

XII Premio de Investigación Contable
“José María Fernández Pirla”



**LA COMPARABILIDAD DE LA INFORMACIÓN
CONTABLE EN EUROPA:
LOS EFECTOS DE LA GESTIÓN DEL RESULTADO
CONTABLE SOBRE EL NIVEL DE CONSERVADURISMO.**

**Araceli Mora Enguídanos
Juan Manuel García Lara
Beatriz García Osma
Ana Gisbert Clemente**

LA COMPARABILIDAD DE LA INFORMACIÓN CONTABLE EN EUROPA: Los efectos de la gestión del resultado contable sobre el nivel de conservadurismo

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

**D.^a ARACELI MORA ENGUÍDANOS
D. JUAN MANUEL GARCÍA LARA
D.^a BEATRIZ GARCÍA OSMA
D.^a ANA GISBERT CLEMENTE**

Premio de Investigación Contable “José M.^a Fernández Pirla”

XII Edición (2003)

LA COMPARABILIDAD DE LA INFORMACIÓN CONTABLE EN EUROPA: LOS EFECTOS
DE LA GESTIÓN DEL RESULTADO CONTABLE SOBRE EL NIVEL DE CONSERVADURISMO.

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

Edición en línea: año 2011
N.I.P.O.: en línea: 604-11-008-9

Edición en CD: año 2005
N.I.P.O.: 604-05-005-x
I.S.B.N.: 84-89-006-93-8
Depósito legal: M-42.765-2005

ÍNDICE

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....	13
PARTE I. EL CONSERVADURISMO CONTABLE	19
1. ANTECEDENTES	21
2. EL CONCEPTO DE CONSERVADURISMO CONTABLE	23
3. EL CONSERVADURISMO DEL RESULTADO	26
4. COMPARACIONES INTERNACIONALES DEL CONSERVADURISMO DEL RESULTADO	28
4.1. Metodología y resultados.....	28
4.2. Incidencia del conservadurismo del balance en el conservadurismo del resultado.....	30
PARTE II. LA GESTIÓN DEL RESULTADO CONTABLE	33
1. INTRODUCCIÓN	35
2. METODOLOGÍA DE ANÁLISIS	38
2.1. Los modelos basados en los ajustes por devengos	38
2.2. El cálculo de los ajustes por devengo.....	42
3. LAS MOTIVACIONES DE LA GESTIÓN DEL RESULTADO: EVIDENCIA EMPÍRICA	44
3.1. Motivaciones contractuales	45
3.2. Motivaciones políticas y gubernamentales	47
3.3. Motivaciones de valoración en el mercado	48

4. FACTORES DE CONTROL DE LA GESTIÓN	55
5. COMPARABILIDAD INTERNACIONAL	58
PARTE III. ANÁLISIS EMPÍRICO	61
1. INTRODUCCIÓN	63
2. PLANTEAMIENTO DE LAS HIPÓTESIS	65
2.1. El conservadurismo del resultado	65
3. METODOLOGÍA	70
3.1. El conservadurismo del resultado	70
3.2. La gestión del resultado	71
4. RESULTADOS	74
CONCLUSIONES	77
TABLAS	80
BIBLIOGRAFÍA	95

INTRODUCCIÓN

INTRODUCCIÓN

MARCO DE REFERENCIA

LA INVESTIGACIÓN BASADA EN EL MERCADO DE CAPITALES

La investigación contable basada en el mercado de capitales comenzó en Estados Unidos al final de la década de los sesenta coincidiendo con los avances en finanzas relacionados con los desarrollos teóricos, modelo de cartera, CAPM y teoría del mercado eficiente. Surge el paradigma de la utilidad que ha prevalecido durante más de 30 años en la investigación, así como la línea de investigación más prolífica hasta la fecha en la disciplina contable.

En la década de los noventa se produjo una intensa globalización de los mercados financieros marcada por una internacionalización de los inversores y, fundamentalmente, por el incremento en el número de empresas que buscan financiación en otros mercados de capitales. Es entonces cuando se hace patente la necesidad de contrastar la necesidad de la comparabilidad de la información financiera desde la perspectiva del mercado.

Aunque fueron los investigadores estadounidenses los primeros en manifestar dicha preocupación investigando acerca de la justificación o no de la exigencia del formulario de reconciliación exigido por sus bolsas a las empresas extranjeras, los acontecimientos más recientes en el marco europeo han llevado a los investigadores europeos a plantearse diversos estudios relacionados con la comparabilidad de la información, y con las causas y efectos de la diversidad contable en los mercados financieros.

La investigación en esta línea está enmarcada en un marco institucional caracterizado por la idea de establecer a medio plazo un mercado financiero europeo único, capaz de competir con la bolsa de Nueva York, así como por la nueva estrategia de armonización contable establecida por la Comisión Europea de apoyo al IASB y a la adopción de sus normas por parte de las empresas europeas a partir de 2005 con el fin de que las empresas europeas presenten una información financiera comparable.

La forma de contrastar los efectos de la diversidad, y en consecuencia de la comparabilidad, sobre el mercado de capitales se ha basado fundamentalmente en la búsqueda de

diferencias significativas entre la relación de la información contable y la información del mercado entre distintos países. En la última década han sido pues los denominados “modelos de asociación” entre la información del mercado y la información contable, los que han supuesto la base metodológica para contrastar, tanto la relevancia, como las diferencias en la relevancia de la información contable entre países, es decir, la comparabilidad.

