incentivos de la gerencia a: confirmar las previsiones de los analistas (ej: Abarbanell y Lehavy, 1998), evitar el incumplimiento de los pactos de deuda (ej: DeFond y Jiambalvo, 1994), cumplir con los requisitos de regulación (ej: Jones, 1991; Cahan, 1992; Key, 1997), o aumentar su retribución (ej: Healy, 1985).

En síntesis, podemos decir que no existe ningún enfoque generalmente aceptado para medir la calidad del resultado, sino más bien distintas líneas de investigación que analizan características del mismo que pueden afectar a su utilidad para la toma de decisiones. Puesto que el concepto de "utilidad en la toma de decisiones" depende del tipo de decisión y de decisor implicados en el proceso, los atributos deseables para que el resultado contable sea útil pueden variar en función del contexto, es decir, del proceso de toma de decisiones analizado.

### 2.3. Los factores determinantes de la calidad de las ganancias

Varios estudios aportan evidencia de que algunas de las características de las empresas, tales como el rendimiento, el nivel de apalancamiento, el crecimiento y el tamaño, están asociadas con diferentes medidas de calidad de las ganancias (ej: Hagerman y Zmijewski, 1979; Lindahl, 1989; Lev, 1983; Dechow, 1994).

Los investigadores han estudiado si las empresas que tienen bajos rendimientos manipulan sus cifras contables para mejorar sus resultados, generando así ganancias de menor calidad. Hay evidencia de que en situaciones de baja rentabilidad se generan incentivos para manipular las ganancias (Balsam et al., 1995; DeFond y Park, 1997; Keating y Zimmerman, 1999). Sin embargo, DeAngelo et al. (1994) sugieren que el desempeño débil sostenido en el tiempo puede limitar las oportunidades para manipular el resultado.

También el grado de endeudamiento se ha relacionado con las prácticas de manipulación contable, incluyendo las elecciones de métodos contables que aumentan los resultados (Zmijewski y Hagerman, 1981; Johnson y Ramanan, 1988; Malmquist, 1990; Balsam et al., 1995), o la enajenación de activos como forma de gestión real de las ganancias (Bartov, 1993). Según Watts y Zimmerman (1986), si el mayor apalancamiento indica que una empresa está más cerca de las restricciones impuestas por el pacto sobre la deuda, entonces los gestores de las empresas altamente endeudadas podrían manipular los estados financieros con el fin de evitar la violación de dicho compromiso. Otros estudios que utilizan medidas más directas para determinar la proximidad a la violación del

## *2. La calidad de la información contable*

pacto de la deuda también apoyan la hipótesis de que el grado de endeudamiento está asociado al uso de opciones contables para manipular el resultado (Sweeney, 1994) y a los ajustes por devengo anormales (DeFond y Jiambalvo, 1994).

Según Nissim y Penman (2001) y Penman y Zhang (2002), si el crecimiento de una empresa se mide en términos de incremento de ventas o de activos operativos netos, parece que las empresas de alto crecimiento tienen ganancias menos persistentes. La relación negativa entre el crecimiento y la calidad de las ganancias es sugerida también por otras medidas, así como los errores de medición de los beneficios (Richardson et al., 2005), o el logro y la superación de los pronósticos de los analistas (McVay et al., 2006).

Hay trabajos que predicen que el tamaño de la empresa se asocia negativamente con la calidad de las ganancias porque, en respuesta a un mayor escrutinio político o normativo, las grandes empresas tienen mayor probabilidad de ser descubiertas manipulando las cuentas y asumirían un mayor coste (Jensen y Meckling, 1976). La evidencia en cuanto a la relación del tamaño con la calidad contable es contradictoria (Zmijewski y Hagerman, 1981; Bowen et al., 1981; Zimmer, 1986). Sin embargo, estudios más recientes indican que entre el tamaño de la empresa y la calidad de sus ganancias hay una relación positiva. Por ejemplo, Ball y Foster (1982) explican esta asociación positiva a través de los costes fijos asociados al mantenimiento de los procedimientos adecuados de control interno. Supuestamente, las empresas pequeñas son más propensas a tener deficiencias de control interno y a corregir sus resultados reportados (Ge y McVay, 2005; Ashbaugh-Skaife et al., 2007).

El tipo de auditor ha sido también estudiado como factor determinante de la manipulación contable. La eficacia y la capacidad del auditor para limitar la gestión de los resultados se espera que varíe según su tamaño. Los grandes auditores tienen más probabilidades de detectar prácticas contables cuestionables y de oponerse a su uso, emitiendo salvedades en el informe de auditoría. Por tanto, la calidad de la auditoría actúa como un medio eficaz de disuasión de la gestión de las ganancias.

La investigación sobre los auditores como factor determinante del carácter informativo de los resultados está motivada por el supuesto de que estos profesionales proporcionan un servicio muy útil, exigido por los inversores (Dechow et al., 2010). Estas investigadoras asumen que, si la mayor calidad de la auditoría proporciona mayor credibilidad a los estados financieros, entonces la alta calidad de la auditoría se asocia con un mayor coeficiente de respuesta de las

ganancias (ERC)<sup>3</sup>. Teoh y Wong (1993) encuentran un mayor ERC para las empresas con auditores del grupo Big 8.

Mientras que la premisa básica de que los auditores podrían mitigar los errores es muy sencilla, la evidencia empírica es limitada porque el esfuerzo del auditor, su efectividad y sus incentivos no son observables (Dechow et al., 2010). Caramanis y Lennox (2008) utilizan las horas dedicadas a la auditoría como medida del esfuerzo o eficacia del auditor, mientras que la medida empírica de Krishnan (2003) es la experiencia del auditor en el sector. Ambas medidas se asocian negativamente con los devengos discrecionales. La evidencia sobre la relación entre la duración del mandato de un auditor y los devengos discrecionales es mixta, al igual que la evidencia sobre la relación entre los errores y la rotación de los auditores.

Las investigaciones también encuentran que las empresas con niveles altos de accruals necesitan un auditor creíble debido a la mayor incertidumbre de sus ganancias, y que las empresas cuyos auditores son de mejor calidad manipulan menos los resultados a través de los devengos anormales (Becker et al., 1998; Francis et al., 1999). De ahí que, si la divulgación de altos niveles de honorarios pagados por servicios que no son de auditoría incrementa la incertidumbre sobre la calidad de la auditoría y de las ganancias, este efecto es más pronunciado para las empresas con mayores niveles de accruals (Francis y Ke, 2006).

Francis y Krishnan (1999) defienden que las empresas con devengos altos son más propensas a recibir opiniones de auditoría con salvedades, pero los accruals anormales relacionados con el capital de trabajo no se asocian con dictámenes de auditoría adversos o con el cambio de auditor (Bradshaw et al., 2001).

DeAngelo (1981) muestra analíticamente que las grandes empresas de auditoría tienen mayores incentivos para detectar y revelar la información errónea. St. Pierre y Anderson (1984) encuentran menor incidencia de litigios en el caso de los seis más grandes auditores. DeFond y Jiambalvo (1991) afirman que, excluyendo a las empresas fraudulentas, los clientes de las compañías de auditoría que formaban el grupo Big 6 eran menos propensos a tener errores o irregularidades. DeFond y Jiambalvo (1991) muestran que los desacuerdos entre los clientes y los auditores resultan de los incentivos para gestionar las ganancias y tienen más probabilidades de ocurrir cuando el auditor forma parte del grupo Big 6.

---

<sup>3</sup> Earnings Response Coefficient (ERC) mide la relación entre el rendimiento de las acciones y las ganancias sorpresa alrededor del momento cuando se anuncian las ganancias corporativas.

Otra característica del auditor que se ha relacionado con la manipulación contable de la empresa es la magnitud de los honorarios que éste recibe de la empresa en concepto de trabajos de consultoría. Frankel et al. (2002) presentan evidencia de que los clientes son más propensos a manipular las ganancias cuando pagan a sus auditores altos niveles de honorarios que no son de auditoría. Sin embargo, varios investigadores (ej: Ashbaugh et al., 2003; Francis y Ke, 2003; Larcker y Richardson, 2004) rechazan esta conclusión, indicando que los resultados de Frankel et al. (2002) pudieran estar sesgados debido a la muestra utilizada, y que no son generalizables.

### 2.4. Los indicadores externos de la calidad de las ganancias

Según Dechow et al. (2010), los indicadores externos de calidad del resultado incluyen: los boletines emitidos por la SEC sobre las violaciones contables y de auditoría (SEC Accounting and Auditing Enforcement Releases - AAERs), las reformulaciones de los estados financieros y las deficiencias de los sistemas de control interno bajo la ley Sarbanes-Oxley (SOX). Los tres indicadores pueden reflejar la manipulación intencional de los resultados o involuntaria (errores).

#### ***Los comunicados sobre las violaciones contables y de auditoría (AAERs)***

Dado que los comunicados de la SEC sobre las violaciones contables y de auditoría utilizados en la investigación contable generalmente consisten en los casos en que se alega que la empresa ha manipulado los resultados<sup>4</sup>, Dechow et al. (2010) sostienen que, a la hora de utilizar estos comunicados como medida de calidad de las ganancias, los investigadores deben tener en cuenta las siguientes cuestiones. Los recursos de la SEC son limitados, lo que restringe su capacidad para detectar y procesar las empresas que difunden información falsa. Por tanto, la SEC no puede perseguir los casos ambiguos y que no espera ganar. Como resultado, la muestra de empresas sometidas a acciones correctivas es probable que contenga los errores más graves y que excluya a las empresas que son agresivas, pero que manejan sus ganancias dentro de los límites de los GAAP. De ahí que es probable que muchas empresas que manipulan sus resultados no sean detectadas por la SEC. Además, debido a su deber de proteger a los inversores, otra preocupación de la SEC tiene que ver con la magnitud del impacto en el mercado de capitales. Por eso, es probable que examine más de cerca a las empresas con grandes capitalizaciones de mercado, así como a las empresas que

---

<sup>4</sup> Según Dechow et al. (2010), casi la mitad de las empresas sujetas a acciones correctivas de la SEC han sobrevalorado sus beneficios. En la mayoría de los casos, la SEC acusa a los administradores de distorsionar intencionalmente los estados financieros, es decir de cometer fraude. En algunos casos, sin embargo, la SEC declara que los gerentes fueron negligentes, es decir irresponsables.

llevan a cabo una oferta pública de venta y a las que emiten deuda o acciones.

La literatura contable muestra que las empresas sancionadas por la SEC suelen tener un porcentaje menor de miembros externos en la junta directiva, un director que también funge como presidente de la junta o que es el fundador de la empresa y menos probabilidades de que el accionista mayoritario sea externo (ej: Dechow et al., 1996; Farber, 2005). Estos resultados sugieren que la mayor supervisión parece reducir la capacidad de manipular.

Dechow et al. (1996) sostienen que las empresas sancionadas son menos propensas a tener un comité de auditoría. Farber (2005) muestra que las empresas que cometen fraude suelen tener menos reuniones de la comisión de auditoría y menos expertos en finanzas como miembros del comité de auditoría. No obstante, este autor no encuentra ningún efecto de la independencia del comité de auditoría sobre el fraude contable. Esto sugiere que un comité de auditoría activo puede ser más importante que uno independiente, pero pasivo (Dechow et al., 2010).

Con relación a los auditores externos, Dechow et al. (1996) no descubren una diferencia significativa entre las empresas condenadas por la SEC y las otras empresas, utilizando como medida de calidad la pertenencia al grupo de auditores Big 4. Farber (2005) sostiene que las empresas que cometen fraude tienen menos probabilidades de tener auditores de las cuatro más grandes firmas de auditoría. Curiosamente, Geiger et al. (2008) no encuentran evidencia empírica de que la independencia del auditor está asociada con el fraude, aunque Joe y Vandervelde (2007) sugieren que sí lo está.

### ***Las reformulaciones de los estados financieros (restatements)***

Según Dechow et al. (2010), a pesar de que la muestra de empresas que corrigen sus cifras contables es significativamente mayor que la muestra de empresas sancionadas por la SEC, la primera categoría, además de las empresas que manipulan sus ganancias, incluye empresas que corrigen errores involuntarios o que aplican retrospectivamente los nuevos pronunciamientos. Por tanto, las reformulaciones son un indicador poco útil para determinar los errores intencionados.

Agrawal y Chadha (2005) sostienen que las empresas que reformulan sus estados financieros suelen tener directores generales que también son presidentes de la junta o fundadores y miembros del comité de auditoría con experiencia en finanzas. La independencia de la junta o del comité de auditoría no es un factor determinante de la probabilidad de regularización (Agrawal y Chadha, 2005).

## *2. La calidad de la información contable*

De acuerdo con Burns y Kedia (2006), la sensibilidad de la cartera de opciones del director general a los precios de las acciones está asociada positivamente con la probabilidad de hacer regularizaciones, pero la sensibilidad de los otros componentes de remuneración no lo está. Efendi et al. (2007) encontraron que la probabilidad de las reformulaciones se incrementa cuando el gerente tiene opciones sobre acciones en-el-dinero.

Agrawal y Chadha (2005) sostienen que los honorarios por servicios distintos a los de auditoría, que se supone que afectan a la independencia del auditor y pueden comprometer la calidad de la auditoría, no están asociados con las regularizaciones. Kinney et al. (2004) tampoco descubren una asociación entre los honorarios para el diseño e implementación del sistema de información financiera o para servicios de auditoría interna y la reformulación de cuentas anuales, pero identifican una relación entre las comisiones por servicios que no son de auditoría y las regularizaciones. Utilizado una muestra de empresas del Reino Unido, Ferguson et al. (2004) encuentran una asociación positiva entre los honorarios por otros servicios que no son de auditoría y la reformulación de estados financieros.

### ***Las debilidades de control interno***

Dechow et al. (2010) sostienen que la mayoría de los estudios sobre las debilidades de control interno como medida de manipulación de las ganancias se llevan a cabo después de la adopción de la ley Sarbanes-Oxley (SOX). Bajo la Sección 302 de la SOX, la dirección está obligada a certificar sus conclusiones sobre la eficacia de los procedimientos de control interno. La sección 404 de la SOX exige incluir en el informe anual la evaluación de la gerencia sobre la eficacia de la estructura y de los procedimientos de control interno, los censores jurados de cuentas debiendo dar fe de esta evaluación. Anteriormente, las empresas que no formaban parte del sector bancario estaban obligadas a revelar las deficiencias importantes de control interno solamente cuando había un cambio de auditor (Ge y McVay, 2005; Altamuro y Beatty, 2010).

Los estudios han demostrado una asociación positiva entre la calidad del control interno y varias medidas de calidad de las ganancias como los devengos discrecionales y la persistencia (ej: Doyle et al., 2007; Ashbaugh-Skaife et al., 2008).

Hogan y Wilkins (2008) documentan que las empresas que divulgan una deficiencia de control interno pagan honorarios de auditoría más altos en el año previo a la divulgación en comparación con los honorarios de una muestra equivalente de empresas que no informan sobre deficiencias. Una explicación para este hallazgo es que los auditores cobran tarifas más altas por el esfuerzo

adicional que se requiere en el caso de las empresas con controles débiles. Según estos investigadores, si el esfuerzo adicional del auditor ayuda a detectar y comunicar errores, entonces los honorarios no deberían asociarse con la calidad de las ganancias reportadas y corregidas. Otra explicación es que los auditores cobran tarifas más altas cuando el riesgo de auditoría es mayor y los controles débiles están relacionados con la evaluación del riesgo de auditoría. En este caso, los honorarios más altos representan una prima de riesgo. Hogan y Wilkins enfatizan la primera interpretación, reconociendo al mismo tiempo que no se puede descartar la explicación de la prima de riesgo.

A pesar de que se basa en un reducido número de estudios, la evidencia sobre los determinantes de las deficiencias de control interno que figuran en la sección 302 de la SOX es coherente, lo que sugiere que estas deficiencias miden la propensión a errores (Dechow et al., 2010). Ashbaugh-Skaife et al. (2007) encuentran que las empresas con alto riesgo de control asociado con la complejidad y con los cambios significativos en la organización son más propensas a tener deficiencias de control interno. Las empresas débiles también parecen tener recursos más limitados para invertir en sistemas de control interno (Dechow et al., 2010).

La evidencia sobre las consecuencias de las deficiencias de control interno sugiere que las revelaciones bajo la Sección 302 representan una fuente de información de calidad, pero que la Sección 404 no parece proporcionar información relevante. Por ejemplo, Hammersley et al. (2008) y Beneish et al. (2008) sostienen que las debilidades de control interno según la Sección 302 están asociadas con reacciones negativas de los precios de las acciones. Beneish et al. (2008) también encuentran que las revelaciones bajo la Sección 302 se asocian con una disminución en las revisiones de las proyecciones de los analistas y un aumento del coste de capital. Sin embargo, las revelaciones bajo la Sección 404 no se asocian con ninguna de las consecuencias anteriores (Beneish et al., 2008).

## 2.5. La percepción de los usuarios sobre la calidad de las ganancias: los analistas

Los analistas son los principales usuarios de la información contable de las empresas cotizadas y su papel como intermediarios de información está bien establecido en los mercados de capitales (Schipper, 1991). La evidencia previa sugiere que sus recomendaciones, objetivos de precios, previsiones sobre las ganancias e informes escritos son relevantes para la formación de los precios de las acciones (Barber et al., 2001; Asquith et al., 2005). No obstante, a pesar del papel que desempeñan en los mercados financieros, es sorprendente lo poco que

## 2. La calidad de la información contable

se sabe sobre la forma en que los analistas evalúan a las empresas y la calidad de sus ganancias. Graham et al. (2002) indican que las principales fuentes de información financiera que los analistas utilizan para evaluar la salud financiera de las empresas son: la cuenta de pérdidas y ganancias, el balance y el estado de flujos de efectivo (en este orden),<sup>5</sup> por lo que uno de los principales puntos de partida para las previsiones y los modelos de valoración de los analistas es el resultado contable. Por tanto, a la hora de buscar variables con las que medir la calidad de las ganancias en sus decisiones, interesa conocer qué entienden éstos por calidad del resultado.

Según Graham et al. (2002), los analistas asocian la alta calidad de los resultados con el crecimiento, el bajo nivel de riesgo y la persistencia, pero también con la fuente de las ganancias (líneas y segmentos de negocio, desglose por zonas geográficas). Otros factores mencionados por los analistas incluyen la calidad de la gestión, el nivel de divulgación de información y las políticas contables aplicadas. Bricker et al. (1995) encontraron que los analistas se centran en las ganancias estructurales (core earnings) y asocian la calidad de las ganancias con la predictibilidad a corto plazo de los beneficios.

Graham et al. (2002) sostienen que los analistas consideran las ganancias ajustadas que ellos mismos construyen como el factor más importante en la evaluación de una empresa. Esto sugiere que los analistas utilizan las ganancias reportadas como punto de partida para su análisis y luego ajustan esta cifra por el "ruido" provocado por los métodos contables agresivos, los supuestos discutibles y las políticas inadecuadas de reconocimiento de ingresos. Es decir, los analistas son conscientes de que las ganancias son fáciles de manipular.

La evidencia muestra que en realidad, los informes de los analistas son subjetivos y que los inversores confían en las previsiones de crecimiento, posteriormente estando decepcionados cuando estas proyecciones no se cumplen. En concreto, la investigación previa concluye que las previsiones de los analistas contienen un sesgo optimista, sobre todo cuando los analistas actúan como colocadores (Dugar y Nathan, 1995) o banqueros de inversión (Lin y McNichols, 1998) para las empresas cuyos resultados estiman. O'Brien et al. (2005) sugieren que este optimismo se debe, entre otras cosas, al objetivo de los analistas de mantener buenas relaciones con la administración corporativa. Otra explicación

---

<sup>5</sup> De acuerdo con Graham et al. (2002), los analistas también utilizan las notas a los estados financieros y las declaraciones de gestión de la empresa, pero en menor grado. Sorprendentemente, los analistas confían poco en la información proveniente de los usuarios de productos de la empresa y en las previsiones de consenso. La desconfianza en estas dos fuentes puede señalar la relativa independencia que los analistas pretenden tener en hacer sus propias previsiones.

para dicha actitud puede ser la mayor facilidad de vender buenas proyecciones, en antítesis a las malas. Forbes y Skerratt (1992) presentan evidencia de que el mercado reconoce esta tendencia. Hirst et al. (1995) encuentran que los inversionistas dan un mayor peso a un informe desfavorable cuando éste fue emitido por un analista afiliado a dicha empresa. Del mismo modo, Frankel et al. (2006) sostienen que las revisiones negativas de las previsiones son más informativas que las revisiones positivas.

Según Barker e Imam (2008), los analistas consideran en general dos tipos de información para definir la calidad. Primero, la información contable, que se obtiene directamente de los estados financieros, y segundo, la información no contable, que está relacionada con los mercados en que opera la entidad y con la eficacia de la gerencia en diseñar e implementar estrategias para competir con éxito en esos mercados. Por ejemplo, dos entidades pueden tener el mismo nivel de beneficios, pero la empresa que obtiene mayor proporción a través de su actividad principal tendrá ganancias de mejor calidad. Por otra parte, la calidad de las ganancias podría ser juzgada sobre la base de los datos no contables. De ahí que, si dos entidades tienen la misma fuente de ingresos, la entidad con el equipo directivo que inspira mayor confianza se considerará que tiene beneficios de mayor calidad.

Los resultados de Barker e Imam (2008) están en la misma línea que la evidencia previa sobre las preferencias de los analistas según la cual, a la hora de hablar sobre la calidad de las cifras contables, éstos son positivos mucho más a menudo que negativos. También se descubrió un uso significativamente mayor de información no contable cuando se trata de una opinión positiva o negativa (no neutral). Barker e Imam (2008) sostienen que los analistas están predispuestos a un mayor uso de información no financiera, porque ésta es intrínsecamente subjetiva y más susceptible a variaciones de opinión y a generación de noticias. La información contable se puede comprobar fácilmente y es incompatible con el sesgo inherente de los analistas a favor de las empresas. En general, las referencias positivas y no contables son más comunes en los informes de los analistas, lo cual demuestra que utilizan la información de manera oportunista.

Sin embargo, Barker e Imam (2008) defienden que la mayor prevalencia de la información no contable no significa que dicha información domina la percepción de los analistas sobre la calidad de las ganancias, sino lo contrario. En primer lugar, cuando la información contable y no contable generan señales contradictorias con respecto a la calidad de las ganancias, es el punto de vista contable el que proporciona la señal dominante. En segundo lugar, a la hora de hacer recomendaciones de inversión, la información contable es de nuevo dominante. Si los analistas son positivos con respecto a la información basada en

la contabilidad, es muy poco probable que recomienden una venta, independientemente de las señales emitidas por la información no financiera. Sin embargo, si la contabilidad envía señales negativas, el analista no puede recomendar una compra. En general, Barker e Imam (2008) concluyen que la información basada en la contabilidad es más importante de lo que podría parecer a primera vista, ya que si bien no es dominante en su frecuencia de uso, su impacto es preponderante en la valoración global del analista sobre la calidad de las ganancias.