Los resultados de estos estudios son de gran importancia en un momento en que tanto el mundo profesional como el académico reclaman cambios importantes en los sistemas contables tradicionales, buscando una información regida por unas normas y criterios que permitan la adaptación de la información a la nueva realidad económica, tanto en el campo de la relevancia como en el de la comparabilidad. En definitiva, los retos de la investigación reciente en el mercado de capitales relacionados con la comparabilidad internacional podría concretarse en los siguientes:

- a) Analizar si la diversidad contable afecta a la valoración que el mercado hace de la información financiera. Es decir, si la relevancia de la información contable varía de unos países a otros
- b) Si se demuestra que existen diferencias significativas en la relevancia de la información contable, determinar qué normas son las más relevantes (de mayor calidad) para el mercado

Por otra parte, tradicionalmente se ha aludido a una de las características o principios de la contabilidad como una de las causas de la diversidad contables: el nivel de conservadurismo. Si embargo, el propio concepto de conservadurismo contable ha cambiado en los últimos años y con él las hipótesis a contrastar sobre las diferencias internacionales.

Uno de los aspectos más investigado en este sentido en los últimos años es el de las diferencias entre países en el reconocimiento de buenas y malas noticias en el resultado contable. Este concepto de “**conservadurismo del resultado**” introducido por Basu en 1997 ha dado lugar a estudios recientes que predicen la existencia de un mayor conservadurismo en los países anglosajones debido, entre otras cosas, a un mayor riesgo de litigio al que se ve sometida la gerencia. Sin embargo, pese a una ausencia prácticamente total de los riesgos de litigio en los países continentales, los resultados de los estudios no parecen (sorprendentemente) mostrar diferencias significativas entre los países.

LA INVESTIGACIÓN BASADA EN LA TEORÍA POSITIVA

Por otro lado, paralelamente al desarrollo de la investigación contable en el mercado de capitales, se desarrolló la línea de investigación contable relacionada con la elección contable. Ya desde finales de los años 70 se puso de manifiesto por parte de investigadores estadounidenses las posibles consecuencias económicas de los distintos métodos, procedimientos y criterios de valoración contables. Partiendo de la Teoría de la agencia y de la Teoría de la firma (Coase, 1937; Jensen y Meckling, 1976) se ha desarrollado una investigación basada en hipótesis sobre las motivaciones de la elección contable, estructurada de forma pionera por Watts y Zimmerman en 1986. En los últimos años se ha desarrollado extraordinariamente la línea de investigación relacionada con lo que en inglés se ha denominado “**earnings management**”. Existen en la literatura diversas definiciones de este tér-

mino. Dechow y Skinner (2000) recogen las dos más relevantes: Schipper (1989) y Healy y Whalen (1999). Schipper (1989) aporta una de las primeras definiciones en esta línea de investigación, definiendo el “*earnings management*” como la “intervención en el proceso de elaboración de la información financiera y contable, con el claro propósito de obtener algún beneficio propio”. De manera similar, para Healy y Whalen (1999), este fenómeno tiene lugar cuando los directivos hacen uso de la discrecionalidad y subjetividad inherente a su posición en la elaboración de los estados financieros, con el objeto bien de inducir a error a los inversores, bien de ajustar las cifras a los requisitos impuestos por contratos basados en datos contables. En España, Apéllaniz y Labrador (1995) definen este término como la “selección de técnicas por parte de la gerencia de la empresa para obtener un nivel de beneficios deseados, sirviéndose de la flexibilidad permitida por los principios de Contabilidad Generalmente Aceptados de los distintos países”.

Aquí queremos resaltar que en España el término “*earnings management*” ha sido traducido por diversas denominaciones. En el mundo académico se ha utilizado preferentemente el término “manipulación contable”, y últimamente también la acepción de “contabilidad creativa”. Sin embargo hay que tener en cuenta que el término “manipulación” no está bien visto por parte del mundo profesional por considerar que esta denominación tiene un sentido peyorativo, que puede confundirse fácilmente con el de fraude. La primera definición que hemos expresado en los párrafos anteriores podría ajustarse bien al término de manipulación. La segunda definición es más amplia ya que abarca tanto el sentido peyorativo de inducir a error a los accionistas, como el de mejorar la situación de la empresa en sus contratos con terceros (claramente a favor de los accionistas, aunque en contra de esos terceros). La definición de las autoras españolas es más neutra. Es por ello que en el presente estudio hemos optado por denominarlo “gestión del resultado contable”, aunque, en cualquier caso, hacemos referencia, insistimos, a lo que hasta ahora en el mundo académico se ha denominado mayoritariamente “manipulación del resultado”.

Aquí queremos puntualizar que, aunque no hacemos referencia al fraude, ya que consideramos la manipulación dentro del respeto a los límites de la legalidad, insistimos en el hecho de que podemos encontrar autores que defienden esta “gestión del resultado” argumentando que tiene fines informativos (y por tanto beneficioso para los accionistas) y otros que defienden que la gestión del resultado por parte de la gerencia es meramente oportunista para salir beneficiado en sus relaciones con terceros o en beneficio propio, y no siempre con el objeto de beneficiar a los accionistas simultáneamente (en este caso si que podría ser más adecuado el término manipulación). Consideramos por tanto que gestión del resultado es un término más amplio y sin connotaciones necesariamente negativas.

La gestión del resultado contable (precisamente a causa de la manipulación con sentido peyorativo) se ha convertido durante la última década en uno de fenómenos más y mejor documentados, tanto en publicaciones académicas, como en la prensa financiera y documentos oficiales preparados por los organismos emisores de normativa contable. Los recientes escándalos financieros de ENRON y Worldcom en Estados Unidos, no hacen sino demostrar la trascendencia que esta línea de investigación tiene para todos los usuarios de la información contable: inversores, auditores, analistas financieros, bolsas de valores, los organismos reguladores de la información financiera, e incluso los diversos gobiernos de cada país.