Barker e Imam (2008) concluyen que la información no contable se utiliza para contextualizar y agregar significado a los datos contables. En otras palabras, aunque los analistas tratan de entender la calidad de las ganancias a través de los propios estados financieros, ellos reconocen las limitaciones inherentes de la información financiera como base para entender y predecir el futuro rendimiento, contando también con las fuentes de información que están fuera de los estados financieros.

Teniendo en cuenta que los analistas disponen únicamente de la información públicamente disponible, es probable que valoren un alto grado de divulgación y una aplicación conservadora de las políticas contables. Esto indica que los analistas prefieren ganancias subestimadas porque reflejan mejor la capacidad de la empresa de generar beneficios. Los analistas suelen pensar que cuanto mayor es la parte de los accruals en los resultados, menos confiables serán dichos resultados para fines de pronóstico y valoración.

En suma, los analistas financieros todavía tienen una fuerte influencia en la valoración de mercado de las empresas cotizadas. Los ejecutivos prudentes pueden aumentar la riqueza de los accionistas comprendiendo que es lo que los analistas están buscando en los informes de la empresa y proporcionando los datos de una manera clara y conservadora (Graham et al., 2002).

### 2.6. La señalización de la información contable de calidad

#### **La política de dividendos**

La señalización de la calidad a través de la política de dividendos es una teoría que sugiere que los anuncios sobre el aumento de los dividendos indican que la empresa posee fuertes perspectivas de futuro. La razón detrás de los modelos de señalización basados en dividendos proviene de la teoría de juegos<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> La teoría de juegos, elaborada por el matemático John von Neumann, es un enfoque interdisciplinario que estudia el comportamiento humano. Las disciplinas involucradas en esta teoría son las matemáticas, la economía y otras relacionadas con las ciencias sociales y el comportamiento. La teoría de juegos estudia las decisiones en las que, para que un individuo tenga éxito, tiene que tener en cuenta las decisiones tomadas por el resto de los agentes que intervienen en la situación.

De esta forma, un gerente que identifica buenas oportunidades de inversión es más probable que lo señalice, en comparación con otro que no descubre proyectos favorables.

La teoría sostiene que las decisiones sobre los dividendos se deben basar en la evaluación de las ganancias sostenibles a largo plazo. Según Skinner y Soltes (2009), cuando los gerentes consideran que las ganancias aumentan de forma permanente, los dividendos también se incrementan, pero los cambios transitorios no tendrán ningún efecto en los dividendos. Si este es el caso, las ganancias de alta calidad implican una relación fuerte entre los cambios de los dividendos y las ganancias reportadas.

De acuerdo con Skinner y Soltes (2009), la interpretación más común de esta hipótesis es que los cambios de los dividendos deben corresponder a las variaciones de las ganancias futuras. Sin embargo, esta idea no se apoya en los datos porque la política de dividendos es cada vez más lisa y conservadora. Por otro lado, los aumentos de los dividendos se producen con más frecuencia que las disminuciones, y la magnitud de la disminución es mucho mayor que la del aumento.

El estudio de Farinha y Moreira (2007) aporta evidencia que sugiere que la política de dividendos puede actuar como una señal creíble de calidad de las ganancias, las empresas que no manipulan sus ganancias siendo más propensas a pagar dividendos, a tener mayor rentabilidad por dividendo y a aumentar los dividendos por acción.

Según Skinner (2004), la evidencia sugiere que la señalización a través de los dividendos es hoy en día menos plausible que en la primera parte del siglo 20. Esto se debe a los cambios de los medios que los administradores utilizan para comunicarse con las partes interesadas externas. En la primera parte del siglo pasado, los gerentes tenían relativamente pocos medios de comunicación para dar a conocer la información relevante, aparte de los propios estados financieros, e incluso estos medios eran bastante rudimentarios (Barton y Waymire, 2003). En tal ambiente, los dividendos fueron una herramienta viable para que los directivos señalicen las perspectivas de ganancias futuras. Hoy en día, sin embargo, los administradores disponen de muchos medios para comunicarse con los mercados de manera casi continua. Algunas empresas hacen cada mes llamadas de conferencia con analistas e inversores y, en ciertas ocasiones, ofrecen información actualizada a través del correo electrónico o del fax. La tecnología permite que esta información se difunda ampliamente y de forma casi instantánea. Por tanto, la señalización a través de la política de dividendos puede que se haya convertido en obsoleta (Skinner, 2004).

Sin embargo, Skinner (2004) considera que esta evidencia no significa que los dividendos no proporcionan información útil para los inversores, sobre todo si hay dudas sobre la credibilidad de las prácticas de los gestores. De acuerdo con la idea de que los dividendos proporcionan información sobre la calidad de las ganancias reportadas, Skinner (2004) encuentra que la relación entre los resultados actuales y futuros es más fuerte para las empresas que pagan dividendos, y es más fuerte todavía en el caso de empresas que pagan dividendos grandes. En parte, estos resultados están vinculados a las pérdidas: (1) el pago de dividendos tiene una relación fuerte y negativa con la probabilidad de obtener pérdidas; (2) las pérdidas declaradas son más propensas a ser transitorias. Skinner (2004) concluye que, en general, la evidencia muestra que los dividendos tienen carácter informativo con respecto a las perspectivas de las ganancias, aunque no en el sentido tradicional de la señalización de los cambios futuros de los resultados, de acuerdo con lo que Miller y Modigliani (1961) se propusieron inicialmente.

### ***El uso de las NIIF versus las normas locales de contabilidad***

De acuerdo con Leuz et al. (2003), las normas de contabilidad pueden limitar la capacidad de un gerente para distorsionar las ganancias, pero la medida en que la normativa contable afecta a los resultados reportados y reduce la manipulación depende de lo bien que estas reglas se apliquen. Además de normas claras de contabilidad, la protección fuerte de los inversores y acreedores requiere una auditoría legal supervisada y sanciones efectivas.

Ball et al. (2003) sostienen que la adopción de estándares contables de alta calidad puede ser una condición necesaria para divulgar información de calidad, pero no es un requisito suficiente. Los resultados de Van Tendeloo y Vanstraelen (2005) sugieren que las empresas alemanas que adoptan las NIIF utilizan los devengos discrecionales para administrar sus ganancias. Además, parece que las empresas alemanas que hayan adoptado las NIIF alisan las ganancias, pero dicho alisamiento se reduce significativamente cuando la empresa tiene un auditor grande (Big 4). Estos hallazgos indican que la adopción de las NIIF no se puede asociar con una menor manipulación de los beneficios.

Barth et al. (2008) analizan empresas de 21 países que aplican las NIIF y defienden que dichas empresas tienen las siguientes características: nivel inferior de gestión de las ganancias, reconocimiento más oportuno de las pérdidas e información más relevante, respecto a empresas de una muestra similar que aplican normas nacionales. Además, Barth et al. (2008) sostienen que, después de la adopción de las NIIF, las empresas reportan cifras contables de mejor calidad en comparación con los periodos previos.

### ***El auditor***

Varios estudios han demostrado que los auditores del grupo Big 4 constituyen una limitación para la gestión de los resultados (ej: DeFond y Jiambalvo, 1991, 1994). Sin embargo, los resultados de Francis y Wang (2003) documentan que la restricción constituida por el tamaño del auditor no es uniforme en todos los países. Street y Gray (2002) encuentran pruebas que apoyan el hecho de que estar auditado por una firma de auditoría grande se asocia también con el cumplimiento de las NIIF, tanto en el caso de los requisitos de divulgación como en el caso de los requerimientos de medición y presentación.

Según Lin et al. (2009), la independencia del auditor aumenta la credibilidad de los informes financieros y ayuda a los inversores a tomar decisiones racionales en el mercado de capitales. Sin embargo, la utilidad de la auditoría depende de su nivel de calidad que, a su vez, depende de la independencia y competencia de los auditores. Por tanto, la elección y el cambio del auditor no sólo afectarán a la calidad de la auditoría, sino también a las decisiones de los inversionistas y de otros participantes del mercado. Los resultados empíricos muestran que la calidad de la auditoría y el cambio a un auditor más grande tienen un efecto positivo (negativo) en los coeficientes de respuesta de las ganancias (ERC) para las empresas con resultados anormales positivos (negativos). Las empresas que pasan a un auditor más grande podrían estar señalizando el hecho de que sus ganancias son de alta calidad. Viceversa, el cambio a un auditor más pequeño puede ser señal de baja calidad de las ganancias y daría lugar a respuestas de mercado contrarias.

### ***El cross-listing***

Se presume que las empresas que cotizan en el extranjero tienen mayores incentivos para ofrecer información transparente, ya que están sujetas a las restricciones impuestas por diferentes países y están expuestas a un riesgo de litigio más alto (Van Tendeloo y Vanstraelen, 2005). Por tanto, se puede esperar que la calidad de las cifras contables aumente cuando se cotiza en un mercado internacional de capitales (Ball et al., 2000, 2003). Por la misma razón, se puede esperar que el cumplimiento de las NIIF sea mayor cuando las empresas cotizan fuera del país en comparación con las compañías que sólo tienen fuentes nacionales de capital. Los resultados de Street y Gray (2002) apoyan esta suposición. Si es así, una manera eficaz para que las empresas de países de derecho civil señalicen la alta calidad de sus cifras contables podría ser cotizando en un país de derecho común y exponiéndose a las sanciones para la divulgación de baja calidad (Ball et al., 2000, 2003).

### **La divulgación voluntaria**

La investigación analítica proporciona predicciones contradictorias acerca de cómo influye la calidad de las ganancias en las decisiones de divulgación. Una corriente sostiene que la información asimétrica crea la demanda de divulgación y constituye un incentivo para las empresas, porque el valor de la información adicional es mayor en estos casos (Milgrom, 1981; Verrecchia, 1983). Esto implica que las empresas con resultados de baja (alta) calidad divulgarán más (menos) información porque la asimetría de información entre la empresa y los inversores es mayor (menor). Otra línea de investigación muestra que a medida que aumenta la calidad de la información, los gerentes tienen incentivos para revelar más datos (Verrecchia, 1990). Bajo este punto de vista, las empresas con cifras contables de baja (alta) calidad emitirán información menos (más) amplia, ya que los inversores considerarán que estas revelaciones son menos (más) creíbles.

Francis et al. (2008) encuentran que las empresas con ganancias de alta calidad divulgan voluntariamente información más amplia que las empresas con resultados de baja calidad y que la divulgación voluntaria se asocia con un menor coste de capital. Además, constatan que la divulgación voluntaria se asocia con la calidad intrínseca de las ganancias o con la calidad relacionada con el modelo de negocio, y que no está relacionada con el componente que depende de las opciones contables de la gerencia. Estos hallazgos demuestran que la calidad de las ganancias es un factor determinante de la divulgación voluntaria y no al revés.

## **3. El proceso de internacionalización**

### **3.1. Definición y concepto**

Aunque no existe ninguna definición acordada de la internacionalización, se considera que se refiere a un proceso de creciente participación de las empresas en los mercados internacionales. Cuantas más zonas del mundo se relacionan con las operaciones de una empresa, más multinacional deviene la misma. "Grado de multinacionalidad o internacionalización", "diversificación internacional o extranjera", "complejidad de la empresa multinacional", son solo algunas de las expresiones utilizadas para indicar el número de países en los que una empresa realiza operaciones y la importancia de dichas operaciones.

La decisión de internacionalización de una empresa es parte de su estrategia de crecimiento, siendo influenciada por los efectos de la globalización y de la creciente intensidad de la competencia en todo el mundo. Siempre y cuando la

internacionalización aumente el rendimiento, las empresas probablemente elegirán la diversificación internacional para aprovechar las nuevas oportunidades. Aunque las empresas de bajo rendimiento deseen aplicar la misma estrategia, es probable que carezcan de los recursos necesarios para reestructurar su sistema actual y adaptarse a nuevos entornos. Esto significa que, mientras la mayoría de las empresas de alto rendimiento seguirán diversificando sus actividades en el extranjero, gran parte de las empresas de bajo rendimiento estarán obligadas a quedarse en sus posiciones actuales.

Cuando una empresa decide internacionalizar su actividad, inicialmente suele elegir ubicaciones más cercanas a su país de origen desde el punto de vista geográfico y cultural. Dicha tendencia está explicada en los estudios sobre la elección de la ubicación a través de la familiaridad del mercado. De ahí que es importante tener en cuenta la distribución geográfica de la diversificación internacional.

### 3.2. Ventajas e inconvenientes de la internacionalización

Hay una extensa literatura sobre las consecuencias de la diversificación internacional en la valoración de las empresas. Los primeros trabajos sugieren que el valor de las empresas multinacionales aumenta con la diversificación internacional (Errunza y Senbet, 1981, 1984; Kim y Lyn, 1986). Errunza y Senbet (1981, 1984) sostienen que una empresa multinacional puede ser más valiosa debido a su capacidad para evitar las restricciones institucionales. Por ejemplo, una empresa multinacional puede decidir dónde declarar las ganancias, siendo capaz de transferir algunos beneficios o pérdidas dentro de la empresa a lugares donde los impuestos son más favorecedores, reduciendo así la carga fiscal (Hines y Rice, 1990). Otra explicación de la evaluación superior de las empresas internacionales podría ser la preferencia de los inversionistas, que consideran la inversión en acciones de empresas multinacionales como una forma de diversificar su cartera. Si los inversores valoran la diversificación internacional, deberían estar dispuestos a pagar una prima por las acciones de las empresas multinacionales.

Sin embargo, trabajos más recientes presentan resultados contradictorios. Por ejemplo, Bodnar et al. (1999) documentan un impacto positivo en el valor de las empresas internacionales. En la misma línea, Morck y Yeung (1991) sostienen que la diversificación internacional está positivamente relacionada con el ratio q de Tobin, lo que significa que el ratio q se correlaciona positivamente con el número de filiales en el extranjero o con el número de países donde opera la empresa. Gande et al. (2009) ponen de manifiesto que la internacionalización aumenta el valor de la empresa, medido a través del ratio q de Tobin, y señalan

### *3. El proceso de internalización*

una relación positiva entre el valor de la empresa y las ventas al extranjero. Según estos investigadores, las empresas deberían extender sus actividades a nivel internacional en lugar de considerar nuevos sectores de actividad. Por otra parte, consideran que los beneficios de la internacionalización son mayores si la empresa elige un país donde los derechos de los acreedores son protegidos. Por el contrario, sus hallazgos no son aplicables a la diversificación industrial que, según ellos, tiene un impacto negativo sobre la valoración de una empresa.

Otros trabajos han confirmado la existencia de un descuento general aplicado a la hora de valorar empresas multinacionales. Por ejemplo, Christophe (1997) sostiene que las operaciones en el extranjero se asocian con una disminución media del 6%, el efecto siendo mayor durante los años cuando el dólar estaba más fuerte. Según Click y Harrison (2000), el descuento oscila entre el 8 y el 17% para las empresas con actividad internacional en comparación con el valor de las empresas puramente nacionales. Además, Denis et al. (2002) sostienen que la internacionalización se asocia con una reducción de valor del 18% con respecto al valor de empresa similares de los Estados Unidos sin actividad en el extranjero, concluyendo que la diversificación internacional "representa un coste de agencia generado por la relación que existe entre los gerentes y los inversionistas" (p. 1977).

Los trabajos empíricos sobre la diversificación internacional proporcionan resultados mixtos sobre el tipo de relación que existe entre la internacionalización de la empresa y su rendimiento. Partiendo de la suposición de que cuando los costes generados por el proceso de internacionalización superan los beneficios marginales esta estrategia deja de ser atractiva, los investigadores consideran que esta correlación no es lineal, sino que es en forma de U, U-invertida, o S.

Los resultados de Ang (2007) muestran que la internacionalización tiene una relación positiva con el rendimiento, siendo el rendimiento previo un determinante clave de la diversificación internacional (excepto en el caso de la diversificación regional). Este autor sostiene que, cuando no se trata de diversificación regional, la relación entre el rendimiento previo y la internacionalización es en forma de U-invertida, lo que significa que el nivel de internacionalización se intensifica a medida que el rendimiento previo aumenta. Sin embargo, más allá del umbral de rendimiento previo, el nivel de diversificación internacional realmente disminuye. Por tanto, a medida que la actividad en el extranjero aumenta, los costes incrementan y a la vez surgen dificultades de coordinación y comunicación. De ahí que, las empresas de alto rendimiento podrían mantener su cartera actual en lugar de entrar en nuevos mercados para seguir creciendo.

Las empresas pueden optar por la diversificación internacional por razones

más allá de simplemente aumentar sus beneficios y cuota de mercado o reducir el riesgo de negocios, como, por ejemplo, obtener beneficios privados de la gestión de una empresa diversificada a nivel mundial (Stulz, 1981; Jensen, 1986). Estos beneficios privados de los gerentes incluyen prestigio o mejores perspectivas de carrera, mayor remuneración y oportunidades para atrincheramiento dado que se vuelven imprescindibles para una empresa más compleja (Reeb et al., 2001). Por otra parte, la internacionalización puede reducir la exposición de los directivos al riesgo idiosincrásico (Amihud y Lev, 1981).

Sin embargo, a pesar de sus ventajas, la literatura pone de manifiesto que la internacionalización no siempre se asocia con un mayor desempeño. Ang (2007) sostiene que la internacionalización a menudo genera costes de reestructuración sustanciales o la reorientación de los recursos además de enfrentar la empresa a cuestiones como resistencia al cambio; nuevas estructuras administrativas; procesamiento de información más complejo; y problemas de coordinación, comunicación y motivación surgidos de las diferencias culturales. La internacionalización también puede traer costes inesperados, que pueden ser sustanciales, debido a las fluctuaciones del tipo de cambio, la inflación y la incertidumbre política (Ang, 2007).

Otras desventajas de la internacionalización son el precio de la información y la incertidumbre asociada, que, debido al desconocimiento de las partes interesadas en cuanto al entorno internacional, aumentan a medida que la empresa incrementa su nivel de internacionalización (Goldberg y Heflin, 1995; Reeb et al., 1998; Duru y Reeb, 2002). El incremento de los precios de recolección y análisis de la información se debe a la distancia geográfica, a las diferencias culturales, legales, políticas y económicas entre países y a las diferencias en los sistemas de información. Además, las diferencias entre los sistemas contables y legales hacen que las ganancias asociadas a las actividades extranjeras sean más difícil de estimar (Duru y Reeb, 2002). Dunning (1993) considera que, además de estos factores, las diferencias entre países en cuanto a las oportunidades de crecimiento, competencia, normas gubernamentales, relaciones laborales, prácticas de negocio y condiciones de mercado contribuyen a la creciente complejidad de las actividades internacionales. La literatura previa muestra que la actividad internacional suele aumentar las asimetrías informativas y que el componente extranjero del resultado es más volátil que el componente doméstico (Goldberg y Heflin, 1995; Reeb et al., 1998; Duru y Reeb, 2002; Khurana et al., 2003; Hope y Thomas, 2008). Por otra parte, la discrecionalidad de los directivos también puede afectar la exactitud del pronóstico.

En conclusión, la mayor complejidad de la predicción de las ganancias de empresas multinacionales proviene de una mayor volatilidad de su componente

extranjero, de las barreras de información y de la mayor discrecionalidad directiva.

La evidencia en cuanto a la relación de la internacionalización con el coste de capital es contradictoria. Mientras que los primeros estudios muestran que las empresas con actividades en el extranjero disfrutaban de un menor coste de capital, estudios más recientes sostienen lo contrario.

La hipótesis del arbitraje en el mercado de capitales plantea una relación negativa entre el coste de la deuda y el grado de internacionalización, asumiendo la existencia de mercados financieros imperfectamente integrados y la capacidad de las empresas internacionales para crear o aprovechar las barreras resultantes de los sesgos e imperfecciones del mercado en el país anfitrión. Según Robbins y Stobaugh (1973), las empresas pueden tomar ventaja de las distorsiones existentes en el país anfitrión causadas por los tipos de interés, así como evitar las restricciones al crédito y obtener un menor coste de la deuda debido a la segmentación del mercado y al riesgo de precio.

Un segundo argumento se basa en los beneficios de la diversificación para reducir el riesgo. Hughes et al. (1975) sostienen que la diversificación de los bienes y fuentes de ingresos en las empresas internacionales debería reducir la volatilidad del resultado. Dado que la probabilidad de quiebra en el caso de las empresas internacionales es inferior a la de las empresas locales, la internacionalización reduce el coste de capital. Los resultados de Hughes et al., (1975) y Fatemi (1984) indican que las empresas multinacionales tienen un riesgo sistemático menor que las empresas puramente nacionales. Pero Brewer (1981) no detecta ninguna asociación entre el coste de capital y la internacionalización de la empresa.

Los trabajos previamente citados ponen de manifiesto que el nivel de internacionalización de una empresa está inversamente relacionado con el coste de capital. Otros trabajos, sin embargo, sostienen lo contrario. Mientras que Solnik (1974) señala que todas las empresas están sometidas al riesgo de tipo de cambio, Adler y Dumas (1975) y He y Ng (1998) sostienen que las empresas internacionales se enfrentan a mayor riesgo que las nacionales debido a su exposición al riesgo político y al riesgo de tipo de cambio. Según Bartov et al. (1996), existe una relación positiva y significativa entre el riesgo de tipo de cambio y la volatilidad de la rentabilidad de las acciones, lo que significa un mayor coste de capital para las empresas con altos niveles de actividad internacional. Armstrong y Riddick (1998) sostienen que las empresas multinacionales también tienen que enfrentarse a una mayor heterogeneidad de las partes interesadas y a mayores asimetrías informativas. De acuerdo con Reeb

et al., (1998), el grado de internacionalización está positivamente asociado con el nivel del riesgo sistemático. Por tanto, los gerentes parecen utilizar una mayor tasa de descuento para evaluar los proyectos internacionales de inversión.

El mayor coste de capital de las empresas internacionales se puede relacionar también con los costes de agencia. Lee y Kwok (1988) sostienen que las empresas multinacionales tienen costes de agencia superiores a los de las empresas nacionales porque es más difícil controlar a los directivos en los mercados internacionales. Burgman (1996) explica que los altos costes de monitorización se deben a las limitaciones geográficas, a las diferencias culturales y a los diferentes sistemas jurídicos. Las diferencias entre países también dificultan la labor de las empresas para elaborar estados financieros dirigidos a inversores de distintos países y contratar auditores que conozcan la normativa contable de varios países.