OBJETIVO DEL ESTUDIO

LA INTERACCIÓN ENTRE LOS ESTUDIOS DE MERCADO Y LA GESTIÓN DEL RESULTADO EN LAS COMPARACIONES INTERNACIONALES

Volviendo a la investigación sobre las diferencias internacionales en el **conservadurismo del resultado**, una posible explicación al por qué los países de Europa Continental muestran en los estudios un conservadurismo del resultado similar al del Reino Unido, pese a la falta del riesgo de litigio en estos países, podría ser la existencia de diferencias internacionales en **las prácticas de gestión del resultado** que distorsionan los resultados de los estudios. Pese que algunos autores han sugerido esta posibilidad, no ha sido contrastada empíricamente hasta la fecha.

La existencia de distintas motivaciones para la gestión del resultado por parte de la gerencia hace pensar en la influencia de distintos factores endógenos e institucionales que difieren entre los países y que pueden llevar a diferencias internacionales en la gestión del resultado. Son diversos los trabajos que muestran la incidencia de factores institucionales en la relación entre la información contable y los precios de mercado. Sin embargo no hay que olvidar que los factores institucionales influyen, no sólo en la relación entre información contable y precios, sino también en la calidad o propiedades de esa información contable.

Esto puede poner de manifiesto un problema que surge al realizar estudios de mercado de carácter comparativo entre países. Es importante analizar el efecto de factores institucionales en la información contable antes de analizar la relación de esta información con los precios. Este último aspecto ha sido poco analizado hasta la fecha. La línea de investigación del mercado de capitales y la de la gestión del resultado, englobada en la de la teoría positiva y la elección contable, han tenido un gran desarrollo en paralelo durante los últimos 30 años. El objetivo de este estudio es establecer una conexión entre ambos aspectos y evidenciar la importancia de analizar las diferencias internacionales en la gestión del resultado antes de analizar las diferencias en otros aspectos de la relación entre información contable y precios, como el conservadurismo del resultado. No hay que olvidar que, aunque ambos aspectos obedecen a factores institucionales, no deben confundirse. Las implicaciones que los resultados obtenidos en este tipo de investigaciones tienen para entender el alcance que puede tener la adopción en Europa de normas comunes de contabilidad son, a nuestro entender, de gran trascendencia.

MOTIVACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN

En resumen podríamos decir que las principales motivaciones para la elaboración del presente trabajo son las siguientes:

1°. **La evidencia de trabajos previos** publicados en prestigiosas revistas son contrarios, o al menos no permiten aceptar la hipótesis de partida de que los países con mayores riesgos de litigio tienen un mayor conservadurismo del resultado, es decir, la gerencia tiende a reflejar con mayor rapidez en el resultado contable las malas noticias que las bue-

nas, provocando una asimetría temporal entre ambos tipos de noticias, y provocando por tanto que el caso de malas noticias la asincronía existente entre la información de mercado y la contable sea menor que cuando las noticias son buenas. Esto, unido a otros factores que deberían favorecer aún más la evidencia de resultados significativos, es cuanto menos **sorprendente**. El argumento esgrimido en alguna ocasión sobre que las diferencias en este factor institucional de los litigios puede haberse reducido, no parece convincente y es contrario a la evidencia.

2°. La investigación empírica sobre la gestión del resultado contable y sus motivaciones se ha centrado mayoritariamente en los países anglosajones (Reino Unido y EEUU). Aunque existen trabajos en otros países europeos, no ha sido hasta una fecha muy reciente que se han analizado **la existencia de diferencias entre países**, concretamente existe un único trabajo, el de Leuz et al (2003). Estos autores plantean un problema que no se ha tenido en cuenta en los trabajos que analizan las diferencias internacionales en las relaciones información contable y precios mediante modelos de asociación. Esto es, las diferencias en la calidad o propiedades del resultado que no son debidas a diferencias normativas, sino a diferencias en la gestión del resultado como consecuencia de las diferencias en aspectos institucionales que influyen en la motivación de la gerencia.

3° Los dos aspectos previos, y **la ausencia de evidencia previa en este sentido**, nos han motivado a contrastar la hipótesis de que esa diversidad entre en la “gestión del resultado” afecta a los resultados obtenidos en los trabajos que comparan la relación contabilidad-precios entre países. Más concretamente, los sorprendentes resultados acerca de las diferencias (o ausencia de la mismas) en el conservadurismo del resultado, nos hace considerar que la interacción de estas dos líneas de investigación paralelas es necesaria para entender esas relaciones entre la información y el mercado a nivel internacional.

4°. Por último, no hay que olvidar que el objeto final de éste y del resto de estudios sobre la comparabilidad, se engloba dentro de un objetivo último: ayudar a comprender la práctica contable de las empresas y, por tanto, a entender las posibles consecuencias de la normalización, y en este caso de la armonización contable internacional que se está llevando a cabo. Consideramos que los resultados de estos estudios **pueden ayudar a la estrategia de armonización-normalización de los organismos reguladores**, así como una mayor comprensión de las cuentas anuales por parte de los inversores institucionales. Esto sin duda favorecerá la toma de decisiones y la consecución de una mayor eficiencia en el mercado, al menos en lo que al papel de la información contable en el mismo se refiere.

ESTRUCTURA DEL TRABAJO

La estructura del trabajo es la siguiente. En la primera parte del trabajo analizamos el concepto de conservadurismo contable, y las diferencias entre conservadurismo del balance y conservadurismo del resultado. Nos centramos posteriormente en la evidencia previa sobre el conservadurismo del resultado, básicamente en lo que hace referencia a los estudios que analizan las diferencias internacionales en relación al mercado de capitales.

En la segunda parte analizamos el concepto y evidencia empírica de la gestión del resultado contable. Para ello, analizamos en primer lugar los modelos que permiten obtener aproximaciones de la gestión del resultado. Posteriormente, mostramos los estudios que han analizado las distintas motivaciones para la gestión del resultado y los factores de control existentes para evitar abusos en la manipulación. Por último, mostramos la escasa evidencia de comparación internacional en la gestión del resultado para reflexionar sobre las diferencias institucionales que pueden conducir a diferencias en las motivaciones de la gerencia.

En la tercera parte del trabajo realizamos el trabajo empírico con el fin de mostrar la interacción entre ambas líneas de investigación. Evidenciamos el efecto que las diferencias internacionales en la gestión del resultado puede tener en los resultados obtenidos en el análisis comparativo del conservadurismo del resultado. Para ello utilizamos una muestra de empresas del Reino Unido (país de referencia) y Francia y Alemania como ejemplos de países de la Europa continental.

Por último mostramos las conclusiones del estudio y las implicaciones de los resultados para la consecución del objetivo de comparabilidad de la información financiera en aras de la mayor eficiencia de los mercados de capitales europeos.

PRIMERA PARTE

EL CONSERVADURISMO CONTABLE

I. ANTECEDENTES

Podría decirse que los primeros trabajos que analizaron las diferencias en la relevancia de la información contable elaborada según distintos principios fueron los que se realizaron fundamentalmente en Estados Unidos a principios de la década de los noventa. Estos trabajos tratan en general de buscar justificación para requerir el formulario 20-F de reconciliación a las empresas extranjeras. El argumento que esgrimen la mayor parte de los estudios para defender este requisito, es el de una mayor relevancia (y por tanto calidad) que imprimen las normas estadounidenses a la hora de elaborar la información financiera. Los resultados de estos estudios no son concluyentes y las críticas metodológicas y de interpretación de los resultados son diversas¹.

Por otro lado, siguiendo el modelo de valoración planteado por Ohlson (1995) y Feltham y Ohlson (1995) que relaciona el valor de mercado de los títulos con el resultado contable y el patrimonio neto, algunos recientes estudios han analizado las posibles diferencias en la relevancia de la información contable entre diversos países (Joos, 1997, King y Langli, 1998, Arce y Mora, 2002). En estos estudios podemos encontrar cierta evidencia sobre el efecto de las diferencias contables internacionales en un contexto europeo. Se trata de “estudios de asociación” en los cuales los precios de mercado son la variable dependiente, mientras que cifras contables (el resultado y/o el neto patrimonial) son las variables independientes. Este tipo de estudios ha permitido establecer diferencias en la relevancia de la información contable como un todo bajo diferentes regímenes, y diferencias entre países sobre la distinta relevancia del resultado y del patrimonio neto.

Sin embargo, hay que tener en cuenta que, si bien estos estudios de asociación entre los valores de mercado en un período y la información contable en el mismo período, permiten realizar un análisis comparativo de la relevancia de la información contable, o bien entre países, o bien a lo largo del tiempo, las limitaciones de esta metodología a la hora de evaluar la relevancia “per se” son numerosas. Una de las más señaladas sería, tal y como

¹ En este sentido puede verse el trabajo de revisión de literatura de Meek y Saudagaran (1997), sobre el 20-F, y Holthausen y Watts (2001) y Barth, Beaver y Landsman (2001), sobre la relevancia para la emisión de normas.

Easton et al. (1992) y Warfield y Wild (1992) ponen de manifiesto, que el reconocimiento de hechos económicos en el resultado contable tiende a retrasarse con respecto al mercado. Un mercado informado reconoce los efectos de hechos económicos en el momento en que éstos se producen, sin embargo, estos efectos no quedarán reflejados de forma inmediata en el resultado contable, puesto que se debe esperar a que se cumplan determinados criterios formales de reconocimiento. Esta diferencia temporal ha sido señalada como una de las causas de la baja correlación obtenida en los modelos tradicionales de asociación entre valores de mercado e información contable (y más concretamente aquellos que utilizan el resultado como única variable explicativa).

En definitiva, se ha obtenido evidencia que enfatiza el importante papel que el reconocimiento contable juega a la hora de determinar el poder explicativo del resultado con respecto al precio. Tal y como Warfield y Wild (1992: 823) señalan: “la evidencia de un enlace entre el poder explicativo del resultado y principios básicos de reconocimiento y medición contable debería alentar mayores esfuerzos para establecer un mapa de la compleja estructura contable que determina la utilidad del resultado”.

2. EL CONCEPTO DE CONSERVADURISMO CONTABLE

Como señala Watts (1993), desde un punto de vista histórico, el papel económico del conservadurismo contable ha estado relacionado con la necesidad de establecer algún tipo de mecanismo que regule el reparto de los resultados de la empresa entre las distintas partes con derechos sobre los mismos. En liquidaciones y quiebras, los contables reconocían todas las pérdidas posibles antes de realizar ninguna distribución entre los accionistas. En particular para asegurar la primacía de acreedores (ya sean entidades de crédito, proveedores, obligacionistas,...) sobre los accionistas.