Comparando la estructura de capital de empresas nacionales e internacionales, Shaked (1986) y Lee y Kwok (1988) muestran que las empresas internacionales utilizan menos deuda porque se enfrentan a mayores costes de agencia y riesgo de tipo de cambio. Burgman (1996) y Chen et al. (1997) confirman este hallazgo, encontrando una relación negativa y significativa entre el nivel de internacionalización y el grado de endeudamiento.

### 3.3. Formas de internacionalización

Una empresa puede optar por internacionalizar sus actividades de varias formas. Las operaciones en el extranjero (exportación, importación o ambas), la inversión extranjera directa (IED), o el cross-listing son sólo algunas de las muchas posibilidades de diversificación internacional.

Las exportaciones representan una etapa inicial en la diversificación internacional de una empresa que tiene muchas ventajas. Por ejemplo, la empresa tiene la oportunidad de familiarizarse con los mercados internacionales, reducir el riesgo de negocios puesto que amplía su base de clientes, o lograr economías de escala debido al mayor volumen de producción. Ya que no requieren grandes inversiones iniciales, las exportaciones podrían ser una opción viable para empresas pequeñas e incluso para empresas de nueva creación (start-up companies). Sin embargo, las empresas exportadoras suelen ser más grandes y más productivas que las empresas nacionales. Además, varios trabajos (ej: Bernard y Jensen, 1999; Van Biesebroeck, 2005; Wagner, 2007) sostienen que el tamaño y el rendimiento no son consecuencias de la exportación, sino requisitos para que las empresas puedan exportar.

A través de las importaciones, los países obtienen productos y servicios que

### *3. El proceso de internalización*

no están disponibles a nivel nacional o que se comercializan a precios inferiores en el extranjero. Por tanto, las empresas importadoras pueden ser más competitivas y, al mismo tiempo, pueden aumentar su cuota de mercado. Muchos investigadores (ej: Trefler, 1995) observaron que algunos gobiernos emprenden campañas para manipular los sentimientos de la población a través de los medios de comunicación. El objetivo de estas campañas es que los consumidores consuman una cantidad mayor de bienes y servicios locales. Otros trabajos sostienen que las empresas nacionales utilizan las cifras contables para sacar beneficio de las medidas de protección contra las importaciones. Por ejemplo, Jones (1991) pone de manifiesto que las empresas que se benefician de dichas medidas manipulan sus ganancias a la baja para tener más posibilidades de recibir beneficios arancelarios y/o aumentar dicha cantidad otorgada.

Las empresas realizan inversiones directas en el exterior adquiriendo acciones de compañías ya existentes en países extranjeros o constituyendo empresas nuevas en el extranjero (Greenfield investment). El establecimiento de una subsidiaria es generalmente la forma más costosa de internacionalizar la actividad de una empresa, ya que todos los costes y riesgos son sufragados por la empresa. A pesar de este considerable inconveniente, las ventajas asociadas a las inversiones directas extranjeras son importantes. Cuando la ventaja competitiva de una empresa se basa en el control de una competencia tecnológica, el hecho de tener una subsidiaria reduce el riesgo de perder el control sobre dicha competencia. Por esta razón, muchas empresas de alta tecnología prefieren crear sus propias filiales en el extranjero, en lugar de entrar en empresas conjuntas (joint ventures) o acuerdos de licencia. Además, una empresa tiene el control total de las inversiones directas en el exterior, lo que es necesario si dicha empresa va a seguir una estrategia global.

Aparte de los beneficios de los que gozan los inversores extranjeros, las inversiones extranjeras directas pueden traer importantes oportunidades para el país receptor. Una gran ventaja de la apertura de los mercados nacionales a los inversores extranjeros es la oportunidad de atraer capital extranjero, lo que contribuye al crecimiento económico (Boyd y Smith, 1996). Rajan y Zingales (1998) y Stulz (2000) muestran que la integración al mercado mundial mediante la relajación de las restricciones a la inversión extranjera reduce el coste de capital. Kim y Singal (2000) y Chari y Henry (2005) proporcionan evidencia empírica de que las liberalizaciones del mercado de capitales generan crecimiento en la inversión privada y reducen el riesgo sistemático de los valores que permiten la participación del capital extranjero.

El cross-listing representa la cotización de las acciones ordinarias de una empresa en una o varias bolsas extranjeras y supone la aceptación de la

normativa contable del país extranjero en el que la empresa elige cotizar. Por tanto, el cross-listing puede ayudar a superar las limitaciones nacionales con respecto a la calidad de la información financiera haciendo posible que la empresa se comprometa a proporcionar informes financieros de alta calidad. Un mayor nivel de cumplimiento de la normativa contable probablemente genera costes mayores, incluso en la ausencia de la manipulación del resultado (por ejemplo, la aplicación de la ley Sarbanes-Oxley genera costes sustanciales para las empresas de los Estados Unidos). Los costes adicionales del cross-listing se reducen cuando el cumplimiento de la normativa contable se refuerza en el país donde reside la empresa. Por el contrario, estos costes adicionales aumentan cuando el cumplimiento de las normas contables se refuerza en el país extranjero. Supuestamente, la gestión de las ganancias es más costosa en los Estados Unidos que en la Unión Europea, debido a los mecanismos de refuerzo gestionados por la SEC y al mayor riesgo de litigio. Además, el cross-listing en mercados regulados generalmente es monitoreado por la prensa, los abogados corporativos y los analistas financieros.

Algunas de las ventajas esperadas por las sociedades que cotizan en el extranjero son: obtener capital más barato para nuevas inversiones, tener acceso a mercados de capitales extranjeros, permitir que los accionistas mayoritarios desinviertan en un mercado líquido, prepararse para realizar adquisiciones extranjeras, asegurar una mayor protección de los accionistas minoritarios, aumentar su capacidad de conseguir financiación, ampliar su base de accionistas, o simplemente mejorar la reputación de la empresa frente a sus clientes, proveedores y empleados, fortaleciendo de esta manera su posición competitiva. Los costes directos de cotización en una bolsa de los Estados Unidos, que incluyen también los costes asociados con el cumplimiento de los requisitos de la SEC, así como los costes legales y los honorarios de los bancos de inversión, parecen pequeños en comparación con los beneficios asociados a esta forma de internacionalización. En algunos casos, los costes directos iniciales son asumidos por los bancos depositarios, pero los costes principales siguen siendo los asociados al cumplimiento del GAAP extranjero y los costes relacionados con el riesgo de litigio.

Las formas de acceso a los mercados internacionales no son mutuamente excluyentes, por lo que una empresa puede usarlos complementariamente, dependiendo de sus características y estrategia global. Muchos asumen que, en el proceso de internacionalización, las decisiones de las empresas de entrar en un mercado extranjero se ponen en práctica de manera gradual y secuencial. Esto significa que las empresas pasan a la siguiente etapa solo después de que hayan adquirido suficiente experiencia en la fase precedente y la incertidumbre que rodea la siguiente etapa se ha reducido sustancialmente.

### 3.4. Consecuencias de la diversificación internacional

#### **Consecuencias para los usuarios de estados financieros**

La investigación previa proporciona evidencia de que la expansión internacional aumenta la complejidad del procesamiento de la información para analistas (ej: Duru y Reeb, 2002), inversores (ej: Thomas, 1999) y auditores (ej: Krishnan y McDougal, 2005). Por otra parte, el elevado riesgo asociado con la internacionalización no sólo concierne a la empresa, sino que también tiene implicaciones para los usuarios de los estados financieros.

La literatura previa pone de manifiesto que las empresas con un alto nivel de internacionalización reciben previsiones más optimistas, supuestamente porque los analistas desean mantener relaciones favorables con la gerencia con el fin de obtener información útil y oportuna. Por ejemplo, Duru y Reeb (2002) argumentan que, cuando se trata de empresas internacionales, las previsiones de los analistas financieros sobre las ganancias se vuelven menos fiables y presentan mayor sesgo optimista. Herrmann et al., (2008) sostienen que el exceso de optimismo de los analistas ha sido atenuado por la aplicación de la Regulación FD<sup>7</sup>. Exigiendo la difusión completa y simultánea de la información relevante para acabar con el acceso privilegiado a la información material, dicha regulación parece haber reducido o eliminado el incentivo para que los analistas proporcionen previsiones demasiado optimistas para empresas internacionales, mejorando la calidad de las previsiones de los analistas y las decisiones que los inversores toman en base a estos pronósticos.

Reeb et al. (2001) indican que las empresas con altos niveles de actividad internacional tienen mejores calificaciones crediticias y que el coste de la deuda es inversamente proporcional al grado de internacionalización. Estos investigadores sostienen que las agencias de calificación toman en cuenta la actividad internacional de una empresa sólo de manera parcial, lo que da lugar a un sesgo a la baja en las calificaciones crediticias de las empresas internacionales.

De acuerdo con la literatura sobre la distribución de la cartera internacional, los inversores suelen infravalorar los valores extranjeros y favorecer a ciertos países. Cai y Warnock (2006) señalan que los inversores extranjeros y los inversores institucionales de los Estados Unidos prefieren invertir en empresas grandes, líquidas e internacionales, sobreestimando a las multinacionales

---

<sup>7</sup> La Regulación FD (Regulation Fair Disclosure o Reg FD) fue implementada por la SEC en octubre de 2000 y es vigente para las grandes empresas de los Estados Unidos a partir del cuarto trimestre del año 2000. Su objetivo principal es eliminar la información privilegiada, exigiendo que la divulgación de la información material se haga pública de forma simultánea.

estadounidenses. Esta preferencia por las multinacionales estadounidenses indica que los inversionistas de este país obtienen suficiente diversificación internacional a través de acciones de empresas locales. Algunas razones por las que los inversores subestiman las acciones extranjeras pueden ser la escasa protección del inversor en muchos países extranjeros o el hecho de que, en dichos países, el accionista de control típico es un insider<sup>8</sup> (La Porta et al., 1999).

La literatura también pone de manifiesto que los inversores distinguen entre las empresas internacionales y las compañías puramente nacionales. Por ejemplo, Bodnar y Weintrop (1997) sostienen que el valor de la empresa es más sensible a los cambios en los ingresos extranjeros que a las variaciones de los ingresos nacionales. Thomas (1999) defiende que los inversionistas se muestran reacios cuando se trata de ingresos extranjeros y encuentra que, aunque las ganancias extranjeras tienden a ser más persistentes que las ganancias locales, el mercado regularmente subestima su persistencia. Christophe (2002) muestra que la reacción de los inversores es más fuerte a las noticias sobre la reducción de la actividad extranjera. El autor explica esta reacción mediante la incapacidad de los inversores de evaluar las filiales extranjeras debido a dificultades operativas y administrativas y a problemas de agencia causados por la distancia y las leyes extranjeras.

El auditor también se ve afectado por el riesgo asociado con la internacionalización de la empresa, dado el aumento de la complejidad de su trabajo y la falta de directrices específicas. Estas auditorías traen desafíos únicos y mayor riesgo para el auditor debido a diferentes ubicaciones (Gauntt y Glezen, 1996), dispersión de las mismas o requisitos especiales para la información financiera de las subsidiarias.

Según Bell et al. (2001), los auditores asocian a las empresas internacionales con un riesgo de negocio mayor y tratan de reducirlo hasta un nivel aceptable realizando trabajos de auditoría adicionales. De ahí que las empresas multinacionales suelen pagar honorarios de auditoría más altos. Otra consecuencia del mayor riesgo es el conservadurismo mostrado por el auditor. Por ejemplo, Krishnan y McDougal (2005) sostienen que las empresas internacionales tienen más probabilidades de recibir una opinión con salvedad por incertidumbre (going concern opinión), lo que significa que los auditores tratan de evitar la posible pérdida de reputación.

La literatura previamente citada, considerada en su conjunto, sugiere que

---

<sup>8</sup> El insider es una persona que tiene acceso a información confidencial en razón de su cargo o posición.

los usuarios de los estados financieros tienen dificultad para determinar de manera fiable el valor y la persistencia de las ganancias en el caso de las empresas internacionales y, por tanto, suelen mostrar mayor conservadurismo a la hora de evaluarlas.

#### **Requisitos de divulgación**

La creciente complejidad de las actividades internacionales genera una mayor necesidad de información que crea un incentivo para que las empresas proporcionen más información. Según Barry y Brown (1985) y Merton (1987), la prima de riesgo exigida por los inversores para las posibles asimetrías de información que incrementa el coste de capital se podría reducir a través de una mayor divulgación voluntaria. Sin embargo, la teoría sostiene que la probabilidad de divulgación aumenta cuando el gerente confía en la exactitud de su previsión (Dye, 1985; Verrecchia, 1990). Por tanto, el gerente de una empresa internacional tendría menos incentivos para hacer públicas sus expectativas de ganancias debido a las dificultades en la previsión de las ganancias generadas por las actividades internacionales.

Herrmann et al. (2010) proporcionan evidencia de una asociación entre el grado de diversificación internacional y las previsiones de la gerencia sobre las ganancias, documentando una disminución en la frecuencia, la calidad y la fiabilidad de las previsiones de empresas internacionales. En cuanto a los errores de pronóstico, estos investigadores encuentran que las previsiones sobre las ganancias de empresas internacionales eran más fiables y menos sesgadas antes de la implementación de la Regulación FD.

La literatura sobre el impacto de la Regulación FD en los mercados de capitales presenta resultados contradictorios. La evidencia empírica sobre su efecto positivo documenta la reducción de la volatilidad y del coste de capital, el mayor volumen de negociación y eficiencia informativa (Heflin et al., 2003; Bailey et al., 2003). Algunos ejemplos de la influencia negativa de dicha regulación en la calidad de las recomendaciones de los analistas son sus previsiones menos fiables, la mayor dispersión de los pronósticos e informes de investigación menos informativos (Irani y Karamanou, 2003; Agrawal et al., 2006; Mohanram y Sunder, 2006).

Las decisiones de la gerencia con respecto a las previsiones sobre las ganancias también pueden estar influenciadas por el coste de revelar información privada y el coste de agencia. Con respecto a la divulgación de información por segmentos, la evidencia previa muestra que la información sobre la diversificación internacional es confidencial (Ettredge et al., 2006; Berger y Hann, 2007) y que los administradores son menos propensos a divulgar información a medida que

los costes de revelar información privada aumentan (Verrecchia, 1983; Darrough, 1993).

Debido al crecimiento espectacular de la actividad internacional, la información relacionada con la diversificación internacional de la empresa ha ganado cada vez más importancia, hasta convertirse en información esencial para la gerencia y los inversores a la hora de evaluar el impacto de la internacionalización en el rendimiento global de la empresa. Obtener información financiera de alta calidad sobre las empresas multinacionales es complicado, especialmente dadas las diferencias en las normas y prácticas contables en todo el mundo. Para las multinacionales estadounidenses, el desglose de la información financiera por áreas geográficas representa una importante fuente de información. Sin embargo, la calidad de la divulgación varía entre las empresas debido a la falta de directrices detalladas sobre la información que se debe proporcionar por cada segmento geográfico.

Callen et al. (2005) explican la menor variabilidad de los rendimientos relacionados con las ganancias extranjeras mediante los requisitos limitados de divulgación y la definición incoherente de los segmentos geográficos según la norma SFAS 14<sup>9</sup>. Estos investigadores señalan la falta de comparabilidad y coherencia de la información financiera por segmentos entre empresas y dentro de la misma compañía, sugiriendo que la escasa divulgación del resultado de las operaciones extranjeras puede afectar negativamente la percepción del inversor sobre la calidad de las ganancias. Hope y Thomas (2008) encuentran que las empresas multinacionales que ya no revelan las ganancias a nivel de segmentos geográficos bajo el SFAS 131<sup>10</sup>, declaran un aumento de las ventas al extranjero, obtienen menores márgenes de beneficios de la actividad extranjera y son peor valoradas en el periodo posterior a la aplicación del SFAS 131 (todas estas consecuencias son generadas por la mayor dificultad en el seguimiento de la actividad internacional).

Hope et al. (2009) sugieren que la mejor divulgación de las operaciones en

---

<sup>9</sup> En junio de 1997, el FASB ha reemplazado el SFAS 14 con el SFAS 131 porque muchas empresas no estaban proporcionando la información esperada por segmentos.

<sup>10</sup> Teniendo en cuenta que antes del SFAS 131 la mayoría de las empresas dividían sus operaciones en el extranjero en un par de grandes regiones y continentes (Boatsman, et al. 1993), el propósito de esta norma era aumentar el nivel de desagregación de la información geográfica, permitiendo a las empresas divulgar información para los países materiales y agregar los países irrelevantes en un solo segmento. El SFAS 131 también permite que las empresas no revelen las ganancias para los segmentos secundarios. Es decir, las empresas que definan sus principales segmentos de mercado en base a cualquier otro criterio que no sea el área geográfica, están obligadas a revelar solamente las ventas y los activos por cada segmento geográfico, de ahí que la capacidad de los inversores para entender las operaciones en el extranjero podría verse afectada.

el extranjero mejora la percepción de los inversores. Estos autores muestran que, a la hora de valorar las ganancias extranjeras de una empresa, los inversionistas tienen en cuenta los requisitos de divulgación geográfica impuestos por la norma SFAS 131. Específicamente, Hope et al. (2009) ponen de manifiesto que el resultado de la actividad extranjera de las empresas que aumentan el número de segmentos geográficos o siguen proporcionando información financiera a nivel de áreas geográficas como lo hicieron bajo la norma anterior, es considerado más fiable que el de las empresas que reducen el número de segmentos. Esto genera menos "ruido" y asimetrías informativas a la vez que rebaja el coste de la información para los inversores.

En conclusión, las empresas internacionales tienen más incentivos a facilitar información financiera pública teniendo en cuenta la demanda de información, el riesgo de litigio y el riesgo de perder la reputación. Dichas empresas también tienen incentivos para disminuir el nivel de divulgación dados los costes de revelar información privada y los costes de agencia.

#### **4. El efecto de la internacionalización en la calidad de las ganancias**

##### **4.1. Revisión de la literatura sobre la internacionalización de la empresa y la calidad de las ganancias**

###### ***Las operaciones en el extranjero y la calidad del resultado***

Las operaciones extranjeras implican países de todo el mundo, con diferentes condiciones económicas, estructuras políticas, fuerzas competitivas, oportunidades de crecimiento y normas gubernamentales. Teniendo en cuenta el crecimiento espectacular de las operaciones en el extranjero a lo largo de los años, analizar el impacto de las ganancias generadas en el extranjero en la calidad de las ganancias totales de la empresa es una cuestión importante.

Puesto que la calidad del resultado varía entre países (Leuz et al., 2003), la creciente globalización crea una serie de retos para los usuarios de los estados financieros. La conversión de la moneda extranjera y la información financiera por segmentos geográficos son algunos de los ejemplos obvios, pero las operaciones en el extranjero pueden influir en la calidad de las ganancias de varias formas. Debido a las diferencias entre países en cuanto a leyes, políticas fiscales, idiomas y nivel de competitividad local, las operaciones en el extranjero tienden a ser más difíciles de controlar y están sujetas a más riesgos e incertidumbre (Jensen, 1986; Christophe, 2002).

La literatura sobre la diversificación internacional considera también el papel de la discrecionalidad directiva y su impacto en la calidad de las ganancias. La

separación de la propiedad y el control en las empresas internacionales puede provocar una falta de confianza en la información financiera. Es decir, la internacionalización puede llevar a un problema de riesgo moral entre dueños/inversores y directivos ya que estos últimos podrían actuar para obtener más control e influencia (Jensen y Meckling, 1976). De hecho, la teoría de la agencia indica que "las estrategias de diversificación representan decisiones corporativas en las que un conflicto fundamental de intereses existe entre los administradores y los accionistas" (Denis et al., 1999). Bodnar et al. (1999) plantean que la supervisión de los gerentes en la toma de decisiones puede ser más difícil en una empresa compleja, diversificada a nivel mundial. Christophe (2002) encuentra que las ganancias pueden ser menos informativas para las partes interesadas si los administradores tienen a su disposición un flujo de caja libre que gastan en inversiones inadecuadas con valor presente neto negativo, llevadas a cabo principalmente en beneficio de la gerencia. Dadas estas circunstancias, es más probable que los gerentes de las empresas con operaciones en el extranjero manipulen las cifras contables, el problema de riesgo moral y los costes de control rebajando la calidad de las ganancias.

La evidencia en cuanto a la persistencia de las ganancias extranjeras presenta resultados contradictorios. Por ejemplo, Thomas (1999) documenta que las ganancias extranjeras son más persistentes que las de origen nacional. Según Khurana et al. (2003), las empresas con operaciones en el extranjero tienen ingresos más persistentes. Fan (2008) muestra que las multinacionales estadounidenses utilizan más a menudo las ganancias extranjeras para evitar las pérdidas. En la práctica, los analistas parecen subestimar la persistencia del resultado generado en el extranjero, lo que contribuye a la inexactitud de sus pronósticos sobre las empresas con operaciones en el extranjero.

Los resultados empíricos de Hu et al. (2010) muestran que las ganancias de las empresas con operaciones internacionales generalmente son menos conservadoras que el resultado de aquellas que solamente llevan a cabo operaciones nacionales. Este hallazgo sugiere que la calidad de las ganancias es peor en las empresas internacionales. Los investigadores concluyen que la divulgación "limpia", es decir que la información financiera se presente por separado para cada región geográfica, continente o país donde la empresa opera y genera ingresos por ventas, sí que mejora la calidad de las ganancias.

Como respuesta a la baja calidad potencial de las ganancias extranjeras, los reguladores de los Estados Unidos han establecido requisitos de divulgación para las operaciones internacionales (Berger y Hann, 2003; Herrmann y Thomas, 2000; Lobo et al., 1998). Por ejemplo, la SEC requiere que las compañías revelen los componentes de las ganancias (pérdidas) antes de impuestos según su fuente

#### *4. El efecto de la internalización en la calidad de las ganancias*

(nacional o extranjera). Además, el SFAS 14 y, posteriormente, el SFAS 131 requieren información (ventas, beneficio operativo y activos) para las operaciones en el extranjero. Estas revelaciones específicas deberían mitigar los problemas de riesgo moral relacionados con las operaciones extranjeras y, por tanto, se espera que mejoren la calidad de las ganancias.

Dyreg et al. (2011) ponen de manifiesto que las empresas con extensas operaciones en paraísos fiscales manipulan más el resultado, y dicha manipulación se concentra en las ganancias extranjeras. Sin embargo, teniendo en cuenta el hecho de que las empresas de su muestra tienen operaciones nacionales y extranjeras de la misma magnitud, estos autores concluyen que la gestión del resultado parece ser más predominante en los ingresos nacionales que en los extranjeros.