En los libros de texto se pueden obtener definiciones de conservadurismo consistentes con las aseveraciones anteriores. Así, Smith y Skousen (1987) describen el conservadurismo como la norma según la cual, cuando existe una duda genuina en cuanto a cuál de dos o más posibles alternativas debe ser utilizada para contabilizar un determinado hecho económico, la alternativa que tenga un efecto menos favorable sobre los fondos propios de la empresa debe ser la elegida.

De forma similar, Belkaoui (1985, p. 239) afirmaba que el término “conservadurismo contable” implica que “preferiblemente se registrarán los menores valores de activos e ingresos y los mayores valores de pasivos y gastos.” Desde un punto de vista institucional, encontramos definiciones parecidas de conservadurismo contable en los distintos marcos conceptuales².

Todas estas definiciones de conservadurismo tienen en común una cierta protección de los acreedores frente a los accionistas así como una infravaloración de activos e ingresos y una sobrevaloración de pasivos y gastos. Estas definiciones implican por tanto una infravaloración consistente en el tiempo tanto de la cifra de fondos propios como de la cifra de resultado contable. Sin embargo, nos parece importante puntualizar que mientras es posible infravalorar continuamente los fondos propios (debido a la aplicación del coste histórico, al no reconocimiento de activos intangibles, etc...), la infravaloración consistente de la cifra del resultado parece más discutible, ya que debido a la aplicación del principio del devengo los gastos (ingresos) que no se reconozcan en el momento en que se produjeron se deberán reconocer más adelante. Así pues, en el largo plazo, el resultado contable debería revertir al resultado económico.

El primer análisis sustentando teóricamente de cómo el conservadurismo afecta a las distintas variables contables y su efecto en el mercado de capitales fue realizado en el conocido trabajo de Feltham y Ohlson (1995). En este trabajo se afirma que la medición del resultado contable derivado de las actividades habituales de la empresa se centra en los flujos de caja, ajustados siguiendo el principio de devengo. El uso de las convenciones contables generalmente lleva a que el principio del devengo provoque la existencia de dife-

² Puede verse APB 4 (1970), SFAC 2 (1980).

rencias entre el valor de mercado de la empresa y el valor de los fondos propios. Se asume pues que la contabilidad es conservadora cuando el valor de mercado de la empresa excede el valor de los fondos propios, es decir, cuando el ratio “market to book” es mayor que uno. A esta definición de conservadurismo dada por Feltham y Ohlson (1995), que no difiere excesivamente de las que habíamos citado con anterioridad, algunos autores la denominan **conservadurismo del balance**.

Feltham y Ohlson (1995) afirman que la diferencia entre el valor de mercado de la empresa (entendido como su capitalización bursátil) y el valor contable de los fondos propios, es decir, el fondo de comercio, es debida única y exclusivamente a las actividades ordinarias de la empresa. Los activos y pasivos financieros que conforman las actividades financieras de la empresa tienen mercados relativamente perfectos, de modo que para estos elementos existe lo que podríamos denominar contabilidad “perfecta” o “insesgada”, es decir, la contabilidad ha adoptado métodos de valoración que llevan a que no existan diferencias entre los valores de mercado y los valores contables. Esto implica pues que en el caso de las operaciones financieras, se puede pensar que el principio del devengo es innecesario. Sin embargo, ocurre todo lo contrario cuando se trata de las operaciones ordinarias de la empresa. Activos o pasivos que no son negociados en mercados perfectos, no tienen una valoración directa. La diferencia en esta valoración ha sido denominada habitualmente en la literatura como fondo de comercio no reconocido. Para que exista conservadurismo no es únicamente necesario que el fondo de comercio no reconocido sea diferente de cero, sino que sea diferente de cero de forma consistente y a largo plazo.

Esta acepción de conservadurismo no hace en ningún caso referencia a la oportunidad de las cifras contables, sino que se asume que el valor contable nunca tendería al económico.

Por su parte, Beaver y Ryan (2000) realizan un análisis similar al de Feltham y Ohlson (1995), pero distinguen entre lo que denominan “sesgos” (bias) y “retardos” (lags) en los fondos propios.

Por sesgo (bias) entienden que los fondos propios son persistentemente más elevados (reducidos) que el valor de mercado de la empresa, por lo que el ratio “book to market” es persistentemente mayor (menor) que uno. Esta infravaloración consistente de los fondos propios que Beaver y Ryan (2000) denominan sesgo de los fondos propios es consistente con la definición de conservadurismo de balance de Feltham y Ohlson (1995). Por retardos (lags) entienden que los resultados no esperados son reconocidos en los fondos propios de forma retardada en el tiempo, y no de forma inmediata, por lo que el ratio “book to market” es temporalmente superior o inferior a su media (que debería ser uno si no existiese sesgo), pero a largo plazo tenderá a su media. Por tanto, los retardos que son considerados como cuestiones temporales, harían referencia a una concepción distinta de conservadurismo, que estaría cerca de la definición de “conservadurismo del resultado” de Basu (1997) que expresaremos con posterioridad y en la que nos centraremos en el presente estudio.

Otros estudios que se centra en una definición de conservadurismo similar a las recogidas en los trabajos de Feltham y Ohlson (1995) y de Beaver y Ryan (2000) es el de Zhang

(2000). Sin embargo este último puntualiza que si no existe crecimiento, el resultado contable debería asintóticamente igualar al resultado económico. Este hecho estaría reflejando la idea de lo que ha sido tradicionalmente conocido como el argumento de la “cancelación del error”. Así pues, en ausencia de crecimiento de los activos afectos a las operaciones, el resultado contable y el resultado económico coincidirán asintóticamente. Ahora bien, si existe crecimiento de los activos afectos a la actividad de la empresa entonces este argumento de cancelación mutuo de los errores no se cumple. Sí que existe un cierto efecto de cancelación entre ε_t y ε_{t-1} , sin embargo, la reducción del resultado contable del período t (ε_t) es tan importante que por término medio el resultado contable es menor que el resultado económico. De nuevo aquí es importante matizar que esta diferencia entre el resultado contable y el económico es provocada por errores de medición de los activos, y no por diferencias temporales de reconocimiento que impliquen prácticas conservadoras desde la perspectiva de la cuenta de pérdidas y ganancias. Entendemos que Zhang (2000) hace referencia al argumento esgrimido por Feltham y Ohlson (1996) de que se tiende a que la amortización contable sea mayor que la económica durante los primeros años de vida del activo, por lo que el bien se amortiza antes contable que económicamente. En este caso, la existencia de un crecimiento continuado de los activos puede provocar de forma constante una ligera infravaloración del resultado contable.

En definitiva podríamos resumir lo expuesto diciendo que conservadurismo de balance supone una infravaloración consistente en el tiempo de la cifra de los fondos propios (en particular de los activos afectos a la actividad empresarial) con respecto a la valoración que de los mismos realiza el mercado, de modo que provoca que el ratio “market to book” sea en todo momento superior a uno.

Por otro lado, la atención que la literatura ha prestado a la contrastación empírica de este tipo de conservadurismo es realmente muy limitada, quizás porque desde un punto de vista teórico puede parecer muy obvia su existencia. Tan solo dos trabajos, Stober (1996) y Givoly y Hayn (2000), habiendo sido únicamente publicado el último de ellos, han estudiado la presencia de este tipo de conservadurismo en las empresas norteamericanas. También en un contexto europeo el conservadurismo del balance ha sido analizado de manera indirecta en trabajos como los de Joos y Lang (1994), Joos (1997) y Arce y Mora (2002), entre otros, y más recientemente de manera directa en García Lara y Mora (2003) y García Lara y Mora (2004).

En general los estudios comparativos llevan a la conclusión que los países de la Europa continental tienen mayor “conservadurismo del balance” que los países anglosajones.

3. EL CONSERVADURISMO DEL RESULTADO

Basu (1997) introduce con su estudio un nuevo concepto de término “conservadurismo contable” que además contrasta empíricamente. Este autor interpreta el conservadurismo como la tendencia de los contables a requerir un mayor nivel de verificación para reflejar buenas noticias que para registrar malas noticias en los estados financieros. Bajo su interpretación de conservadurismo, el resultado contable refleja las malas noticias con mayor prontitud que las buenas noticias. Por ejemplo, las pérdidas no realizadas se reconocen antes que las ganancias no realizadas. Esta asimetría en el reconocimiento lleva a diferencias sistemáticas entre períodos de buenas y malas noticias en cuanto a la oportunidad y la persistencia del resultado. En definitiva, el resultado contable responde de forma más completa o rápida a malas noticias que a buenas noticias. Ball, Kothari y Robin (2000) usan el término “conservadurismo del resultado” para distinguir este concepto del concepto tradicional al que denominan “conservadurismo de balance”³ y que consiste en la infravaloración sistemática del patrimonio neto.

La literatura previa relacionada con el concepto de “conservadurismo del resultado” y el análisis empírico de la asimetría y propiedades del resultado es bastante reciente. Además del trabajo pionero de Basu (1997) que se aplica a una muestra de empresas estadounidenses⁴, existen trabajos, estos sí, aplicados a un contexto más internacional: Ball et al (2000) y Pope y Walker (1999), Ball et al. (2001), Giner y Rees (2001), García y Mora (2003b), Raonic et al. (2003).

La metodología de estos estudios se basa en “regresiones inversas”. La mayoría de los estudios que a lo largo de la literatura han buscado la relación entre la información del mercado y la contable mediante estudios de asociación, como ya hemos mencionado, han considerado a la primera como variable dependiente, y a la información contable (generalmente el resultado o el resultado junto al neto patrimonial) como variable explicativa. La regresión inversa simplemente supone invertir la variable dependiente e independiente. En este caso, los precios de mercado son las variables independientes y el resultado contable es la dependiente. Beaver et al. (1987) señalan que la regresión inversa es una manera más eficiente de examinar la asociación existente entre ambas variables, tanto en términos de sesgo del coeficiente como de poder explicativo.

³ Como ejemplo de algunas de las buenas noticias que, a diferencia de las malas, tienen un reflejo en el resultado contable dilatado en el tiempo estaría un cambio en la vida útil en un inmovilizado. Si se alarga la vida útil (buena noticia) esto se reflejaría en la cuenta de resultados a través de una menor tasa de amortización durante ese periodo de tiempo, por lo que el incremento en el resultado contable (vía menor amortización) se reflejaría a lo largo de varios años. Si por el contrario disminuye la vida útil, por lo general esto se reflejaría de inmediato en el resultado contable como una pérdida.

⁴ Existen otros que se analizan dentro de trabajos más extensos sobre el conservadurismo y la relevancia, la evolución del “conservadurismo del resultado” en los Estados Unidos como Givoly y Hayn (2000) y Holthausen y Watts (2001).