A pesar de la gran cantidad de trabajos, todavía no se sabe con certeza dónde las empresas multinacionales suelen manipular sus números contables y si la gestión del resultado se ve afectada por los sistemas institucionales locales en los que operan sus filiales en el extranjero.

#### ***La propiedad extranjera y la calidad de la información contable***

La suposición general es que el capital extranjero está positivamente relacionado con la calidad de las ganancias ya que reduce la capacidad de los insiders para manipular las ganancias con el fin de obtener beneficios privados. Por ejemplo, Khanna y Palepu (2000) utilizan una muestra de empresas indias para observar que, a medida que los mercados emergentes se integran en la economía mundial, el papel de los inversionistas extranjeros como supervisores se vuelve cada vez más importante ya que podría reducir la discrecionalidad de los gerentes.

Frydman et al. (1999) encuentran una asociación positiva entre la propiedad extranjera y el rendimiento de la empresa después de su privatización, argumentando que los recursos financieros, los conocimientos y la experiencia de gobierno corporativo representan una ventaja de los propietarios extranjeros sobre los propietarios locales en la supervisión de los insiders. Según Dyck (2001), los inversores extranjeros preocupados por su reputación ejercen un control estricto sobre los directivos que debería resultar en un mayor rendimiento postprivatización. Chhibber y Majumdar (1999) sostienen que las compañías indias cuyos accionistas de control son extranjeros tienen un rendimiento superior. D'Souza et al. (1999) sugieren que la propiedad extranjera contribuye a la mayor eficiencia de las empresas privatizadas. Wei et al. (2005) sostienen que entre la propiedad extranjera y el valor de la empresa medido a través del ratio  $q$  de Tobin hay una correlación positiva y significativa. Por otro lado, Ben-Nasr et al.

(2009) encuentran evidencia débil de que los inversores extranjeros se asocian con mayor conservadurismo a la hora de informar sobre los cambios negativos de las ganancias. Los resultados de Bagaeva et al. (2008) no confirman la hipótesis de que las empresas rusas no cotizadas controladas por inversionistas extranjeros tienen ganancias de mejor calidad que las empresas rusas cuyos propietarios son exclusivamente locales, pero encuentran evidencia de que las empresas rusas no cotizadas con propiedad extranjera reconocen las ganancias económicas de manera más oportuna que las otras.

Otro presunto beneficio de la inversión extranjera es la exigencia de mayor transparencia corporativa y mejor gobierno corporativo. Stulz (1999) muestra que, cuando los mercados de capitales nacionales se abren a los inversores extranjeros, los requerimientos de buen gobierno corporativo y transparencia aumentan. Los requisitos estrictos de divulgación, que los extranjeros imponen, mejoran la transparencia, incrementan el control de la gerencia y disciplinan a los directivos (Phani et al., 2005). Bradshaw et al. (2004) encuentran que hay mayor propiedad estadounidense en empresas extranjeras que emplean métodos contables coherentes con el US GAAP, sugiriendo que los inversionistas estadounidenses prefieren las empresas con mayor transparencia contable. Jiang y Kim (2004) sostienen que la propiedad extranjera se asocia con mayor transparencia corporativa y asimetrías de información inferiores. Los resultados de Gul et al. (2010) también sugieren que la presencia de los inversionistas extranjeros mejora la información divulgada.

### ***La inversión directa en el extranjero y la calidad de las ganancias***

Hay escasa literatura previa que examine dónde, dentro de una empresa multinacional, se manipulan las ganancias, pero muchos trabajos analizan la calidad de las ganancias en todo el mundo. Por ejemplo, Leuz et al. (2003) utilizan una muestra de más de 8.000 empresas de 31 países diferentes y obtienen evidencia de que la gestión de las ganancias es más probable que ocurra en las empresas que se encuentran en países donde la protección de los inversores es débil. Beuselinck et al. (2010) analizan la manipulación del resultado en las filiales europeas de las corporaciones multinacionales residentes en países de la Unión Europea y encuentran que una subsidiaria es más propensa a manipular sus cifras contables cuando la calidad institucional en su país de origen es baja. Estos autores concluyen que la calidad de los informes financieros de la filial también depende de las características de su matriz. En la misma línea, Dyreng et al. (2011) ponen de manifiesto que las ganancias se manipulan menos cuando una empresa tiene filiales en países extranjeros con un fuerte estado de derecho. Es decir, el estado de derecho es importante tanto en la jurisdicción de la sociedad matriz como en la de sus filiales. Los resultados de Durnev et al.

#### *4. El efecto de la internalización en la calidad de las ganancias*

(2009) muestran que las empresas offshore manipulan más su contabilidad, debido al permisivo entorno legal y normativo de los centros financieros offshore.

##### ***El cross-listing y la calidad del resultado***

La literatura previa pone de manifiesto que el cross-listing puede tener una influencia positiva sobre las prácticas contables y el rendimiento de la empresa. Charitou y Louca (2009) encuentran que la rentabilidad de las empresas que cotizan en bolsas extranjeras mejora después del cross-listing. Según Lang et al. (2003), las empresas extranjeras cotizadas en los Estados Unidos (en comparación con empresas equivalentes que no cotizan en este país) son más rentables, tienen un ratio PER (price to earnings ratio) superior, son menos propensas a gestionar el resultado y sus ganancias están fuertemente correlacionadas con los precios de las acciones. Huijgen y Lubberink (2005) sostienen que las ganancias de las empresas de Reino Unido que cotizan en los Estados Unidos son significativamente más conservadoras que las ganancias de las empresas de Reino Unido que no cotizan en una bolsa estadounidense. Su hallazgo sugiere que las empresas usan el conservadurismo contable para comprometerse a cumplir los exigentes requisitos sobre la información financiera. Del mismo modo, Crawford y Piotroski (2006) encuentran que el cross-listing en los Estados Unidos afecta de manera positiva al reconocimiento oportuno de las pérdidas.

Cuando una empresa toma la decisión de hacer cross-listing, acepta someterse a la normativa de una jurisdicción diferente, lo que tiene implicaciones también para la calidad de sus ganancias. Königsgruber (2009) analiza las opciones estratégicas impulsadas por las diferencias en el rigor con el que se aplican las normas de información financiera y muestra que, incluso en ausencia de costes directos de cotización, si la aplicación más rigurosa hace que la gestión del resultado sea más costosa, entonces el cross-listing se puede utilizar para señalar la alta calidad de la información financiera. Este investigador considera que la decisión de cotizar en el extranjero repercute en la calidad de la información financiera tanto en el país donde reside la empresa como en el país donde cotiza. Por tanto, las empresas que hacen cross-listing aumentarán o disminuirán su nivel de manipulación contable, pero las empresas que permanecen en el país de origen disminuirán, en general, su nivel de gestión de las ganancias después de que otras empresas hayan tomado decisiones de cross-listing. Sus resultados confirman los hallazgos de Stulz (1999), según los cuales la globalización reduce los costes de la información y los costes de agencia, porque una vez que una empresa tiene la oportunidad de participar en los mercados de capitales globales y elige no hacerlo, esta elección revela información importante sobre la empresa.

Los trabajos de Eng y Lin (2011) comparan la calidad de la información financiera de empresas chinas que cotizan en los Estados Unidos y Hong Kong con la calidad de empresas chinas que no hacen cross-listing. Los resultados indican que, en ambas submuestras, las empresas manipulan las cifras contables mediante las prácticas de alisamiento de los beneficios y los justes por devengo. Según estos investigadores, el sistema jurídico e institucional y la protección de los inversores en mercados extranjeros como los de Estados Unidos y Hong Kong juegan un papel importante en la mejora de la calidad de la información. Sin embargo, estos autores no encuentran ninguna evidencia de que las empresas que hacen cross-listing sean superiores a las empresas que no cotizan en el extranjero en cuanto a la calidad de la información contable medida a través de la gestión del resultado y el reconocimiento oportuno de las pérdidas. Es decir, el cross-listing no ha cambiado las prácticas contables de las empresas chinas.

Los resultados de otros estudios muestran que las empresas extranjeras que cotizan en bolsas de los Estados Unidos manipulan menos sus ganancias debido al mejor gobierno corporativo y a la mayor transparencia del sistema informativo. Sus cifras contables son más conservadoras, lo que significa que estas empresas reconocen las malas noticias antes y sus ganancias están altamente asociadas con el precio de las acciones (Lang et al., 2003). Esto sugiere que el cross-listing en los Estados Unidos mejora la calidad de la información contable (porque las empresas que hacen cross-listing en este país manipulan menos sus ganancias), pero no en la medida en que su calidad sea comparable a la calidad de las ganancias de empresas estadounidenses (porque las empresas extranjeras que cotizan en los Estados Unidos manipulan las ganancias más que las empresas locales).

Lang et al. (2006) comparan las ganancias de empresas estadounidenses con las ganancias reconciliadas de empresas extranjeras cotizadas en este país y encuentran que, a pesar de que ambos grupos de empresas aplican el US GAAP, las últimas muestran más indicios de manipulación contable, menor conservadurismo en cuanto al reconocimiento oportuno de las pérdidas y menor relevancia. Esto significa que el cross-listing no puede mitigar completamente los efectos de la aplicación débil de las normas contables en el país de residencia (Lang et al., 2006). Además, sus resultados indican que la manipulación de las ganancias es más pronunciada cuando las empresas extranjeras provienen de países con una protección débil de los inversores locales, lo que indica que las instituciones del país de origen influyen en el comportamiento de las empresas que hacen cross-listing. Esto sugiere que la SEC no logra la eliminación total del efecto que la débil protección del inversor tiene en el mercado local.

Lang et al. (2006) también comparan los resultados de empresas

#### 4. El efecto de la internalización en la calidad de las ganancias

extranjeras cotizadas en los Estados Unidos que pretenden preparar sus cuentas locales según US GAAP y aquellas que proporcionan sólo una reconciliación. Los resultados indican que ambos grupos manipulan sus ganancias en mayor medida que las empresas de los Estados Unidos. Los resultados son más fuertes para las empresas que proporcionan cifras reconciliadas, lo que significa que el requisito de presentar sólo una reconciliación (en lugar de proporcionar un conjunto completo de cuentas según US GAAP) podría explicar parcialmente esta situación.

Estos hallazgos refuerzan la conclusión de Ball et al. (2000) según la cual los requerimientos contables similares no necesariamente generan cifras contable comparables si las diferencias institucionales subyacentes son importantes. Incluso en los Estados Unidos, que tiene la reputación de mercado especialmente exigente, las diferencias en los sistemas institucionales pueden afectar significativamente las ganancias divulgadas por las empresas. Además, los resultados sugieren que, incluso entre las empresas que comparten el marco regulatorio y legal de los Estados Unidos, los incentivos pueden diferir dependiendo del grado de aplicación de la normativa contable y de la responsabilidad legal.

#### 4.2. Hipótesis de investigación

Nuestro trabajo pretende estudiar el efecto de la internacionalización de la empresa sobre la calidad de sus ganancias. Para analizar este tema, consideramos dos dimensiones de la internacionalización de la empresa: las operaciones en el extranjero y la propiedad extranjera. Como medidas de calidad de las ganancias utilizamos la opinión de auditoría y el valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales estimados según el modelo de Jones (1991).

La investigación académica indica que las operaciones en el extranjero pueden asociarse con mayor riesgo, potencial manipulación por parte de la gerencia, asimetrías de información y divulgación insuficiente. Por tanto, es probable que la calidad de las ganancias de estas empresas se vea afectada. Estudios previos muestran que los analistas tratan de forma diferente a las empresas con operaciones en el extranjero porque las asocian con previsiones menos fiables que presentan mayor sesgo optimista (Duru y Reeb, 2002).

De acuerdo con la literatura contable sobre las operaciones extranjeras, esperamos que la actividad exterior tenga un impacto negativo en la calidad de las cifras contables debido a la complejidad y opacidad que caracteriza a este tipo de operaciones. Por tanto, formulamos la siguiente hipótesis:

*Hipótesis 1: Existe una relación negativa entre las operaciones en el extranjero y la calidad de las ganancias.*

Supuestamente, la propiedad extranjera se asocia con un mejor seguimiento y control de las decisiones adoptadas por los directivos y con una demanda de mayor transparencia empresarial, por lo que se espera que reduzca los beneficios privados del control. De acuerdo con Dahlquist y Robertson (2001), puesto que su papel se asemeja al de los inversores institucionales, la propiedad extranjera puede ser un mecanismo eficaz y complementario de la estructura de gobierno corporativo para supervisar a la gerencia y evitar la toma de decisiones que no maximizan el valor de la empresa. De ahí que, se espera que los inversores extranjeros mejoren la calidad de las ganancias ya que su presencia reduce la capacidad de los insiders para manipular las ganancias para fines privados. Partiendo de estas conclusiones, se podría anticipar que el simple hecho de tener inversionistas extranjeros es suficiente para garantizar una mayor calidad de las ganancias. La hipótesis a probar sería la siguiente:

*Hipótesis 2: La propiedad extranjera mejora la calidad de las ganancias.*

Sin embargo, la literatura también ha mostrado que la calidad de las ganancias es mayor en países con un fuerte estado de derecho (ej.: Leuz et al., 2003), donde la contabilidad se ha desarrollado mucho más que en países como España, con una protección débil de los inversores y sistemas de contabilidad menos desarrollados. Dyreng et al. (2011) sostienen que el estado de derecho es importante tanto en la jurisdicción de la sociedad matriz como en la de las filiales de la empresa. Los dos países que representan claramente el tipo de modelo contable que según la literatura previa produce cifras contables de mayor calidad son los Estados Unidos y el Reino Unido. Por tanto, predecimos que la calidad del resultado aumentará con la propiedad extranjera en mayor medida cuando los accionistas extranjeros provienen de uno de estos dos países con sistemas de contabilidad de alta calidad. En consecuencia, nuestra tercera hipótesis afirma lo siguiente:

*Hipótesis 3: Los accionistas extranjeros mejoran la calidad de las ganancias en mayor medida cuando provienen de los Estados Unidos o el Reino Unido.*

### 4.3. Selección y medición de las variables

#### **Medidas de calidad**

Las proxies de calidad de las ganancias utilizadas en esta investigación son la opinión de auditoría y el valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales. La opinión de auditoría de las empresas incluidas en la muestra, que se describe más adelante, se obtiene de la base de datos SABI y los accruals discrecionales se calculan utilizando la versión de corte transversal del modelo Jones, propuesta por DeFond y Jiambalvo (1994). La información contable

#### 4. El efecto de la internalización en la calidad de las ganancias

necesaria para estimar esta medida de calidad de las ganancias también se obtiene de la base de datos SABI.

##### **La opinión de auditoría**

El informe de auditoría es una parte importante del informe anual de la empresa y transmite a los usuarios de información financiera si los estados financieros expresan de manera justa y veraz la situación económico-financiera de la empresa (Hua, 1997). En España, hay cuatro clases de opiniones de auditoría. La opinión favorable (o limpia) establece que los estados financieros proporcionan la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la empresa con arreglo a los principios de contabilidad generalmente aceptados. La opinión con salvedades (o calificada) se emite cuando el auditor encuentra algunos aspectos que no cumplen los principios contables generalmente aceptados, pero el resto de los estados financieros presentan la imagen fiel de la empresa. La opinión de auditoría es desfavorable (o adversa) cuando el auditor considera que los estados financieros son erróneos o falsos y, por tanto, no expresan la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la empresa. El auditor emite una opinión denegada cuando es incapaz de realizar su trabajo y no puede formarse una opinión sobre los estados financieros. Por tanto, el hecho de que el auditor emita un informe de auditoría no limpio puede considerarse un indicador de mala calidad de la contabilidad. En base a este argumento, nuestra primera proxy de calidad de las ganancias, OP, es una variable dicotómica que toma el valor 1 si la empresa recibe una opinión con salvedades, desfavorable o denegada y 0 de otra manera (opinión limpia).

La literatura previa pone de manifiesto que las salvedades por incertidumbre (going concern opinion) proporcionan información útil para los inversores y predicen el futuro fracaso empresarial o quiebra (ej.: Elliott, 1982; Dodd et al., 1984; Loudder et al., 1992; Jones, 1996). Se considera que este tipo de salvedades señalan el desempeño insatisfactorio de la empresa, siendo asociadas con reacciones de mercado muy negativas y con el posterior fracaso de la empresa. Hua (1997) considera que las opiniones de auditoría con salvedades se asocian generalmente con empresas arriesgadas y menos rentables. Es decir, el riesgo percibido de las empresas que reciben una opinión de auditoría calificada se incrementa cuando existen altos niveles de ajustes por devengo, que aumentan progresivamente el coste de capital (Li et al., 2009). Dopuch et al. (1986), Choi y Jeter (1992) y Loudder et al. (1992) documentan reacciones negativas de los precios de las acciones a las opiniones calificadas, lo que significa que los inversores consideran que los informes de auditoría con salvedades son informativos.

### **El valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales**

El valor absoluto del componente anormal de los ajustes por devengo se ha utilizado ampliamente en la literatura para medir la discrecionalidad contable de la empresa. Cuanto mayor es el valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales, más baja es la calidad de las ganancias (ej.: Dechow et. al., 1995).

De acuerdo con la investigación previa, nuestra medida de discrecionalidad contable se estima usando la versión de corte transversal del modelo de Jones (1991) (DeFond y Jiambalvo, 1994). A pesar de sus limitaciones, los modelos de tipo Jones son las opciones más populares para la estimación de los accruals discrecionales en la literatura sobre la manipulación de las ganancias. De acuerdo con DeFond y Jiambalvo (1994), estimamos el modelo (1) para cada combinación de industria y año.

$$ACCRUALS_{it} = \alpha + \beta_1 \Delta SALES_{it} + \beta_2 PPE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

donde:

$ACCRUALS_{it}$ : son los ajustes por devengo de explotación de la empresa  $i$  en el año  $t$ , calculados directamente como la diferencia entre el resultado de explotación y los flujos de caja de explotación, y deflactados por los activos totales en  $t-1$ <sup>11</sup>.

$\Delta SALES_{it}$ : es la variación anual en el año  $t$  de los ingresos por ventas de la empresa  $i$ , calculada como las ventas del año  $t$  menos las ventas del año  $t-1$ , y deflactada por los activos totales en  $t-1$ .

$PPE_{it}$ : es el nivel del inmovilizado material de la empresa  $i$  en el año  $t$ , deflactado por los activos totales en  $t-1$ .

El modelo de Jones supone que la cantidad normal de accruals depende tanto del cambio en los ingresos por ventas como del nivel del inmovilizado material. Por tanto, las predicciones del modelo (1) miden la cantidad normal o esperada de ajustes por devengo, mientras que los residuos representan el componente anormal o discrecional de los accruals, que generalmente se utiliza como proxy de la discrecionalidad contable de la empresa. Seguimos este enfoque y utilizamos el valor absoluto de los residuos del modelo (1) ( $|DAC|$ ) como medida de calidad de las ganancias. El modelo se ha estimado para cada

---

<sup>11</sup> Según el nuevo Plan General Contable español promulgado en 2007, las grandes empresas españolas, como las que se incluyen en nuestra muestra, están obligadas a preparar el estado de flujos de efectivo a partir del año 2008. Por tanto, los ajustes por devengo se pueden calcular directamente en lugar de utilizar el enfoque tradicional indirecto utilizado previamente en la literatura.

#### 4. El efecto de la internalización en la calidad de las ganancias

combinación año y sector.

Trabajos previos sobre la gestión del resultado (ej.: Healy, 1985; DeAngelo, 1986; Jones, 1991) documentan que los altos niveles de los ajustes por devengo anormales en valor absoluto indican manipulaciones de las ganancias, y, por tanto, deben asociarse con una opinión de auditoría con salvedades. Estudios como los de Francis y Krishnan (1999), Bartov et al. (2001), o Bradshaw et al. (2001) analizan la probabilidad de que una empresa reciba una opinión de auditoría calificada en asociación con el nivel de los accruals totales o accruals anormales. Estos estudios, todos con datos de empresas estadounidenses, encuentran una asociación positiva entre los ajustes por devengo anormales (y totales) y los informes de auditoría calificados. Según Bartov et al. (2001), si los ajustes por devengo discrecionales indican la manipulación de las ganancias, cuanto mayor es el valor absoluto de los accruals discrecionales, peor es la calidad del resultado y mayor debería ser la probabilidad de recibir una opinión con salvedades.

##### 4.4. Especificación de los modelos empíricos

Este trabajo utiliza dos modelos – el modelo de la opinión de auditoría (OP) (2) y el modelo de los ajustes por devengo discrecionales (|DAC|) (3) – para analizar el efecto de la internacionalización de la empresa en la calidad de las ganancias. Las proxies de internacionalización son las operaciones extranjeras, la propiedad extranjera y la propiedad de los Estados Unidos o Reino Unido, mientras que la calidad de las ganancias se mide a través de la opinión de auditoría y el valor absoluto de los accruals anormales.

Los modelos que se estiman son los siguientes:

$$OP_{it} = \alpha + \beta_1 |DAC|_{it} + \beta_2 FOREIGNOPER_{it} + \beta_3 OWNFOREIGN_{it} + \beta_4 OWNUSUK_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 BIG_{it} + \beta_9 OWNCONC_{it} + \beta_{10} INDUSTRY_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$|DAC|_{it} = \alpha + \beta_1 FOREIGNOPER_{it} + \beta_2 OWNFOREIGN_{it} + \beta_3 OWNUSUK_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 BIG_{it} + \beta_8 OWNCONC_{it} + \beta_9 INDUSTRY_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

donde:

*OP*: variable dicotómica que toma el valor 1 si la empresa recibe una opinión con salvedades, desfavorable o denegada, 0 en caso contrario (es decir, una opinión limpia).

*|DAC|*: el valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales, estimados según el modelo de Jones (1).

*FOREIGNOPER*: variable dicotómica igual a 1 si la empresa tiene operaciones en el

extranjero (importación, exportación o ambas), 0 en caso contrario.

*OWNFOREIGN*: variable dicotómica igual a 1 si la empresa tiene al menos una compañía extranjera como accionista, 0 en caso contrario.

*OWNUSUK*: variable dicotómica igual a 1 si la empresa tiene al menos una compañía de los Estados Unidos o Reino Unido como accionista, 0 en caso contrario.

*ROA*: rentabilidad económica, aproximada a partir del resultado neto dividido entre los activos totales.

*LEV*: endeudamiento, aproximado a partir de la deuda total dividida entre los fondos propios.

*SIZE*: tamaño de la empresa, medido a través del logaritmo de las ventas.

*BIG*: variable dicotómica igual a 1 cuando el auditor es una de las empresas Big 4, 0 en caso contrario.