Entre los motivos que Beaver et al. (1987) aducen para el uso de la regresión de inversa, el que resulta de interés para esta línea de investigación es que permite que el sesgo que se producía en el modelo “normal”, derivado de la existencia de un componente del resultado contable que no tiene implicación sobre los precios de los títulos, y que por tanto no es económicamente relevante, sea eliminado. El error del modelo provocado por este componente, que se ha venido denominando distorsión del resultado, se sitúa con la regresión inversa en la perturbación aleatoria en lugar de sobre la variable explicativa, con lo que la pendiente del modelo no muestra sesgo alguno derivado de este problema.

Basu (1997), con la introducción del concepto “conservadurismo del resultado” fue el primer autor que estudió la asimetría y la oportunidad en la incorporación de buenas y malas noticias al resultado contable mediante una regresión inversa. Para ello utilizó una muestra compuesta por empresas estadounidenses, en el período 1963-1990. Su primera hipótesis es que el resultado es más oportuno o más rápido en la incorporación de malas noticias públicamente disponibles, que en la incorporación de buenas noticias. Para probar esta hipótesis de incorporación asimétrica de noticias al resultado contable, Basu utiliza las rentabilidades positivas (negativas) de los títulos como subrogados de las buenas (malas) noticias.

Por lo que se refiere a la definición de noticias utilizada por Basu (1997), en este estudio se define una noticia como un hecho económico que afecta a la empresa, y que se verá reflejado más rápidamente en el precio de los títulos que en el resultado contable. Como consecuencia de ello, se considera como una aproximación a estos hechos económicos “la variación en el precio de los títulos de la empresa”, independientemente de que ésta sea superior o inferior a la del mercado. Así pues, en este contexto, las noticias buenas o malas, no son en sí la variación en el precio, sino los hechos económicos detrás del mismo, que pueden afectar a una empresa o bien a la totalidad de las mismas. Este subrogado de “noticias”, es decir de “hechos económicamente relevantes” que fue introducido por Basu (1997), fue seguido por todos los estudios que analizan la asimetría en la incorporación de noticias al resultado, incluido aquéllos que realizan comparaciones internacionales.

Basu igualmente predice y comprueba en su trabajo que los cambios negativos en el resultado contable son menos persistentes que los cambios positivos.

El modelo principal que Basu (1997) utiliza es el siguiente:

$$\frac{X_{it}}{P_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 D + \beta_0 \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \beta_1 \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} D + u$$

Siendo X_t el resultado contable por acción, P_t el precio de una acción y D una variable ficticia que toma valor 1 si hay malas noticias (rentabilidad de mercado negativa) y cero en caso contrario.

Basu argumenta sus resultados basándose en el hecho de que la responsabilidad legal de los auditores y de la gerencia por comunicar las malas noticias de forma tardía se ha incrementado de forma significativa durante las tres últimas décadas (Kothari et al., 1989 y Skinner, 1994) ya que el conservadurismo reduce el riesgo de litigios.

4. COMPARACIONES INTERNACIONALES DEL CONSERVADURISMO DEL RESULTADO

4.1. METODOLOGÍA Y RESULTADOS

Siguiendo el concepto de conservadurismo del resultado de Basu (1997) y partiendo de su modelo general, diversos autores lo adaptan para analizar las diferencias entre países del nivel de conservadurismo del resultado.

Ball, Kothari y Robin (2000) extienden el análisis de Basu (1997) analizando siete países (Australia, Canadá, Estados Unidos, Reino Unido, Francia, Alemania y Japón) en el período 1985-1995.

El modelo que utilizan es el siguiente:

$$\frac{EPS_t}{P_{t-1}} = \beta_0 + \sum_j \beta_{0j} CD_j + \beta_1 RD + \sum_j \beta_{1j} CD_j RD + \beta_2 R_t + \sum_j \beta_{2j} CD_j R_t + \beta_3 R_t RD + \sum_j \beta_{3j} R_t CD_j R + u$$

Donde:

CD_j : Son las variables ficticias para cada uno de los países, tomando como referencia Estados Unidos.

RD : Es la variable ficticia para la rentabilidad bursátil. Si es positiva toma valor cero, y valor 1 en caso contrario.

R_t : Es la rentabilidad bursátil, medida de 31 de diciembre a 31 de diciembre.

EPS_t : Resultado contable por acción antes de partidas extraordinarias.

Estos autores tratan de mostrar que existe una diferencia sustancial en el grado de incorporación asimétrica de noticias en diferentes sistemas contables, y atribuyen estas diferencias a los entornos legales e institucionales que afectan al sistema contable. Las principales variables institucionales que analizan son la mayor importancia económica de los estados financieros en los países con ley común con respecto a los países basados en el derecho romano, y el mayor riesgo de litigios a los que se someten gerentes y auditores en los países basados en la ley común.

Sus resultados ponen de manifiesto que la asimetría en el reconocimiento de noticias en el resultado se observa en mayor o menor grado en todos los países de su muestra, y que en los países basados en la ley común, la práctica del conservadurismo del resultado es mayor aunque no demuestran la significatividad de los resultados. También Estados Unidos aparece como más conservador que el Reino Unido argumentando los autores este resultado fundamentalmente por el mayor riesgo de litigios en el primero. Sin embargo, insistimos en que la significatividad estadística del supuesto mayor conservadurismo del

Reino Unido con respecto a Alemania y Francia no llega a probarse, al usar Estados Unidos como país de referencia y no llevar a cabo ningún análisis adicional.