*OWNCONC*: concentración de la propiedad, medida a través del logaritmo del número de accionistas.

*INDUSTRY*: diez variables dicotómicas para cada submuestra correspondiente al primer dígito del código CNAE 2009; cada variable dicotómica es igual a 1 si la empresa pertenece a esa industria, 0 en caso contrario.

En base a la literatura previa sobre la calidad de la información contable, la variable dependiente es, en cada uno de los modelos planteados, una aproximación empírica distinta de la calidad. En el primer modelo, la calidad de la información contable se mide a partir de la opinión del auditor, mientras que en el segundo modelo, la calidad se aproxima en base al valor absoluto del componente discrecional de los ajustes por devengo. Los regresores de ambos modelos son, por un lado, las variables representativas de la internacionalización de la empresa con las que vamos a contrastar nuestras hipótesis (*FOREIGNOPER*, *OWNFOREIGN* y *OWNUSUK*) y, por otro lado, las variables de control representativas de factores que la literatura indica que están relacionadas con la calidad de la información contable: la rentabilidad económica, el endeudamiento, el tamaño de la empresa, el tamaño del auditor y la concentración de la propiedad. Los modelos también incluyen dummies sectoriales y de año y han sido estimados para la muestra de empresas considerada en el periodo 2009-2010.

### ***Variables de control***

Rentabilidad económica (*ROA*): Controlamos por la rentabilidad económica a

#### 4. El efecto de la internalización en la calidad de las ganancias

través del ratio ROA. De acuerdo con Skinner y Sloan (2002) y Matsumoto (2002), quienes sugieren que las empresas con mayores perspectivas de crecimiento son más propensas a manipular las ganancias, anticipamos que el ROA está positivamente relacionado con los ajustes por devengo discrecionales y, por tanto, con la opinión de auditoría.

Endeudamiento (*LEV*): Utilizamos el nivel de endeudamiento como proxy para las restricciones financieras de la empresa, porque cuando una empresa se enfrenta a dificultades financieras tiende a manipular sus ganancias con el fin de protegerse de las medidas adoptadas por los acreedores (Park y Shin, 2003). En sus trabajos, DeFond y Jiambalvo (1994), Dechow et al. (1995), Warfield et al. (1995) y Park y Shin (2003) sostienen que el nivel de endeudamiento es positiva y significativamente relacionado con los ajustes por devengo discrecionales. En la misma línea, predecimos un signo positivo para el endeudamiento, lo que supone que las empresas con mayor riesgo de quiebra tienen mayores accruals anormales. Extrapolando esta suposición al informe de auditoría, esperamos la misma relación entre el nivel de endeudamiento y la opinión de auditoría: cuando el riesgo financiero aumenta, hay mayor probabilidad de recibir una opinión de auditoría no limpia.

Tamaño de la empresa (*SIZE*): Controlamos por el tamaño de la empresa mediante el logaritmo de las ventas y esperamos que su coeficiente sea negativo, lo que significa que las grandes empresas tendrían accruals anormales menores. Esta predicción está basada en el hecho de que las grandes empresas suelen tener sistemas de control interno más sofisticados y auditores internos más competentes en comparación con las empresas más pequeñas. Además, las grandes empresas generalmente son auditadas por una de las grandes auditoras (Big 4) que son consideradas de mayor calidad que las empresas de auditoría más pequeñas. Otra explicación es el hecho de que las grandes empresas tienen en cuenta los costes de perder la reputación al manipular sus ganancias debido a un mayor escrutinio por parte de los analistas financieros e inversionistas (Zhou y Elder, 2001). Aplicando la misma lógica, anticipamos que las grandes empresas tienen menos probabilidades de recibir una opinión de auditoría calificada.

Tamaño del auditor (*BIG*): En general, el tamaño del auditor se asocia positivamente con la calidad de la auditoría. Al parecer, las grandes auditoras son más independientes y el riesgo de perder su reputación les obliga a proporcionar auditorías de alta calidad. Nelson et al. (2002) encuentran evidencia de que las grandes auditoras detectan los intentos de manipulación de las ganancias y requieren a sus clientes que hagan los ajustes pertinentes. Además, hay evidencia que indica que las grandes auditoras suelen ser demandadas con menos frecuencia y son sancionadas menos por los organismos reguladores (Palmrose,

1988; Feroz et al., 1991). Por tanto, se espera que las empresas auditadas por una de las cuatro grandes auditoras manipulen menos sus ganancias. De acuerdo con la literatura previa, esperamos una relación negativa entre el tamaño del auditor y los ajustes por devengo discrecionales. En cuanto a la opinión de auditoría, ya que se espera que las grandes auditoras emitan informes de auditoría calificados con más frecuencia que los auditores pequeños, predecimos una asociación positiva entre el tamaño del auditor y la probabilidad de emitir una opinión no limpia.

Concentración de la propiedad (*OWNCONC*): Calculada como el logaritmo del número de accionistas. Por tanto, cuanto más se acerca su valor a cero, más concentrada es la propiedad y más probabilidades hay para manipular las ganancias a través de los ajustes por devengo discrecionales. Esperamos que la concentración de la propiedad se relacione positivamente con la gestión del resultado y, en consecuencia, con la opinión de auditoría porque los accionistas mayoritarios tienen más incentivos para manipular las ganancias dado su alto potencial de expropiación. Por el contrario, las empresas con propiedad dispersa son menos propensas a gestionar sus ganancias, ya que hay una mayor demanda de información financiera de alta calidad.

#### 4. El efecto de la internalización en la calidad de las ganancias

Las variables utilizadas en los modelos (2) y (3) se describen en la Tabla 1.

**TABLA 1**

<b>Variable</b>	<b>Significado</b>	<b>Medición</b>	<b>Modelo OP(2)</b>	<b>Modelo  DAC  (3)</b>
<i>OP</i>	Opinion de auditoría	Variable dicotómica que toma el valor 1 si la empresa recibe una opinión con salvedades, desfavorable o denegada, 0 en caso contrario.		
DAC	Valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales	Estimados según el modelo de Jones (1).	+	
<i>FOREIGNOPER</i>	Operaciones en el extranjero	Variable dicotómica igual a 1 si la empresa tiene operaciones en el extranjero (importación, exportación o ambas), 0 en caso contrario.	+	+
<i>OWNFOREIGN</i>	Propiedad extranjera	Variable dicotómica igual a 1 si la empresa tiene al menos una compañía extranjera como accionista, 0 en caso contrario.	-	-
<i>OWNUSUK</i>	Propiedad extranjera de los Estados Unidos	Variable dicotómica igual a 1 si la empresa tiene al menos una compañía de los Estados Unidos o Reino Unido como accionista, 0 en caso contrario.	-	-
<i>ROA</i>	Rentabilidad económica	Resultado neto dividido entre activos totales.	+	+
<i>LEV</i>	Endeudamiento	Deuda total dividida entre fondos propios.	+	+
<i>SIZE</i>	Tamaño de la empresa	Logaritmo de las ventas.	-	-
<i>BIG</i>	Tamaño del auditor	Variable dicotómica igual a 1 cuando el auditor es una de las empresas Big 4, 0 en caso contrario.	+	-
<i>OWNCONC</i>	Concentración de la propiedad	Logaritmo del número de accionistas.	-	-
<i>INDUSTRY</i>	Dummies sectoriales	Dummies sectoriales		

#### 4.5. Selección y descripción de la muestra

Para contrastar empíricamente nuestras hipótesis, utilizamos la sección de accionistas y empresas participadas de la base de datos SABI. En particular, seleccionamos una muestra formada por las empresas españolas no financieras que en 2009 tenían un activo total superior a 100 millones de euros. Elegimos el año 2009 porque es el período más reciente para el cual la base de participaciones empresariales de SABI ofrece información completa sobre accionistas y empresas participadas, como: número de accionistas/empresas participadas; nombre, país de origen, tipo y porcentaje de participación para cada

accionista/ empresa participada. Para cada empresa identificamos los accionistas de control, los accionistas minoritarios y las inversiones directas en el extranjero que resultan o no en control, de acuerdo con la siguiente definición del control: un accionista controla a una empresa si su porcentaje de participación es de al menos el 50,01%. Según el tipo de inversor, establecemos si el accionista es una persona física o jurídica. Hemos analizado solamente el impacto de los accionistas extranjeros que son personas jurídicas, asumiendo que este tipo de accionistas es el que tiene en todo caso influencia en el sistema contable de una empresa. Por tanto, de ahora en adelante, cuando hablamos del efecto de la propiedad extranjera en la calidad de las ganancias nos estamos refiriendo a empresas extranjeras que tienen acciones en empresas españolas. Las opiniones de auditoría y la información contable necesaria para estimar los ajustes por devengo discrecionales se obtienen también de la base de datos SABI, para los años 2009 y 2010.

En la Tabla 2 se presentan algunas estadísticas descriptivas de las empresas de nuestra muestra en cuanto al origen de sus accionistas y el destino de sus inversiones extranjeras directas (IED). Los accionistas extranjeros provienen de 53 países diferentes, siendo los diez más importantes (en este orden): los Estados Unidos (24%), el Reino Unido (13%), Francia (11%), Países Bajos (9%), Alemania (7%), Suiza (6%), Luxemburgo (4%), Portugal (3%), Noruega (3%) e Italia (2%). Estos países representan el 82% del número total de accionistas extranjeros, siendo los Estados Unidos el único país no europeo. Todos los países previamente mencionados aparecen en la clasificación de los sistemas contables realizada por Nobes (2008): cuatro de ellos son considerados países tipo A (mercados de valores fuertes y desarrollados, práctica contable alejada de las normas fiscales) y el resto, países tipo B (mercados bursátiles poco desarrollados, práctica contable muy ligada a las normas fiscales). Esto significa que cada tipo de país se corresponde con un sistema legal: los países tipo A pueden asociarse con los países de derecho común (common law), mientras que los países tipo B se asocian con los países de derecho civil (code law). La Porta et al. (1998) analizan el efecto del sistema legal sobre el sistema de contabilidad de varios países y sus resultados indican que los países de derecho común tienen mejores sistemas de contabilidad y mejor protección de los inversionistas que los países de derecho civil. Según Nobes (1998), las principales diferencias entre los países de derecho común y los de derecho civil son las siguientes. En los países de derecho común: (1) los mercados de capitales son más fuertes; (2) las prácticas contables son menos conservadoras y los requisitos de divulgación son mayores; (3) la contabilidad financiera se aleja de la fiscalidad, mientras que en los países de derecho civil los impuestos están estrechamente ligados a las ganancias.

Los 53 países de origen de los accionistas extranjeros se dividen en siete

#### *4. El efecto de la internalización en la calidad de las ganancias*

clusters. Los países de derecho civil y los de derecho común se han clasificado según Nobes (2008), el grupo "otro" contiene países de diferentes áreas geográficas, mientras que los cuatro grupos restantes (Asia, Europa del Este y Báltico, Islam, América Latina) se han construido según las regiones geográficas. Los resultados del proceso de agrupación son los siguientes: de los 53 países de origen, 21 son países de derecho común, 16 tienen sistemas de contabilidad de derecho civil, 7 son islámicos, 5 son de América Latina y 2 de Asia. En cuanto al número de inversionistas extranjeros, el 46% de ellos provienen de países con un sistema contable de derecho común, casi el 41% provienen de países de derecho civil y el 11% pertenecen al grupo "otro". Los otros clusters reúnen menos del 2% del número total de accionistas extranjeros.

Cuando se trata de los accionistas extranjeros de control, los únicos cambios en los primeros diez países de origen por número de inversionistas son el orden de los países y el hecho de que Noruega es sustituida por Bélgica. La nueva clasificación es la siguiente: Países Bajos (16%), Francia (15%), Estados Unidos (15%), Alemania (13%), Reino Unido (9%), Suiza (5%), Luxemburgo (5%), Portugal (5%), Italia (3%) y Bélgica (2%). Estos países representan el 87% del número total de inversionistas extranjeros de control y los Estados Unidos sigue siendo el único país no europeo. Esta vez, tres de los primeros diez países de origen de los accionistas extranjeros de control tienen sistemas contables de derecho común y siete son países de derecho civil.

**TABLA 2**  
**Descripción de la muestra**

Por el país de origen de los accionistas extranjeros (primeros diez países)						Clusters de países de origen de los inversores extranjeros			
Posición	Código de país	Nombre del país	Sistema contable según NOBES (2008)	Nº inversores	Porcentaje	Clusters	Nº países de origen	Porcentaje	
1	US	Estados Unidos	Tipo A (Derecho común)	672	24,41%	Asia	2	3,77%	
2	GB	Reino Unido	Tipo A (Derecho común)	346	12,57%	Derecho civil	16	30,19%	
3	FR	Francia	Tipo B (Derecho civil)	311	11,30%	Derecho común	21	39,62%	
4	NL	Países Bajos	Tipo A (Derecho común)	248	9,01%	Europa del Este y Báltico	2	3,77%	
5	DE	Alemania	Tipo B (Derecho civil)	200	7,26%	Islam	7	13,21%	
6	CH	Suiza	Tipo B (Derecho civil)	158	5,74%	América Latina	5	9,43%	
7	LU	Luxemburgo	Tipo B (Derecho civil)	100	3,63%				
8	PT	Portugal	Tipo B (Derecho civil)	89	3,23%				
9	NO	Noruega	Tipo A (Derecho común)	71	2,58%				
10	IT	Italia	Tipo B (Derecho civil)	66	2,40%				
Total				2261	82,13%		Total	53	100,00%

Por el país de origen de los accionistas extranjeros de control (primeros diez países)							Nº de accionistas extranjeros por clusters				
Posición	Código de país	Nombre del país	Sistema contable según NOBES (2008)	Nº inversores		Total	Porcentaje	Clusters	Nº accs. extranjeros	Porcentaje	
				CONTROL	NO CONTROL						
1	NL	Países Bajos	Tipo A (Derecho común)	84	164	248	16,00%	Asia	8	0,29%	
2	FR	Francia	Tipo B (Derecho civil)	76	235	311	14,48%	Derecho civil	1103	40,61%	
3	US	Estados Unidos	Tipo A (Derecho común)	76	596	672	14,48%	Derecho común	1258	46,32%	
4	DE	Alemania	Tipo B (Derecho civil)	66	134	200	12,57%	Europa del Este y Báltico	2	0,07%	
5	GB	Reino Unido	Tipo A (Derecho común)	45	301	346	8,57%	Islam	13	0,48%	
6	CH	Suiza	Tipo B (Derecho civil)	28	130	158	5,33%	América Latina	22	0,81%	
7	LU	Luxemburgo	Tipo B (Derecho civil)	27	73	100	5,14%	Otro	310	11,41%	
8	PT	Portugal	Tipo B (Derecho civil)	27	62	89	5,14%				
9	IT	Italia	Tipo B (Derecho civil)	17	49	66	3,24%				
10	BE	Bélgica	Tipo B (Derecho civil)	13	50	63	2,48%				
Total				459	1794	2253	87,43%		Total	2716	100,00%

**TABLA 2 (continuación)**

Por el país de destino de los flujos de IED (primeros diez países)					
Posición	Código de país	Nombre del país	Sistema contable según NOBES (2008)	Flujos de IED	Porcentaje
1	PT	Portugal	Tipo B (Derecho civil)	959	9,07%
2	US	Estados Unidos	Tipo A (Derecho común)	957	9,05%
3	MX	México	Otro	757	7,16%
4	FR	Francia	Tipo B (Derecho civil)	606	5,73%
5	BR	Brasil	Tipo A (Derecho común)	542	5,13%
6	GB	Reino Unido	Tipo A (Derecho común)	506	4,79%
7	IT	Italia	Tipo B (Derecho civil)	496	4,69%
8	AR	Argentina	Otro	370	3,50%
9	DE	Alemania	Tipo B (Derecho civil)	362	3,43%
10	CL	Chile	Otro	350	3,31%
Total				5905	55,87%

País de destino de los flujos de IED por clusters			
Clusters	Nº países	Porcentaje	
África	23	15,86%	
Asia	11	7,59%	
Derecho civil	22	15,17%	
Derecho común	33	22,76%	
Europa del Este y Báltico	13	8,97%	
Islam	18	12,41%	
América Latina	18	12,41%	
Otro	7	4,83%	
Total	145	100,00%	

Por el país de destino de los flujos de IED que acaban en control (primeros diez países)							
Posición	Código de país	Nombre del país	Sistema contable según NOBES (2008)	Flujos de IED			% Flujos de IED controlados
				CONTROL	NO CONTROL	Total	
1	US	Estados Unidos	Tipo A (Derecho común)	767	190	957	9,76%
2	PT	Portugal	Tipo B (Derecho civil)	713	246	959	9,07%
3	MX	México	Otro	505	252	757	6,43%
4	FR	Francia	Tipo B (Derecho civil)	453	153	606	5,76%
5	BR	Brasil	Tipo A (Derecho común)	406	136	542	5,17%
6	IT	Italia	Tipo B (Derecho civil)	380	116	496	4,84%
7	GB	Reino Unido	Tipo A (Derecho común)	346	160	506	4,40%
8	DE	Alemania	Tipo B (Derecho civil)	296	66	362	3,77%
9	NL	Países Bajos	Tipo A (Derecho común)	268	50	318	3,41%
10	AR	Argentina	Otro	250	120	370	3,18%
Total				4384	1489	5873	55,79%

Flujos de IED por clusters			
Clusters	Flujos de IED	Porcentaje	
África	94	0,89%	
Asia	65	0,62%	
Derecho civil	3624	34,29%	
Derecho común	2417	22,87%	
Europa del Este y Báltico	340	3,22%	
Islam	441	4,17%	
América Latina	2840	26,87%	
Otro	748	7,08%	
Total	10569	100,00%	

En cuanto a la inversión extranjera directa (IED), las empresas de la muestra son propensas a invertir en América Latina, este área geográfica atrayendo el 27% de los flujos totales de IED. Además, cuatro de los primeros diez países de destino según los flujos de IED son de Latinoamérica. Los dos países más populares en los que invierten las empresas españolas de nuestra muestra son Portugal y los Estados Unidos, cada uno de ellos atraen el 9% de los flujos totales de IED. La predisposición para invertir en Portugal puede explicarse por la semejanza y la proximidad, desde el punto de vista geográfico y cultural, entre España y su vecino, mientras que la elección de los Estados Unidos podría ser útil para señalar las cifras contables de mayor calidad porque el sistema contable de los Estados Unidos se supone que es mejor que el de países de derecho civil. Por otro lado, los Estados Unidos también tienen un mercado enorme en el que las empresas españolas podrían entrar a través de la IED. Los otros países en los que se concentra gran parte de la IED son (en este orden): México (7%), Francia (6%), Brasil (5%), Reino Unido (5%), Italia (5%), Argentina (4%), Alemania (3%) y Chile (3%). En cuanto a los sistemas contables de los países donde las empresas españolas suelen invertir, cuatro de los diez primeros países de destino según los flujos de IED son países de derecho civil, tres tienen sistemas contables de derecho común y los otros 3 no están incluidos en la clasificación de Nobes (2008).

Las empresas españolas de la muestra han invertido en el extranjero en 145 países diferentes. Estos países extranjeros se dividen en clusters de la misma manera que los países de origen de los inversionistas extranjeros: países de derecho común y derecho civil según Nobes (2008); África, Asia, Europa del Este y Báltico, Islam y Latino América, de acuerdo con las zonas geográficas; otro, cluster que contiene países de diferentes regiones que no se han incluido en los otros siete grupos. Con respecto a los sistemas de contabilidad de estos países extranjeros, el 23% de los 145 países tienen sistemas de contabilidad de derecho común y el 15%, sistemas contables de derecho civil. El resto de los resultados son: el 16% de los países son de África, el 12% son países islámicos, el 12% son latinoamericanos, el 9% son países de Europa del Este o bálticos, el 8% son asiáticos y el resto (5%) son países de otras regiones geográficas. En cuanto a los flujos de IED, el 34% de las inversiones extranjeras se hacen en países de derecho civil, el 23% en países con sistemas de contabilidad de derecho común y el 27% en América Latina. Cada uno de los otros grupos representa menos del 10% de los flujos totales de IED.

Curiosamente, el 74% de los flujos totales de IED acaban controlando la empresa extranjera en la que se invierte. Parece que, cuando una empresa española internacionaliza su actividad a través de la IED, decide convertir a la empresa participada en una subsidiaria extranjera. El 25% de las filiales

#### 4. El efecto de la internalización en la calidad de las ganancias

extranjeras de las empresas incluidas en nuestra muestra se encuentran en América Latina. Además, hay tres países de esta región entre los diez países más importantes según la IED que acaba en control (Chile ha sido reemplazada por los Países Bajos). Los dos países donde las empresas españolas tienen el mayor número de filiales extranjeras siguen siendo los Estados Unidos (10%) y Portugal (9%), mientras que los otros países incluidos entre los diez países más importantes según el número de subsidiarias extranjeras son (en este orden): México (6%), Francia (6%), Brasil (5%), Italia (5%), Reino Unido (4%), Alemania (4%), Países Bajos (3%) y Argentina (3%). Esta vez, cuatro de estos países tienen sistemas de contabilidad de derecho común, cuatro son países de derecho civil y los otros 2 no aparecen en la clasificación de Nobes (2008).

##### 4.6. Análisis empírico y resultados

Realizamos tanto análisis univariante como multivariante para obtener evidencia empírica relacionada con nuestras hipótesis. Para llevar a cabo el análisis empírico, winsorizamos algunas de nuestras variables (los ajustes por devengo discrecionales, el nivel de endeudamiento, el tamaño de la empresa, el rendimiento y la concentración de la propiedad) al 1% y al 99%, en un intento de reducir el efecto de los valores extremos (outliers).

##### **Estadísticas descriptivas y análisis univariante**

La Tabla 3 presenta las estadísticas descriptivas de la opinión de auditoría (OP) y los ajustes por devengo discrecionales ( $|DAC|$ ) junto con la rentabilidad económica (ROA), el nivel de endeudamiento (LEV), el tamaño de la empresa (SIZE), el tamaño del auditor (BIG) y la concentración de la propiedad (OWNCONC). La primera columna contiene la media y la desviación típica de las variables para la muestra total, mientras que el resto de la tabla las presenta por submuestras clasificadas en función de las tres variables de internacionalización: (1) si la empresa tiene o no operaciones en el extranjero (columnas 2 y 3); (2) si la empresa tiene o no por lo menos una compañía extranjera como accionista (columnas 4 y 5); y (3) si la empresa tiene o no alguna compañía de los Estados Unidos o Reino Unido como accionista (columnas 6 y 7). Para las variables de interés, OP y  $|DAC|$ , el estadístico t de la correspondiente prueba que analiza si la diferencia entre las dos submuestras es estadísticamente significativa se muestra debajo de cada par.

Las estadísticas descriptivas proporcionan evidencia preliminar sobre el efecto de la internacionalización de la empresa en las medidas de calidad de la información contable consideradas. Por ejemplo, parece que la probabilidad de recibir una opinión de auditoría no limpia es menor cuando la empresa tiene propiedad extranjera: el 23,4% de las empresas con al menos un accionista

extranjero (OWNFOREIGN = 1) tiene una opinión no limpia, mientras que el porcentaje sube hasta el 33,1% para la submuestra de empresas sin inversores extranjeros, siendo la diferencia estadísticamente significativa a los niveles convencionales ( $t = 4,433$ ). La diferencia es aún mayor cuando se trata de empresas españolas que tienen inversionistas de los Estados Unidos o Reino Unido: el porcentaje de empresas con una opinión de auditoría con salvedades, desfavorable o denegada es 14,5% para la submuestra de empresas con accionistas de estos dos países y llega al 33% para la submuestra de empresas sin accionistas de los Estados Unidos o Reino Unido, y la diferencia es una vez más estadísticamente significativa ( $t = 6,030$ ). Los resultados indican que las operaciones extranjeras no tienen una influencia significativa sobre la probabilidad de recibir una opinión de auditoría con salvedades, desfavorable o denegada dado que el porcentaje de empresas con informes no limpios es similar en las dos submuestras (la media de la variable OP es 0,312 cuando FOREIGNOPER = 1 y es 0,329 cuando FOREIGNOPER = 0).

En cuanto a la otra proxy de calidad de las ganancias, parece que todas nuestras variables de internacionalización (FOREIGNOPER, OWNFOREIGN y OWNUSUK) afectan significativamente el nivel de los accruals discrecionales en valor absoluto. Las empresas que se limitan a realizar operaciones domésticas tienen ajustes por devengo discrecionales en valor absoluto (0,061) más bajos que las empresas que llevan a cabo operaciones en el extranjero (0,070) y la diferencia entre las dos submuestras es estadísticamente significativa ( $t = -4,127$ ).

TABLA 3

Estadísticas descriptivas y análisis univariante

Variable	Muestra total Media (Desv. Tip)	FOREIGNOPER		OWNFOREIGN		OWNUSUK	
		0 Media (Desv. Tip)	1 Media (Desv. Tip)	0 Media (Desv. Tip)	1 Media (Desv. Tip)	0 Media (Desv. Tip)	1 Media (Desv. Tip)
OP	0,322 (0,467)	0,329 (0,470)	0,312 (0,464)	0,331 (0,471)	0,234 (0,424)	0,330 (0,470)	0,145 (0,353)
		t = 1,280		t = 4,433		t = 6,030	
DAC	0,064 (0,068)	0,061 (0,066)	0,070 (0,070)	0,065 (0,068)	0,058 (0,066)	0,065 (0,069)	0,048 (0,057)
		t = -4,127		t = 1,715		t = 3,096	
ROA	0,008 (0,078)	-0,000 (0,075)	0,026 (0,081)	0,008 (0,077)	0,009 (0,089)	0,008 (0,078)	0,020 (0,079)
LEV	3,133 (17,328)	4,056 (20,228)	1,126 (7,599)	3,319 (17,886)	0,692 (5,998)	3,202 (17,599)	1,028 (2,708)
SIZE	10,857 (2,317)	10,155 (2,354)	12,206 (1,508)	10,726 (2,301)	12,445 (1,884)	10,764 (2,285)	13,415 (1,636)
BIG	0,702 (0,457)	0,646 (0,478)	0,803 (0,398)	0,684 (0,465)	0,919 (0,273)	0,693 (0,461)	0,953 (0,211)
OWNCONC	0,287 (0,416)	0,274 (0,387)	0,316 (0,474)	0,229 (0,334)	1,064 (0,604)	0,249 (0,351)	1,562 (0,432)

Descripción de las variables

OP	Variable dicotómica que toma el valor 1 si la empresa recibe una opinión con salvedades, desfavorable o de negada, 0 en caso contrario.
DAC	Valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales estimados según el modelo de Jones (1).
ROA	Rentabilidad económica, aproximada a partir del resultado neto dividido entre los activos totales.
LEV	Endeudamiento, aproximado a partir de la deuda total dividida entre los fondos propios.
SIZE	Tamaño de la empresa, medido a través del logaritmo de las ventas.
BIG	Variable dicotómica igual a 1 cuando el auditor es una de las empresas Big 4, 0 en caso contrario.
OWNCONC	Concentración de la propiedad, medida a través del logaritmo del número de accionistas.
FOREIGNOPER	Variable dicotómica igual a 1 si la empresa tiene operaciones en el extranjero (importación, exportación o ambas), 0 en caso contrario.
OWNFOREIGN	Variable dicotómica igual a 1 si la empresa tiene al menos una compañía extranjera como accionista, 0 en caso contrario.
OWNUSUK	Variable dicotómica igual a 1 si la empresa tiene al menos una compañía de los Estados Unidos o Reino Unido como accionista, 0 en caso contrario.

Además, los resultados muestran que la propiedad extranjera tiene un efecto negativo y significativo sobre el nivel de los accruals discrecionales, lo que significa que las empresas con al menos un inversionista extranjero tienen ajustes por devengo discrecionales en valor absoluto significativamente menores que las empresas puramente nacionales (la media de la variable  $|DAC|$  es 0,065 cuando  $OWNFOREIGN = 0$  y es 0,058 cuando  $OWNFOREIGN = 1$ ,  $t = 1,715$ ). Con respecto a las empresas españolas que tienen propiedad extranjera de los Estados Unidos o Reino Unido, estas empresas suelen asociarse con niveles más bajos de ajustes por devengo discrecionales en valor absoluto (0,048) que las empresas sin accionistas de uno de estos países (0,065), siendo de nuevo la diferencia estadísticamente significativa ( $t = 3,096$ ).

Además, nuestras estadísticas descriptivas muestran que las variables de control (ROA, LEV, SIZE, BIG y OWNCONC) parecen estar relacionadas con nuestras tres aproximaciones de la internacionalización. Por ejemplo, los resultados sugieren que existe una relación negativa entre el nivel de endeudamiento y la internacionalización. Es decir, las empresas que llevan a cabo operaciones extranjeras son menos endeudadas que las que se limitan a realizar operaciones domésticas (el valor medio de la variable LEV es 1,126 cuando  $FOREIGNOPER = 1$  y 4,056 cuando  $FOREIGNOPER = 0$ ). La diferencia es mayor cuando se trata de la propiedad extranjera: las empresas con accionistas extranjeros tienen un ratio de endeudamiento del 0,692, mientras que el ratio de endeudamiento de las empresas que tienen solamente inversores nacionales es del 3,319. Con respecto a los inversores de los Estados Unidos o Reino Unido, parece que las empresas con accionistas de estos dos países son menos endeudadas que las otras (el valor medio de la variable LEV es 3,202 cuando  $OWNUSUK = 0$  y 1,028 cuando  $OWNUSUK = 1$ ). Este resultado confirma los hallazgos de Burgman (1996) y Chen et al. (1997), según los cuales existe una relación negativa y significativa entre la internacionalización de la empresa y su nivel de endeudamiento.

La aparente correlación entre las proxies de internacionalización y las otras variables que la literatura ha mostrado que están relacionadas con nuestras medidas de calidad de las ganancias dificulta sacar conclusiones sólidas del análisis univariante. Para superar las limitaciones del análisis univariante, a continuación presentamos los resultados del análisis de regresión multivariante.

### **Análisis multivariante**

La primera columna de la Tabla 4 presenta los resultados de la regresión logística multivariante (el modelo OP), donde la opinión de auditoría (una variable dicotómica que toma el valor 1 cuando la empresa recibe una opinión de auditoría

#### 4. El efecto de la internalización en la calidad de las ganancias

no limpia, 0 en caso contrario) se regresa sobre el valor absoluto de los accruals discrecionales, las variables de internacionalización y las cinco variables de control.

El modelo OP es significativo (Chi cuadrado = 134,87,  $p < 0,001$ , pseudo- $R^2 = 0,046$ ) y los coeficientes de tres de las cinco variables de control son significativos a los niveles convencionales. Los resultados muestran que dos de las cuatro variables principales tienen un efecto significativo sobre la probabilidad de recibir una opinión de auditoría no limpia, concretamente el valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales y los inversores de los Estados Unidos o Reino Unido, mientras que las operaciones en el extranjero y la propiedad extranjera tienen una relación negativa, pero no significativa con dicha probabilidad. Los resultados de la regresión logística no confirman nuestra primera hipótesis: no existe una asociación significativa entre el hecho de llevar a cabo operaciones extranjeras y la probabilidad de recibir una opinión de auditoría con salvedades, desfavorable o denegada puesto que el coeficiente de FOREIGNOPER no es estadísticamente distinto de 0. Nuestra segunda hipótesis según la cual la propiedad extranjera mejora la calidad de la información contable tampoco se confirma: el coeficiente de OWNFOREIGN tiene el signo esperado pero no es estadísticamente significativo.

Con respecto a la tercera hipótesis, los resultados confirman nuestra predicción de que tener accionistas de los Estados Unidos o Reino Unido mejora la calidad de las cifras contables. El coeficiente de OWNUSUK es negativo (-0,965) y estadísticamente significativo al 5% ( $t = -2,73$ ), lo que significa que la propiedad extranjera que proviene de estos dos países está negativa y significativamente asociada con la probabilidad de recibir un informe de auditoría no limpio. Por tanto, nuestros resultados sugieren que la propiedad extranjera reduce la probabilidad de recibir una opinión de auditoría con salvedades, denegada o desfavorable solamente si el país de origen de los inversores es los Estados Unidos o el Reino Unido. Es decir, la propiedad extranjera parece desempeñar la importante función de supervisión, pero únicamente si los inversionistas provienen de los Estados Unidos o Reino Unido. Una interpretación alternativa de los resultados anteriores es que los inversores extranjeros de estos dos países prefieren invertir en empresas que divulgan información financiera de mayor calidad y que manipulan menos sus ganancias (y no que la calidad de las ganancias se vea reforzada por el papel de supervisión adoptado por los inversionistas extranjeros). Se necesita investigación adicional para estudiar si este potencial problema de endogeneidad está afectando nuestros resultados.

El coeficiente de la variable |DAC| es positivo (1,837) y significativo al 5% ( $t = 2,88$ ), lo que significa que las empresas con grandes niveles de accruals

discrecionales en valor absoluto son más propensas a recibir una opinión de auditoría con salvedades. Este hallazgo confirma los resultados de Bartov et al. (2001), que encuentran una relación positiva y significativa entre el valor absoluto de los accruals discrecionales y la opinión de auditoría, y los de Becker et al. (1998), quienes sostienen que el nivel de los ajustes por devengo discrecionales se asocia con el tipo de informe de auditoría.

A continuación, nos centramos en las variables de control y, en base a sus coeficientes, observamos una relación negativa y significativa entre la opinión de auditoría, nuestra variable dependiente, y tres de las cinco variables de control (ROA, SIZE y BIG). Esto significa que las empresas más rentables son menos propensas a recibir una opinión de auditoría no limpia, apoyando la conclusión de algunos trabajos que indican que las empresas que reciben informes calificados son las menos rentables (Loebbecke et al., 1989; Summers y Sweeney, 1998; Beasley et al., 1999). El coeficiente de la variable SIZE (-0,083) sugiere que cuanto mayor es el tamaño de la empresa, menor es la probabilidad de recibir una opinión de auditoría con salvedades. Esto no es sorprendente ya que las grandes empresas suelen tener sistemas de contabilidad y controles internos mejores. Por último, parece que las grandes auditoras (Big 4) son más propensas a emitir una opinión de auditoría limpia en comparación con las empresas de auditoría más pequeñas. Los coeficientes de las otras dos variables de control (LEV y OWNCONC) no son significativos a niveles convencionales, indicando que no hay ninguna relación significativa entre la emisión de una opinión calificada y el nivel de endeudamiento de la empresa o la concentración de su propiedad.

La segunda columna de la Tabla 4 presenta los resultados de la regresión por mínimos cuadrados, donde los ajustes por devengo discrecionales en valor absoluto (estimados según el modelo de Jones) se regresan sobre las tres variables de internacionalización (las operaciones extranjeras, la propiedad extranjera, la propiedad de los Estados Unidos o Reino Unido) y las cinco variables de control.

El modelo |DAC| es significativo ( $p = 0,000$ ,  $R^2 = 3,6\%$ , estadístico  $F = 6,24$ ). Dos de nuestras tres variables principales tienen coeficientes positivos y significativos, concretamente FOREIGNOPER y OWNFOREIGN, mientras que OWNUSUK tiene una relación negativa, pero no significativa con el nivel de los ajustes por devengo discrecionales en valor absoluto. En cuanto a las variables de control, dos de ellas parecen estar negativa y significativamente asociadas a la variable dependiente del modelo |DAC| (los accruals discrecionales en valor absoluto).

Los resultados del modelo |DAC| indican que las operaciones extranjeras se

#### *4. El efecto de la internalización en la calidad de las ganancias*

asocian con un mayor nivel de ajustes por devengo discrecionales en valor absoluto. El coeficiente de FOREIGNOPER es positivo (0,013) y estadísticamente significativo al 1% ( $t = 3,85$ ), lo que confirma nuestra predicción de que las operaciones extranjeras se asocian con peor calidad de las ganancias.

En cuanto a nuestra segunda hipótesis, el modelo |DAC| muestra lo contrario de lo que esperábamos. Parece que la propiedad extranjera tiene un impacto positivo y significativo sobre el nivel de los accruals discrecionales en valor absoluto: el coeficiente de OWNFOREIGN es positivo (0,012) y estadísticamente significativo al 10% ( $t = 1,68$ ), lo que significa que la propiedad extranjera está asociada con peor calidad de las ganancias, medida a través de los ajustes por devengo discrecionales.

Aunque el signo de la variable OWNUSUK es coherente con nuestra tercera hipótesis, su coeficiente no es estadísticamente significativo. Por tanto, nuestra predicción de que el hecho de tener accionistas de los Estados Unidos o Reino Unido mejora la calidad de las cifras contables no se confirma cuando la medida de calidad es el valor absoluto de los accruals discrecionales.

Cuando se trata de las variables de control, solamente los coeficientes de ROA (-0,075) y OWNCONC (-0,016) son estadísticamente significativos ( $t$  es igual a -2,76 y -4,63, respectivamente). Ambos coeficientes indican un impacto negativo sobre el nivel de los ajustes por devengo discrecionales. Parece que las empresas más rentables tienen accruals discrecionales en valor absoluto más bajos que las empresas menos rentables. Además, las empresas cuya concentración accionarial es alta tienen ajustes por devengo discrecionales mayores que aquellas cuya propiedad es dispersa. Los coeficientes de las otras variables de control (LEV, SIZE y BIG) no son estadísticamente diferentes de 0, lo que significa que no tienen un efecto significativo sobre el nivel de los accruals discrecionales en valor absoluto.

En la Tabla 5 comparamos los signos esperados de las variables utilizadas en los modelos (2) y (3) con los signos de los coeficientes resultantes de estas dos regresiones.

*La internalización de la empresa y la calidad de la información contable:  
Evidencia para España*

**TABLA 4**

<b>Análisis multivariante</b>		
<b>Variable</b>	<b>Regresión logística Modelo OP (2)</b>	<b>Regresión por mínimos cuadrados Modelo  DAC  (3)</b>
<i>Constante</i>	-0,093 -0,17	0,068 *** 4,31
<i>FOREIGNOPER</i>	-0,048 -0,39	0,013 *** 3,85
<i>OWNFOREIGN</i>	-0,019 -0,08	0,012 * 1,68
<i>OWNUSUK</i>	-0,965 ** -2,73	-0,01 -1,08
<i>ROA</i>	-3,042 *** -4,23	-0,075 ** -2,76
<i>LEV</i>	0,004 1,00	0,000 0,32
<i>SIZE</i>	-0,083 ** -2,46	0,001 0,55
<i>BIG</i>	-0,421 *** -3,86	-0,001 -0,28
<i>OWNCONC</i>	-0,022 -0,16	-0,016 *** -4,63
Nº observaciones	3017	3481
R <sup>2</sup>	0,046	0,036
Chi cuadrado /Estadístico F	134,87	6,24
Probabilidad	(0,000)	(0,000)
Dummies sectoriales y de año	SÍ	SÍ

Descripción de las variables:

<i> DAC </i>	Valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales estimados según el modelo de Jones (1).
<i>FOREIGNOPER</i>	Variable dicotómica igual a 1 si la empresa tiene operaciones en el extranjero (importación, exportación o ambas), 0 en caso contrario.
<i>OWNFOREIGN</i>	Variable dicotómica igual a 1 si la empresa tiene al menos una compañía extranjera como accionista, 0 en caso contrario.
<i>OWNUSUK</i>	Variable dicotómica igual a 1 si la empresa tiene al menos una compañía de los Estados Unidos o Reino Unido como accionista, 0 en caso contrario.
<i>ROA</i>	Rentabilidad económica, aproximada a partir del resultado neto dividido entre los activos totales.
<i>LEV</i>	Endeudamiento, aproximado a partir de la deuda total dividida entre los fondos propios.
<i>SIZE</i>	Tamaño de la empresa, medido a través del logaritmo de las ventas.
<i>BIG</i>	Variable dicotómica igual a 1 cuando el auditor es una de las empresas Big 4, 0 en caso contrario.
<i>OWNCONC</i>	Concentración de la propiedad, medida a través del logaritmo del número de accionistas.

Nota: \*\*\*, \*\*, \* indican significatividad estadística al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

TABLA 5

Comparación entre los signos esperados y los signos de los coeficientes resultantes de los modelos (2) y(3)

Variable	Modelo OP (2)			Modelo  DAC  (3)		
	Signo esperado	Signo coeficiente	Comparación	Signo esperado	Signo coeficiente	Comparación
DAC	+	+ **	Signo confirmado			N.D.
FOREIGNOPER	+	-	N.D.	+	+ ***	Signo confirmado
OWNFOREIGN	-	-	No confirmado	-	+ *	Signo opuesto
OWNUSUK	-	- **	Signo confirmado	-	-	No confirmado
ROA	+	- ***	Signo opuesto	+	- **	Signo opuesto
LEV	+	+	No confirmado	+	+	No confirmado
SIZE	-	- **	Signo confirmado	-	+	N.D.
BIG	+	- ***	Signo opuesto	-	-	No confirmado
OWNCONC	-	-	No confirmado	-	- ***	Signo confirmado

Descripción de las variables:

DAC	Valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales estimados según el modelo de Jones (1).
FOREIGNOPER	Variable dicotómica igual a 1 si la empresa tiene operaciones en el extranjero (importación, exportación o ambas), 0 en caso contrario.
OWNFOREIGN	Variable dicotómica igual a 1 si la empresa tiene al menos una compañía extranjera como accionista, 0 en caso contrario.
OWNUSUK	Variable dicotómica igual a 1 si la empresa tiene al menos una compañía de los Estados Unidos o Reino Unido como accionista, 0 en caso contrario.
ROA	Rentabilidad económica, aproximada a partir del resultado neto dividido entre los activos totales.
LEV	Endeudamiento, aproximado a partir de la deuda total dividida entre los fondos propios.
SIZE	Tamaño de la empresa, medido a través del logaritmo de las ventas.
BIG	Variable dicotómica igual a 1 cuando el auditor es una de las empresas Big 4, 0 en caso contrario.
OWNCONC	Concentración de la propiedad, medida a través del logaritmo del número de accionistas.

Notas:

1. \*\*\*, \*\*, \* indican significatividad estadística al 1%, 5% y 10%, respectivamente.

2. En primer lugar, comparamos el signo de cada coeficiente que es estadísticamente significativo con el signo esperado. En algunos casos, nuestra predicción se confirma, y en otros los signos son opuestos. Cuando el  $\beta$  no es significativo, pero su signo coincide con la predicción, concluimos que la relación esperada no está confirmada. Si los resultados muestran una relación no significativa y, además, el signo no coincide con nuestra predicción, consideramos que la información no está disponible.

## **5. Conclusiones**

De acuerdo con la extensa literatura sobre la calidad de las ganancias, los altos niveles de ajustes por devengo discrecionales indican la manipulación contable y suelen asociarse con una opinión de auditoría con salvedades, desfavorable o denegada. A pesar del considerable volumen de estudios sobre la calidad de las ganancias, hay pocos trabajos que analizan la relación entre la internacionalización de la empresa y la calidad de las cifras contables. Hasta donde tenemos conocimiento, éste es el primer estudio que relaciona la propiedad extranjera y las operaciones extranjeras con la calidad de la información contable. Por tanto, esta investigación se añade a la todavía escasa pero creciente literatura sobre la diversificación internacional y la calidad de las ganancias.

El objetivo de este trabajo es analizar el efecto de la internacionalización de la empresa sobre la calidad de las cifras contables. Para estudiar este tema, consideramos dos dimensiones de la internacionalización de la empresa: la internacionalización de las operaciones y la internacionalización de su estructura de propiedad. Como medidas de calidad de las ganancias utilizamos la opinión de auditoría y los ajustes por devengo discrecionales en valor absoluto. En base a literatura sobre la calidad de las ganancias, incluimos algunas proxies que son importantes variables de control (el rendimiento económico, el endeudamiento, el tamaño de la empresa, el tamaño del auditor y la concentración de la propiedad), así como dummies sectoriales y de año.

Partiendo de una muestra de 2979 empresas españolas no financieras que en 2009 tenían un activo total superior a 100 millones de euros, planteamos las siguientes hipótesis: (1) existe una relación negativa entre las operaciones extranjeras y la calidad de las ganancias; (2) la propiedad extranjera mejora la calidad de las ganancias; y (3) los accionistas extranjeros mejoran la calidad de las ganancias en mayor medida cuando provienen de los Estados Unidos o Reino Unido.

Con el fin de contrastar empíricamente las hipótesis planteadas, llevamos a cabo tanto análisis univariante como multivariante. En general, los resultados del análisis univariante apoyan nuestras hipótesis, pero, debido a sus limitaciones, continuamos nuestro estudio empírico con el análisis multivariante que controla por las variables que la literatura ha mostrado que están relacionadas con nuestras proxies de calidad de las ganancias.

Ambos modelos son significativos y proporcionan evidencia coherente con dos de nuestras tres hipótesis. Concretamente, los resultados de la regresión logística multivariante (el modelo OP) apoyan la predicción según la cual el hecho

de tener accionistas de los Estados Unidos o Reino Unido se asocia con mayor calidad de las cifras contables (nuestra tercera hipótesis). Por tanto, nuestros resultados sugieren que la propiedad extranjera reduce la probabilidad de recibir una opinión de auditoría no limpia sólo si el país de origen de los inversores extranjeros es los Estados Unidos o el Reino Unido. Es decir, la propiedad extranjera parece desempeñar el importante papel de supervisión, pero únicamente cuando los inversionistas extranjeros provienen de uno de estos dos países.

En cuanto a los resultados de la regresión por mínimos cuadrados (el modelo |DAC|), éstos confirman nuestra primera hipótesis, según la cual las operaciones extranjeras se asocian con peor calidad de las ganancias. Parece que las empresas que llevan a cabo operaciones en el extranjero suelen tener niveles más altos de ajustes por devengo discrecionales en valor absoluto en comparación con las empresas que se limitan a realizar operaciones domésticas. Curiosamente, nuestros resultados no sólo no confirman nuestra segunda hipótesis, sino que también muestran lo contrario. Parece que la propiedad extranjera se asocia con ganancias de baja calidad, ya que las empresas con inversores extranjeros tienen accruals discrecionales en valor absoluto muy altos.

Como cualquier trabajo, este estudio también tiene ciertas limitaciones. Puesto que solamente una pequeña proporción de las empresas españolas cotizan en bolsa, nuestra muestra tiene insuficientes observaciones de empresas cotizadas lo que nos impide analizar el efecto de la internacionalización sobre la calidad de las ganancias de empresas que aplican las NIIF. Además, las empresas cotizadas no son necesariamente las más grandes, hecho indicado por el porcentaje extremadamente bajo de empresas cotizadas que forman parte de nuestra muestra (sólo el 3%). Además, el 79% de las empresas cotizadas incluidas en nuestra muestra tienen accionistas de los Estados Unidos o Reino Unido, lo que significa que la correlación entre estas dos variables es muy alta (62%). Esto no es sorprendente ya que los inversionistas extranjeros, y especialmente los inversores de los Estados Unidos y Reino Unido, requieren altos niveles de divulgación que generalmente están satisfechos sólo por las sociedades cotizadas. Después de incluir una nueva variable (LISTED) en ambas regresiones (modelos OP y |DAC|) observamos que, aunque los resultados seguían siendo robustos, la variable OWNUSUK perdía significatividad estadística en detrimento de la nueva variable LISTED. Puesto que fuimos incapaces de separar el efecto de la propiedad extranjera de los Estados Unidos o Reino Unido de la variable LISTED, decidimos excluir esta última y utilizar solamente OWNUSUK.

Aunque el proceso de internacionalización es una realidad diaria para cada empresa debido a la creciente intensidad de la competencia en todo el mundo, la

literatura no ha dedicado suficiente atención al impacto de la diversificación internacional en la calidad de las ganancias. Hay varias oportunidades para futuras investigaciones que surgen de este estudio y que consideramos interesantes. Asimismo, sería interesante comparar el efecto de la internacionalización en empresas cotizadas y no cotizadas o analizar el efecto de la internacionalización de la empresa en la calidad de las cifras contables, utilizando otras medidas de calidad como, por ejemplo, la persistencia, el alisamiento o el valor predictivo. Además es necesario analizar si el potencial problema de endogeneidad relacionado con los inversores estadounidenses o ingleses afecta la consistencia de nuestros resultados. Es decir, se debe establecer si los inversores de los mencionados países juegan el importante papel de supervisión, o simplemente prefieren invertir en empresas que divulgan más y mejor información y que manipulan menos los resultados.

## **Bibliografía**

- Abarbanell, J. y Lehavy, R. (1998) Can stock recommendations predict earnings management and analysts' earnings forecast errors?, Working Paper, University of California at Berkeley.
- Adler, M. y Dumas, B. (1975) Optimal international acquisitions, *Journal of Finance*, vol. 30, pp. 1-19.
- Agrawal, A. y Chadha, S. (2005) Corporate governance and accounting scandals, *Journal of Law and Economics*, vol. 48, pp. 371-406.
- Agrawal, A., Chadha, S. y Chen, M.A. (2006) Who is afraid of Reg FD? The behavior and performance of sell-side analysts following the SEC's fair disclosure rules, *The Journal of Business*, vol. 79, pp. 2811-2834.
- Al-Attar, A. y Hussain, S. (2004) Corporate data and future cash flows, *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 31, pp. 861-903.
- Allen, E., Larson, C. y Sloan, R. (2009) Accrual reversals, earnings and stock returns, Working Paper, University of California, Berkeley, Washington University in St. Louis.
- Altamuro, J. y Beatty, A. (2010) How does internal control regulation affect financial reporting?, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 49, pp. 58-74.
- Amihud, Y. y Lev, B. (1981) Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers, *The Bell Journal of Economics*, vol. 12, pp. 605-617.
- Ang, S.H. (2007) International diversification: A "quick fix" for pressures in company performance?, *Business Review*, vol. 9, pp. 17-23.
- Armstrong, V. y Riddick, L. (1998) Evidence that differences in bankruptcy law among countries affect firm returns, Working Paper, Washington State University.
- Ashbaugh, H., LaFond, R. y Mayhew, B. (2003) Do non-audit services compromise auditor independence? Further evidence, *The Accounting Review*, vol. 78, pp. 611-639.
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. y Kinney, W. (2007) The discovery and reporting of internal control deficiencies prior to SOX-mandated audits, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 44, pp. 166-192.

- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D., Kinney, W. y LaFond, R. (2008) The effect of SOX internal control deficiencies and their remediation on accrual quality, *The Accounting Review*, vol. 83, pp. 217–250.
- Asquith, P., Mikhail, M. y Au, A. (2005) Information content of equity analyst reports, *Journal of Financial Economics*, vol. 75, pp. 245–270.
- Baber, W., Chen, S. y Kang, S. (2006) Stock price reaction to evidence of earnings management: implications for supplementary financial disclosure, *Review of Accounting Studies*, vol. 11, pp. 5–19.
- Baber, W., Kang, S. y Kumar, K. (1998) Accounting earnings and executive compensation: the role of earnings persistence, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 25, pp. 169– 193.
- Bagaeva, A., Kallunki, J.P. y Silvola, H. (2008) Can investors rely on the quality of earnings figures published by listed and non-listed Russian firms?, *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, vol.5, pp. 30-49.
- Bailey, W., Li, H.T., Mao, C.X. y Zhong. R. (2003) Regulation fair disclosure and earnings information: market, analyst and corporate responses, *Journal of Finance*, vol. 58, pp. 2487–2514.
- Ball, R. y Brown, P. (1968) An empirical evaluation of accounting income numbers, *Journal of Accounting Research*, vol. 6, pp. 159–177.
- Ball, R. y Foster, G. (1982) Corporate financial reporting: a methodological review of empirical research, *Journal of Accounting Research*, vol. 20, pp. 161–234.
- Ball, R., Kothari, S.P. y Robin, A. (2000) The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 29, pp. 1  
51.
- Ball, R., Robin, A. y Sadka, G. (2008) Is financial reporting shaped by equity markets or by debt markets? An international study of timeliness and conservatism, *Review of Accounting Studies*, vol. 13, pp. 168–205.
- Ball, R., Robin, A. y Wu, J.S. (2003) Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asian countries, and implications for acceptance of IAS, *Journal of Accounting and Economics*, vol.36, pp. 235–270.

- Ball, R. y Shivakumar, L. (2005) Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 39, pp. 83–128.
- Ball, R. y Shivakumar, L. (2006) The role of accruals in asymmetric timely gain and loss recognition, *Journal of Accounting Research*, vol. 44, pp. 207-242.
- Balsam, S., Chen, H. y Sankaraguruswamy, S. (2003) Earnings management prior to stock option grants, Working Paper, Temple University, Arizona State University, and National University of Singapore.
- Balsam, S., Haw, I. y Lilien, S. (1995) Mandated accounting changes and managerial discretion, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 20, pp. 3–29.
- Barber, B., Lehavy, R., McNichols, M. y Trueman, B. (2001) Can investors profit from the prophets? Security analyst recommendations and stock returns, *Journal of Finance*, vol. 56, pp. 531–563.
- Barker, R. e Imam, S. (2008) Analysts' perceptions of 'earnings quality', *Accounting and Business Research*, vol. 38, pp. 313-329.
- Barry, C.B. y Brown, S.J. (1985) Differential information and security market equilibrium, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 20, pp. 407-422.
- Barth, M.E., Cram, D.P. y Nelson, K. (2001) Accruals and the prediction of future cash flows, *Accounting Review*, vol. 76, pp. 27–58.
- Barth, M.E., Landsman, W.R. y Lang, M.H. (2008) International accounting standards and accounting quality, *Journal of Accounting Research*, vol. 46, pp. 467–498.
- Barton, J. y Waymire, G. (2003) Investor protection under unregulated financial reporting, Working Paper, Emory University.
- Bartov, E. (1993) The timing of asset sales and earnings manipulation, *The Accounting Review*, vol. 68, pp. 840–855.
- Bartov, E., Bodnar, G. y Kaul, A. (1996) Exchange rate variability and the riskiness of U.S.multinational firms: evidence from the breakdown of Bretton Woods, *Journal of Financial Economics*, vol. 42, pp. 105-132.
- Bartov, E., Gul, F.A. y Tsui, J.S.L. (2001) Discretionary accruals models and audit qualifications, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 30, pp. 421-452.

- Basu, S. (1997) The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, pp. 3–37.
- Beasley, S.M., Carcello, J.V. y Hermanson, D.R. (1999) Fraudulent financial reporting: 1987-1997, an analysis of US public companies, Research Report, COSO.
- Beaver, W. (1968) The information content of annual earnings announcements, *Journal of Accounting Research*, vol. 6, pp. 67–92.
- Becker, C.L., Defond, M.L., Jiambalvo, J. y Subramanyam, K.R. (1998) The effect of audit quality on earnings management, *Contemporary Accounting Research*, vol. 15, pp. 1-24.
- Beneish, M., Billings, M. y Hodder, L.; (2008) Internal control weaknesses and information uncertainty, *The Accounting Review*, vol. 83, pp. 665–703.
- Beneish, M. y Vargus, M. (2002) Insider trading, earnings quality, and accrual mispricing, *The Accounting Review*, vol. 77, pp. 755-791.
- Ben-Nasr, H., Boubakri, N. y Cosset, J.C. (2009) Ownership structure and earnings quality: Evidence from newly privatized firms, Working Paper, HEC Montreal.
- Berger, P. y Hann, R. (2003) The impact of SFAS No. 131 on information and monitoring, *Journal of Accounting Research*, vol. 41, pp. 162-223.
- Berger, P. y Hann, R. (2007) Segment profitability and the proprietary and agency costs of disclosure, *The Accounting Review*, vol. 82, pp. 869-906.
- Bernard, A. y Jensen, J.B. (1999) Exceptional exporters performance: cause, effect or both?, *Journal of International Economics*, vol. 47, pp. 1–25.
- Beuselinck, C., Deloof, M. y Vanstraelen, A. (2010) Earnings management contagion in multinational corporations, Working Paper, Tilburg University and Antwerp University.
- Bharath, S.T., Sunder, J. y Sunder, S.V. (2004) Accounting quality and debt contracting, Working Paper, University of Michigan.
- Boatsman, J., Behn, B. y Patz, D. (1993) A test of the use of geographical segment disclosures, *Journal of Accounting Research*, vol. 31, pp. 46-64.
- Bodnar, G.M., Charles, T. y Joseph, W. (1999) Both sides of corporate diversification: the value impacts of global and industrial diversification, Working Paper, Johns Hopkins University.

- Bodnar, G.M. y Weintrop, J. (1997) The valuation of foreign income of U.S. multinational firms: A growth opportunities perspective, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, pp. 69-98.
- Bowen, R., Lacey, J. y Noreen, E. (1981) Determinants of the corporate decision to capitalize interest, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 3, pp. 151-179.
- Boyd, J. y Smith, B. (1996) The coevolution of the real and financial sectors in the growth process, *World Bank Economic Review*, vol. 10, pp. 371-396.
- Bradshaw, M., Bushee, B. y Miller, G. (2004) Accounting choice, home bias, and U.S. investment in non-U.S. firms, *Journal of Accounting Research*, vol. 42, pp. 795-841.
- Bradshaw, M., Richardson, S.A. y Sloan, R.G. (2001) Do analysts and auditors use information in accruals?, *Journal of Accounting Research*, vol. 39, pp. 45-73.
- Brewer, H. (1981) Investor benefits from corporate international diversification, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 16, pp. 113-126.
- Bricker, R., Prebits, G., Robinson, T. y Young, S. (1995) Financial analyst assessment of company earnings quality, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 19, pp. 541-554.
- Burgman, T.A. (1996) An empirical examination of multinational corporate capital structure, *Journal of International Business Studies*, vol. 27, pp. 553- 570.
- Burns, N. y Kedia, S. (2006) The impact of performance-based compensation on misreporting, *Journal of Financial Economics*, vol. 79, pp. 35-67.
- Bushman, R.M. y Smith, A.J. (2001) Financial accounting information and corporate governance, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 32, pp. 237-333.
- Cahan, S. (1992) The effect of antitrust investigations on discretionary accruals: a refined test of the political-cost hypothesis, *The Accounting Review*, vol. 67, pp. 77-95.
- Cai, F. y Warnock, F. (2006) international diversification at home and abroad, board of governors of the federal reserve system, IFDP Working Paper no. 793.
- Callen, J., Hope, O.-K. y Segal, D. (2005) Domestic and foreign earnings, stock return variability, and the impact of investor sophistication, *Journal of*

Accounting Research, vol. 43, pp. 377–412.

Caramanis, C. y Lennox, C. (2008) Audit effort and earnings management, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 45, pp. 116–138.

Chaney, P.K. y Lewis, C.M. (1995) Earnings management and firm valuation under asymmetric information, *Journal of Corporate Finance*, vol. 1, pp. 319-345.

Chari, A. y Henry, P. (2005) Risk sharing and asset prices: Evidence from a natural experiment, *Journal of Finance*, vol. 59, pp. 1295–1324.

Charitou, A. y Louca, C. (2009) Cross-listing and operating performance: Evidence from exchange-listed American Depositary Receipts, *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 36, pp. 99-129.

Chen, J. (1998) *Economic effects of globalization*, Ashgate Publishing Ltd..

Chen, C., Cheng, C., He, J. y Kim, J. (1997) An investigation of the relationship between international activities and capital structure, *Journal of International Business Studies*, vol. 28, pp. 563–577.

Chen, Q., Hemmer, T. y Zhang, Y. (2007) On the relation between conservatism in accounting standards and incentives for earnings management, *Journal of Accounting Research*, vol. 45, pp. 541–565.

Chhibber, P. y Majumdar, S. (1999) Foreign ownership and profitability: property rights, control, and the performance of firms in Indian industry, *The Journal of Law and Economics*, vol. 42, pp. 209–238.

Choi, S.K. y Jeter, D.C. (1992) The effect of qualified audit opinion on earnings response coefficients, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 14, pp. 229-247.

Christophe, S. (1997) Hysteresis and the value of the U.S. multinational corporation, *Journal of Business*, vol. 70, pp. 435-462.

Christophe, S. (2002) The value of US MNC earnings changes from foreign and domestic operations, *Journal of Business*, vol.75, pp. 67-93.

Click, R.W. y Harrison, P. (2000) Does multinationality matter? Evidence of value destruction in U.S. multinational corporations, Working Paper, Federal Reserve Board.

Copeland, R.M. (1968) Income smoothing, *Journal of Accounting Research*, vol. 6, pp. 101-116.

- Collins, D. y Kothari, S.P. (1989) An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 11, pp. 143-181.
- Crawford, S. y Piotroski, J. (2006) Do cross-listings shift financial reporting incentives: The impact of host country institutions on timely loss recognition practices, Working Paper, University of Chicago.
- Dahlquist, M. y Robertson, G. (2001) Direct foreign ownership, institutional investors and firm characteristics, *Journal of Financial Economics*, vol. 59, pp. 413-440.
- Daniels, J.D. y Bracker, J. (1989) Profit performance: Do foreign operations make a difference?, *Management International Review*, vol. 29, pp. 46-56.
- Darrough, M. (1993) Disclosure policy and competition: Cournot vs. Bertrand, *The Accounting Review*, vol. 68, pp. 534-561.
- DeAngelo, L. (1981) Auditor size and audit quality, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 3, pp. 183-199.
- DeAngelo, L. (1986) Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buy-outs of public stockholders, *The Accounting Review*, vol. 61, pp. 400-420.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. y Skinner, D. (1994) Accounting choice in troubled companies, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 17, pp. 113-143.
- Dechow, P. (1994) Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: the role of accounting accruals, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 18, pp. 3-42.
- Dechow, P. y Dichev, L. (2002) The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors, *Accounting Review*, vol. 77, pp. 35-59.
- Dechow, P. y Ge, W. (2006) The persistence of earnings and cash flows and the role of special items: implications for the accrual anomaly, *Review of Accounting Studies*, vol. 11, pp. 253-296.
- Dechow, P., Ge, W. y Schrand, C. (2010) Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences, *Journal of Accounting And Economics*, vol. 50, pp. 344-401.
- Dechow, P., Richardson, S. y Tuna, I. (2003) Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation, *Review of Accounting Studies*, vol. 8, pp. 355-384.

- Dechow, P., Sloan, R. y Sweeney, A. (1995) Detecting earnings management, *The Accounting Review*, vol. 70, pp. 193-225.
- Dechow, P., Sloan, R. y Sweeney, A. (1996) Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC, *Contemporary Accounting Research*, vol. 13, pp. 1-36.
- DeFond, M.L. y Jiambalvo, J. (1991) Incidence and circumstances of accounting errors, *The Accounting Review*, vol. 66, pp. 643-655.
- Defond, M.L. y Jiambalvo, J. (1994) Debt covenant violation and manipulation of accruals, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 17, pp. 145-176.
- DeFond, M.L. y Park, C. (1997) Smoothing income in anticipation of future earnings, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 23, pp. 115-139.
- Demski, J. (1998) Performance measure manipulation, *Contemporary Accounting Research*, vol. 15, pp. 261-285.
- Denis, D. J., Denis, D. K. y Sarin, A. (1999) Agency theory and the influence of equity ownership structure on corporate diversification strategies, *Strategic Management Journal*, vol. 20, pp. 1071-1076.
- Denis, D.J., Denis, D.K. y Yost, K. (2002) Global diversification, industrial diversification, and firm value, *Journal of Finance*, vol. 57, pp. 1951-1979.
- Dhaliwal, D., Subramanyam, K. y Trezevant, R. (1999) Is comprehensive income superior to net income as a measure of firm performance?, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 26, pp. 43-67.
- Dodd, P., Dopuch, N., Holthausen, R. y Leftwich, R. (1984) Qualified audit opinions and stock prices -information content, announcement dates, and concurrent disclosures, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 6, pp. 3-38.
- Dopuch, N., Holthausen, R. y Leftwich, R. (1986) Abnormal stock returns associated with media disclosures of 'subject to' qualified audit opinions, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 8, pp. 93-118.
- Doyle, J., Ge, W. y McVay, S. (2007) Accruals quality and internal control over financial reporting, *The Accounting Review*, vol. 82, pp. 1141-1170.
- Dugar, A. y Nathan, S. (1995) The effect of investment banking relationships on financial analysts' earnings forecasts and investment recommendations, *Contemporary Accounting Research*, vol. 12, pp. 131-160.

- Dunning, J. H. (1993) Internationalizing Porter's Diamond, *Management International Review*, vol. 33, pp. 7-16.
- Durnev, A., Li, T. y Magnan, M. (2009) The governance of offshore firms: implications for financial reporting, Working Paper, McGill University, University of Windsor, and Concordia University.
- Duru, A. y Reeb, D.M. (2002) International diversification and analysts' forecast accuracy and bias, *The Accounting Review*, vol. 77, pp. 415-433.
- Dyck, A. (2001) Privatization and corporate governance: Principles, evidence, and future challenges, *The World Bank Research Observer*, vol. 16, pp. 59-84.
- Dye, R.A. (1985) Disclosure of nonproprietary information, *Journal of Accounting Research*, vol. 23, pp. 123-145.
- Dyreng, S., Hanlon, M. y Maydew, E. (2011) Where do firms manage earnings?, Working paper, Duke University, Massachusetts Institute of Technology, and University of North Carolina.
- D'Souza, J. y Megginson, W. (1999) The financial and operating performance of privatized firms during the 1990s, *Journal of Finance*, vol. 54, pp. 1397-1438.
- Easton, P. y Zmijewski, M. (1989) Cross-sectional variation in the stock market response to accounting earnings announcements, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 11, pp. 117-142.
- Efendi, J., Srivastava, A. y Swanson, E. (2007) Why do corporate managers misstate financial statements? The role of option compensation and other factors, *Journal of Financial Economics*, vol. 85, pp. 667-708.
- Elliott, J.A. (1982) "Subject to" audit opinions and abnormal security returns — outcomes and ambiguities, *Journal of Accounting Research*, vol. 20, pp. 617-638.
- Eng, L.L. y Lin, Y. (2011) accounting quality, earnings management and cross-listings: Evidence from China, Working Paper, Missouri University of Science and Technology.
- Errunza, V. y Senbet, L. (1981) The effects of international operations on market value of the firm: theory and evidence, *Journal of Finance*, vol. 36, pp. 401-417.
- Errunza, V. y Senbet, L. (1984), International corporate diversification, market valuation and size adjusted evidence, *Journal of Finance*, vol. 34, pp. 727-

745.

Ettredge, M., Kwon, S., Smith, D. y Stone, M. (2006) The effect of SFAS No. 131 on the crosssegment variability of profits reported by multiple segment firms, *Review of Accounting Studies*, vol. 17, pp. 91-117.

Fairfield, P., Sweeney, R. y Yohn, T. (1996) Accounting Classification and the Predictive Content of Earnings, *The Accounting Review*, vol. 71, pp. 337-355.

Fairfield, P., Whisenant, S. y Yohn, T. (2003) Accrued earnings and growth: implications for future profitability and market mispricing, *The Accounting Review*, vol. 78, pp. 353- 371.

Fan, N. (2008) A study of foreign earnings management using an empirical distribution approach, Unpublished dissertation, University of Texas at Arlington.

Farber, D. (2005) Restoring trust after fraud: does corporate governance matter?, *The Accounting Review*, vol. 80, pp. 539-561.

Farinha, J. y Moreira, J.A. (2007) Dividends and earnings quality: The missing link, Working Paper, University of Porto.

Fatemi, A. (1984) Shareholder benefits from corporate international diversification, *Journal of Finance*, vol. 39, pp. 1325-1344.

Ferguson, M., Seow, G. y Young, D. (2004) Nonaudit services and earnings management: UK evidence, *Contemporary Accounting Research*, vol. 21, pp. 813-841.

Feroz, E., Park, K. y Pastena, V. (1991) The financial and market effects of the SEC's accounting and auditing enforcement releases", *Journal of Accounting Research*, vol. 29, pp. 107- 142.

Forbes, W.P. y Skerratt, L.C.L. (1992) Analysts' forecast revisions and stock price movements, *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 19, pp. 555-569.

Francis, J. y Ke, B. (2003) Do fees paid to auditors increase a company's likelihood of meeting analysts' earnings forecasts?, Working Paper, University Of Missouri and Penn State University.

Francis, J. y Ke, B. (2006) Disclosure of fees paid to auditors and the market valuation of earnings surprises, *Review of Accounting Studies*, vol. 11, pp. 495-523.

- Francis, J. y Krishnan, J. (1999) Accounting accruals and auditor reporting conservatism, *Contemporary Accounting Research*, vol. 16, pp. 135-165.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. y Schipper, K. (2003) Earnings quality and the pricing effects of earnings patterns, Working Paper, Duke University.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. y Schipper, K. (2005) The market pricing of accruals quality, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 39, pp.295-327.
- Francis, J., Maydew, E. y Sparks H. C. (1999) The role of big 6 auditors in the credible reporting of accruals, *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, vol. 18, pp. 17-34.
- Francis, J., Nanda, D. y Olsson, P. (2008) Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital, *Journal of Accounting Research*, vol. 46, pp. 53-99.
- Francis, J. y Wang, D. (2003) Are Big 4 audit firms conservative only in the United States?, Working Paper, University of Missouri-Columbia.
- Francis, J. y Wang, D. (2008) The joint effect of investor protection and Big 4 audits on earnings quality around the world, *Contemporary Accounting Research*, vol. 25, pp. 157-191.
- Frankel, R.M., Kothari, S.P. y Weber, JP. (2006) Determinants of the informativeness of analyst research, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 41, pp. 29-54.
- Frankel, R.M., Johnson, M.F. y Nelson, K.K. (2002) Auditor independence and earnings quality, *The Accounting Review*, vol. 77, pp. 71-105.
- Frydman, R., Marek Hessel, C.K. y Rapaczynski, A. (1999) When does privatization work? The impact of private ownership on corporate performance in the transition economies, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 114, pp. 1153-1191.
- Gande, A., Schenzler, C. y Senbet, L.W. (2009) Valuation effects of global diversification, *Journal of International Business Studies*, vol. 40, pp. 1515-1532.
- Gauntt, J. E. y Glezen, W. (1996) Guidance for multilocation audits, *The CPA Journal*, pp. 60-61.
- Ge, W. y McVay, S. (2005) The disclosure of material weaknesses in internal control after the Sarbanes-Oxley Act, *Accounting Horizons*, vol. 19, pp. 137-158.

- Geiger, M., Lennox, C. y North, D. (2008) The hiring of accounting and finance officers from audit firms: how did the market react?, *Review of Accounting Studies*, vol. 13, pp. 55– 86.
- Goel, A.M. y Thakor, A.V. (2003) Why do firms smooth earnings?, *Journal of Business*, vol. 76, pp. 151-192.
- Goldberg, S. y Heflin, F. (1995) The association between the level of international diversification and risk, *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 6, pp. 1–25.
- Graham, C., Cannice, M. y Sayre, T. (2002) Analyzing financial analysts: what they look for in financial reports and how they determine earnings quality, *Journal of Management Research*, vol. 2, pp. 63–72.
- Gul, F.A., Kim, J.B. y Qiu, A.A. (2010) Ownership concentration, foreign shareholding, audit quality, and stock price synchronicity: Evidence from China, *Journal of Financial Economics*, vol. 95, pp. 425-442.
- Hagerman, R. y Zmijewski, M. (1979) Some economic determinants of accounting policy choice, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 1, pp. 141–161.
- Hammersley, J., Myers, L. y Shakespeare, C. (2008) Market reactions to the disclosure of internal control weaknesses and to the characteristics of those weaknesses under Section 302 of the Sarbanes-Oxley Act of 2002, *Review of Accounting Studies*, vol. 13, pp. 141–165.
- He, J. y Ng, L. (1998) The foreign exchange exposure of Japanese multinational corporations, *Journal of Finance*, vol. 53, pp. 733-753.
- Healy, P. (1985) The effect of bonus schemes on accounting decisions, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, pp. 85–107.
- Heflin, F., Subramanyan, K.R. y Zhang, Y. (2003) Regulation FD and the financial information environment, *The Accounting Review*, vol. 78, pp. 1–37.
- Hermanns, S. (2006) Financial information and earnings quality: a literature review, Working Paper, University of Illinois.
- Herrmann, D., Kang, T. y Kim, J. (2010) International diversification and management earnings guidance: the effects of Reg FD, *Journal of International Accounting Research*, vol. 9, pp. 1–22.
- Herrmann, D., Hope, O.-K. y Thomas, W.B. (2008) International diversification and forecast optimism: the effects of Reg FD, *Accounting Horizons*, vol. 22, pp. 179–197.

- Herrmann, D. y Thomas, W.B. (2000) An analysis of segment disclosures under SFAS No. 131 and SFAS No. 14, *Accounting Horizons*, vol. 14, pp. 287 – 302.
- Hines, J. y Rice, E. (1990) Fiscal paradise: Foreign tax havens and American business, NBER paper, no. 3477.
- Hirst, E., Koonce, L. y Simko, P. (1995) Investor reactions to financial analysts' research reports, *Journal of Accounting Research*, vol. 33, pp. 335–351.
- Hogan, C. y Wilkins, M. (2008) Evidence on the audit risk model: do auditors increase audit fees in the presence of internal control deficiencies?, *Contemporary Accounting Research*, vol. 25, pp. 219–242.
- Holthausen, R.W. y Verrecchia, R.E. (1988) The effect of sequential information releases on the variance of price changes in an intertemporal multi-asset market, *Journal of Accounting Research*, vol. 26, pp. 82-106.
- Hope, O.-K. y Thomas, W.B. (2008) Managerial empire building and firm disclosure, *Journal of Accounting Research*, vol. 46, pp. 591–626.
- Hope, O.-K., Thomas, W.B. y Winterbotham, G. (2009) Geographic earnings disclosure and trading volume, *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 28, pp. 167-188.
- Hu, F., Yang, S. y Giacomino, D. (2010) the influence of foreign operations and their disclosure on earnings quality, *The International Business & Economics Research Journal*, vol. 9, pp. 109-120.
- Hua, L. G. (1997) Audit qualification: what does it means?, *Singapore Management Review*, vol. 19, pp. 78-80.
- Hughes, L., Logue, D. y Sweeney, R. (1975) Corporate international diversification and market assigned measures of risk and diversification, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 10, pp. 627-637.
- Huijgen, C. y Lubberink, M. (2005) Earnings conservatism, litigation and contracting: The case of cross-listed firms, *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 32, pp. 1275-1309.
- Irani, A.J. y Karamanou, I. (2003) Regulation fair disclosure, analyst following, and analyst forecast dispersion, *Accounting Horizons*, vol. 17, pp. 15–29.
- Jensen, M. (1986) Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, vol. 76, pp. 323-329.

- Jensen, M. y Meckling, W. (1976) Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360.
- Jiang, L. y Kim, J.B. (2004) Foreign equity ownership and information asymmetry: Evidence from Japan, *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol.15, pp. 185-211.
- Joe, J. y Vandervelde, S. (2007) Do auditor-provided nonaudit services improve audit effectiveness?, *Contemporary Accounting Research*, vol. 24, pp. 467-487.
- Johnson, W. y Ramanan, R. (1988) Discretionary accounting changes from "successful efforts" to "full cost" methods: 1970-1976, *The Accounting Review*, vol. 63, pp. 96-110.
- Jones, F. L. (1996) The information content of the auditor's going concern evaluation, *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 15, pp. 1-27.
- Jones, J. (1991) Earnings management during import relief investigations, *Journal of Accounting Research*, vol. 29, pp. 193-228.
- Keating, A. y Zimmerman, J. (1999) Depreciation-policy changes: tax, earnings management, and investment opportunity incentives, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 28, pp. 359-389.
- Key, K. (1997) Political cost incentives for earnings management in the cable television industry, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 23, pp. 309-337.
- Khanna, T. y Palepu, K.G. (2000) Emerging market business groups, foreign investors, and corporate governance, *Concentrated Corporate Ownership*, pp. 265-294.
- Khurana, I.K., Pereira, R. y Raman, K.K. (2003) Does analyst behavior explain market mispricing of foreign earnings for U.S. multinational firms?, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 18, pp. 453-478.
- Kim, E.H. y Singal, V. (2000) Stock markets openings: Experiences of emerging economies, *Journal of Business*, vol. 73, pp. 25-66.
- Kim, W. y Lyn, E. (1986) Excess market value, the multinational corporation, and Tobin's q ratio, *Journal of International Business Studies*, vol. 17, pp. 117-126.
- Kinney, W., Palmrose, Z. y Scholz, S. (2004) Auditor independence, non-audit

- services, and restatements: was the U.S. government right?, *Journal of Accounting Research*, vol. 42, pp. 561–588.
- Königsgruber, R. (2009) An economic analysis of cross-listing decisions and their impact on earnings quality, *Schmalenbach Business Review*, vol. 61, pp. 310-330.
- Kormendi, R. y Lipe, R. (1987) Earnings innovations, earnings persistence, and stock returns, *Journal of Business*, vol. 60, pp. 323–345.
- Kothari, S., Leone, A. y Wasley, C. (2005) Performance matched discretionary accrual measures, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 39, pp.163-197.
- Krishnan, G. (2003) Does Big 6 auditor industry expertise constrain earnings management?, *Accounting Horizons*, vol. 17, pp. 1–16.
- Krishnan, J. y McDougal, K. (2005) International diversification and auditor reporting, Working Paper, Temple University.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (1998) Law and Finance, *Journal of Political Economy*, vol. 106, pp. 1113–1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (1999) Corporate ownership around the world, *Journal of Finance*, vol. 54, pp. 471-516.
- Lang, M., Raedy, J.S. y Wilson, W. (2006) Earnings management and cross listing: Are reconciled earnings comparable to U.S. earnings? *Journal of Accounting and Economics*, vol. 42, pp. 255-283.
- Lang, M., Raedy, J.S. y Yetman, M.H. (2003) How representative are firms that are cross-listed in the United States? An analysis of accounting quality, *Journal of Accounting Research*, vol. 41, pp. 363-386.
- Larcker, D. y Richardson, S. (2004) Fees paid to audit firms, accrual choices, and corporate governance, *Journal of Accounting Research*, vol. 42, pp. 625–658.
- Lee, K. y Kwok, C. (1988) Multinational corporations vs. domestic corporations: international environmental factors and determinants of capital structure, *Journal of International Business Studies*, vol. 19, pp. 195-217.
- Lennox, C. y Park, C. (2006) The informativeness of earnings and management's issuance of earnings forecasts, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 42, pp. 439–458.

- Leuz, C., Nanda, D. y Wysocki, P. (2003) Earnings management and investor protection: An international comparison, *Journal of Financial Economics*, vol. 69, pp. 505–527.
- Lev, B. (1983) Some economic determinants of time-series properties of earnings, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 5, pp. 31–48.
- Lev, B. (1989) On the usefulness of earnings and earnings research: lessons and directions from two decades of empirical research, *Journal of Accounting Research*, vol. 27, pp. 153– 201.
- Levitt, A. (1998) The earnings game, Speech at NYU Center for Law and Business, New York.
- Li, Y., Stokes, D., Taylor, S. y Wong, L. (2009) Audit quality, accounting attributes and the cost of equity capital, Working Paper, Monash University.
- Li, O.Z., Xie, H. y Xu, W. (2003) Heterogeneous valuation of accruals and trading volume, Working Paper, University of Notre Dame.
- Lin, H. y McNichols, M. (1998) Underwriting relationships, analysts' earnings forecasts and investment recommendations, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 25, pp. 101– 127.
- Lin, Z.J., Liu, M. y Wang, Z. (2009) Market implications of the audit quality and auditor switches: Evidence from China, *Journal of International Management and Accounting*, vol. 20, pp. 35-78.
- Lindahl, F. (1989) Dynamic analysis of inventory accounting choice, *Journal of Accounting Research*, vol. 27, pp. 201–226.
- Lipe, R. (1990) The relation between stock returns and accounting earnings given alternative information, *Accounting Review*, vol. 65, pp. 49-71.
- Lobo, G.J., Kwon, S.S. y Ndubizu, G.A. (1998) The impact of SFAS No. 14 segment information on price variability and earnings forecast accuracy, *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 25, pp. 969-985.
- Loebbecke, J., Eining, M. y Willingham, J. (1989) Auditor's experience with material irregularities: frequency, nature, and detectability, *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, vol. 9, pp. 1-28.
- Lougee, B. y Marquardt, C. (2004) Earnings informativeness and strategic disclosure: an empirical examination of "pro forma" earnings, *The Accounting Review*, vol. 79, pp. 769–795.

- Loudder, M.L., Khurana, I.K., Sawyers, R.B., Cordery, C., Johnson, C., Lowe, J., Wunderle, R. (1992) The information content of audit qualifications, *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, vol. 11, pp. 69-82.
- Malmquist, D. (1990) Efficient contracting and the choice of accounting method in the oil and gas industry, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 12, pp. 173-205.
- Markides, C.C. e Ittner, C.D. (1994) Shareholder benefits from corporate international diversification: evidence from U.S. international acquisitions, *Journal of International Business Studies*, vol. 25, pp. 343-366.
- Matsumoto, D. (2002) Management's incentives to avoid negative earnings surprises, *The Accounting Review*, vol. 77, pp. 483-514.
- McNichols, M. (2002) Discussion of "The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors", *The Accounting Review*, vol. 77, pp. 61-69.
- McVay, S., Nagar, V. y Tang, V. (2006) Trading incentives to meet the analyst forecast, *Review of Accounting Studies*, vol. 11, pp. 575-598.
- Merton, R.C. (1987) A simple model of capital market equilibrium with incomplete information, *Journal of Finance*, vol. 42, pp. 483-531.
- Mikhail, M.B., Walther, B.R. y Willis, R.H. (2003) The effect of experience on security analyst underreaction, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 35, pp. 101-116.
- Milgrom, P. (1981) Good news and bad news: Representation theorems and applications, *Bell Journal of Economics*, vol. 12, pp. 380-391.
- Miller, M.H. y Modigliani, F. (1961) Dividend policy, growth and the valuation of shares, *Journal of Business*, vol. 34, pp. 411-433.
- Mohammady, A. (2010) Earnings quality constructs and measures, *The Business Review, Cambridge*, vol. 16, pp. 277-283.
- Mohanram, P. y Sunder, S. (2006) How has regulation fair disclosure affected the operations of financial analysts?, *Contemporary Accounting Research*, vol. 23, pp. 491-525.
- Morck, R. y Yeung, B. (1991) Why investors value multinationality, *Journal of Business*, vol. 64, pp. 165-187.
- Nelson, M., Elliott, J. y Tarpley, R. (2002) Evidence from auditors about managers' and auditors' earnings management decisions, *The Accounting*

Review, vol. 77, pp. 175– 202.

Nissim, D. y Penman, S. (2001) Ratio analysis and equity valuation: from research to practice, *Review of Accounting Studies*, vol. 6, pp. 109–154.

Nobes, C.W. (1998) Towards a general model of the reasons for international differences in financial reporting, *Abacus*, vol. 34, pp. 162-187.

Nobes, C.W. (2008) Accounting classification in the IFRS era, *Australian Accounting Review*, vol. 18, pp. 191-198.

Nwaeze, E., Yang, S. y Yin, J. (2006) Accounting information and CEO compensation: the role of cash flow from operations in the presence of earnings, *Contemporary Accounting Research*, vol. 23, pp. 227–265.

O'Brien, P., McNichols, M. y Lin, H. (2005) Analyst impartiality and investment banking relationships, *Journal of Accounting Research*, vol. 43, pp. 623–650.

Palmrose, Z. (1988) An analysis of auditor litigation and audit service quality, *The Accounting Review*, vol. 63, pp. 55–73.

Park, Y.W. y Shin, H.H. (2003) Board composition and earnings management in Canada, *Journal of Corporate Finance*, vol. 10, pp. 431-457.

Penman, S. y Zhang, X. (2002) Accounting conservatism, the quality of earnings, and stock returns, *The Accounting Review*, vol. 77, pp. 237–264.

Phani, B.V., Reddy, V.N., Ramachandran, N. y Bhattacharyya, A.K. (2005) Insider ownership, corporate governance and corporate performance, *NSE Research Initiative Proposal no. 89*.

Rajan, R. y Zingales, L. (1998) Financial dependence and growth, *American Economic Review*, vol. 88, pp. 559-586.

Reeb, D., Kwok, C. y Baek, Y. (1998) Systematic risk in the multinational corporation, *Journal of International Business Studies*, vol. 29, pp. 263-279.

Reeb, D., Mansi, S.A. y Allee, J.M. (2001) Firm internationalization and the cost of debt financing: evidence from non-provisional publicly traded debt, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 36, pp. 395-414.

Richardson, S. (2003) Earnings quality and short sellers, *Accounting Horizons*, vol. 17, pp. 49–61.

Richardson, S., Sloan, R., Soliman, M. y Tuna, I. (2005) Accrual reliability,

- earnings persistence and stock prices, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 39, pp. 437–485.
- Richardson, S., Sloan, R., Soliman, M. y Tuna, I. (2006) The implications of accounting distortions and growth for accruals and profitability, *The Accounting Review*, vol. 81, pp. 713–743.
- Robbins, S. y Stobaugh, R. (1973) *Money in the multinational enterprise: a study in financial policy*, New York, NY: Basic Books.
- Ronen, J. y Yaari, V. (2008) *Earnings management: emerging insights in theory, practice, and research*, Springer US.
- Schipper, K. (1991) Analysts' forecasts, *Accounting Horizons*, vol. 5, pp. 105–121.
- Schipper, K. y Vincent, L. (2003) Earnings quality, *Accounting Horizons*, vol. 17, pp. 97-110.
- Shaked, I. (1986) Are multinational corporations safer?, *Journal of International Business Studies*, vol. 16, pp. 83-106.
- Skinner, D.J. (2004) What do dividends tell us about earnings quality, Working Paper, University of Michigan Business School.
- Skinner, D.J. y Sloan, R.G. (2002) Earnings surprises, growth expectations, and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio, *Review of Accounting Studies*, vol. 7, pp. 289-312.
- Skinner, D.J. y Soltes, E. (2009) What do dividends tell us about earnings quality?, *Review of Accounting Studies*, vol. 16, pp. 1–28.
- Sloan, R. (1996) Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?, *The Accounting Review*, vol. 71, pp. 289–315.
- Solnik, B. (1974) The international pricing of risk: an empirical investigation of the world capital market structure, *Journal of Finance*, vol. 29, pp. 365-376.
- St. Pierre, K. y Anderson, J. (1984) An analysis of the factors associated with lawsuits against public accountants, *Accounting Review*, vol. 59, pp. 242-263.
- Street, D.L. y Gray, S.J. (2002) Factors influencing the extent of corporate compliance with international accounting standards: summary of a research monograph, *Journal of International Accounting, Auditing and*

Taxation, vol. 11, pp. 51–76.

Stulz, R. (1981) On the effects of barriers to international investment, *The Journal of Finance*, vol. 36, pp. 923–934.

Stulz, R. (1999) Globalization of equity markets and the cost of capital, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 12, pp. 8-25.

Stulz, R. (2000) Financial structure, corporate finance, and economic growth, *International Review of Finance*, vol. 1, pp. 11-38.

Subramanyam, K. (1996) The pricing of discretionary accruals, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 22, pp. 249–281.

Summers, S.L. y Sweeney, J.T. (1998) Fraudulently misstated financial statements and insider trading: an empirical analysis, *The Accounting Review*, vol. 73, pp. 131-146.

Sweeney, A. (1994) Debt-covenant violations and managers' accounting responses, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 17, pp. 281–308.

Teoh, S. y Wong, T. (1993) Perceived auditor quality and the earnings response coefficient, *The Accounting Review*, vol. 68, pp. 346–366.

Thomas, W.B. (1999) A test of the market's mispricing of domestic and foreign earnings, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 28, pp. 243–267.

Trefler, D. (1995) The case of the missing trade and other mysteries, *American Economic Review*, vol. 85, pp. 1029–1046.

Trueman, B. y Titman, S. (1988) An explanation for accounting income smoothing, *Journal of Accounting Research*, vol. 26, pp. 127-139.

Tucker, J. y Zarowin, P. (2006) Does income smoothing improve earnings informativeness?, *The Accounting Review*, vol. 81, pp. 251–270.

Van Biesebroeck, J. (2005) Exporting raises productivity in Sub-Saharan manufacturing plants, *Journal of International Economics*, vol. 67, pp. 373–391.

Van Tendeloo, B. y Vanstraelen, A. (2005) Earnings management under German GAAP versus IFRS, *European Accounting Review*, vol. 14, pp. 155-180.

Verrecchia, R. (1983) Discretionary disclosure, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 5, pp. 179–194.

Verrecchia, R. (1990) Information quality and discretionary disclosure, *Journal of*

- Accounting and Economics, vol. 12, pp. 365–380.
- Wagner, J. (2007) Exports and productivity: a survey of the evidence from firm level data, *The World Economy*, vol. 30, pp. 60–82.
- Warfield, T.D., Wild, J.J. y Wild, K.L. (1995) Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 20, pp. 61-91.
- Watts, R.L. (2003) Conservatism in accounting part II: evidence and research opportunities, *Accounting Horizons*, vol. 17, pp. 287-301.
- Watts, R.L. y Zimmerman, J. (1986) *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall Inc.
- Waymire, G. (1985) Earnings volatility and voluntary management forecast disclosure, *Journal of Accounting Research*, vol. 23, pp. 268-295.
- Wei, Z., Xie, F. y Zhang, S. (2005) Ownership structure and firm value in China's privatized firms: 1991– 2001, *Journal of financial and quantitative analysis*, vol. 40, pp. 87 – 108.
- Zhou, J. y Elder, R. (2001) Audit firm size, industry specialization and earnings management by initial public offering firms, Working Paper, Binghamton University.
- Zimmer, I. (1986) Accounting for interest by real estate developers, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 8, pp. 37–51.
- Zmijewski, M. y Hagerman, R. (1981) An income strategy approach to the positive theory of accounting standard setting/choice, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 3, pp. 129–149.



GOBIERNO  
DE ESPAÑA

MINISTERIO  
DE ECONOMÍA  
Y COMPETITIVIDAD