Pope y Walker (1999) examinan en mayor detalle las diferencias entre el Reino Unido y los Estados Unidos, aduciendo que las conclusiones a las que se pueden llegar sobre el relativo conservadurismo de los sistemas contables del Reino Unido y de los Estados Unidos depende de la medida del resultado que se esté utilizando. En concreto, examinan tanto el resultado antes de partidas extraordinarias [que es la variable que utilizan Ball et al., (2000)] como después de partidas extraordinarias para una amplia muestra de empresas de ambos países, en el período 1976-1996, utilizando el mismo modelo que Basu (1997). Prueban que el resultado contable de las empresas estadounidenses muestra un nivel similar de asimetría temporal usando el resultado, tanto antes como después de partidas extraordinarias. No hay pues evidencia de que el resultado ordinario sea más conservador que el resultado después de partidas extraordinarias bajo el sistema contable estadounidense. Por el contrario, el resultado ordinario en el Reino Unido muestra una menor asimetría en el reconocimiento de buenas y malas noticias, confirmando de este modo el resultado de Ball et al. (2000). Sin embargo, prueban que al usar el resultado después de partidas extraordinarias el mayor conservadurismo de las empresas estadounidenses desaparece. Este resultado sugiere pues que las empresas del Reino Unido reconocen las malas noticias al menos tan rápidamente como las americanas, pero las clasifican de forma diferente (como partidas extraordinarias). Concluyen pues que es importante controlar las diferencias en las clasificaciones de estas partidas a la hora de comparar internacionalmente la asimetría en el reconocimiento de buenas y malas noticias.

Consideramos de gran importancia la aportación de Pope y Walker (1999) para el caso de estudios comparativos sobre la asimetría temporal. Si bien es cierto que existe abundante evidencia empírica sobre la no persistencia (y por tanto escasa relevancia) del componente extraordinario del resultado, la mayor parte de dicha evidencia proviene de empresas estadounidenses, para las que el concepto de “extraordinario” es muy restringido. En el caso de Europa el concepto de extraordinario es más amplio y varía de unos países a otros. Cuando el objetivo del estudio no es tanto analizar la relevancia “per se” sino las diferencias internacionales en el reconocimiento contable de las buenas y malas noticias, el resultado del análisis podría estar claramente sesgado (tal y como demuestran Pope y Walker) debido a las diferentes tendencias que existen en los distintos países a la hora de clasificar las noticias (más concretamente la tendencia en algunos países a clasificar como extraordinarias las malas noticias con mayor facilidad que las buenas).

Finalmente, estos autores incorporan en su modelo noticias de períodos anteriores relacionándolas con el resultado contable actual. Esperan que el R^2 aumente de forma significativa, y que las malas noticias sólo sean significativas durante el año en que se producen, mientras que las buenas noticias deberían tener un pequeño impacto en el resultado durante al menos cuatro períodos [basándose en los resultados de Kothari y Sloan (1992)]. Sus resultados confirman sus expectativas.

Giner y Rees (2001) utilizan en su estudio tres países, Reino Unido, Francia y Alemania, no obteniendo resultados significativos en las diferencias encontradas.

García y Mora (2001, 2003a) utilizan más países europeos, concretamente en aquéllos que probablemente formarán la futura bolsa única europea. Esto les permite asumir [contrariamente a lo que ocurriría con Ball et al. (2000)] que las diferencias que podamos encontrar podrían no ser atribuidas a factores macroeconómicos, políticos o sociales. En el segundo estudio realizan test adicionales y otros análisis de sensibilidad. Los resultados que se obtienen en ambos casos muestran un mayor conservadurismo del Reino Unido con respecto a los países continentales, sin embargo las diferencias no son estadísticamente significativas.

En general podemos concluir que parece observarse en los países anglosajones un mayor conservadurismo del resultado, definido como una incorporación más rápida de las malas que de las buenas noticias al resultado contable, sin embargo estas diferencias no parecen ser estadísticamente significativas.

Una explicación admisible sería que efectivamente no existen tales diferencias, y que la hipótesis basada en el mayor riesgo de litigio de los países anglosajones no se cumple. Sin embargo, pueden existir otras explicaciones alternativas para este resultado sorprendente de los análisis comparativos y que afectan a la metodología de análisis. En primer lugar hay que tener en cuenta un aspecto importante al analizar los resultados, como es la interacción del conservadurismo del balance y el conservadurismo del resultado, aspecto que analizamos en la siguiente sección.

1.4.2. INCIDENCIA DEL CONSERVADURISMO DEL BALANCE EN EL CONSERVADURISMO DEL RESULTADO

Como ya hemos señalado, el conservadurismo del balance se define como la infravaloración persistente del patrimonio neto contable con respecto al valor de mercado de los títulos. La evidencia empírica muestra por lo general un mayor conservadurismo del balance en los países continentales con respecto a los países anglosajones.

Algunos autores como Pope y Walker (2003) han estudiado analíticamente la posible interacción del conservadurismo del balance en el conservadurismo del resultado, tal y como se contrasta con el modelo de Basu (1997). El conservadurismo del balance, que estos autores denominan “ex –ante” influye en el nivel de conservadurismo del resultado, que ellos denominan “ex –post”. Así por ejemplo, un mayor conservadurismo del balance, como podría ser el caso de no reconocer un activo, supone que el resultado contable no registre ninguna noticia, ni buena ni mala, sobre dicho activo, lo cual implica a su vez, según el modelo de Basu (1997), la inexistencia de asimetría entre buenas y malas noticias (precisamente porque no se registra ninguna noticia, ni buena ni mala). Por otra parte, un menor conservadurismo del balance, como puede ser el reconocimiento de determinados activos, implica asimetría entre buenas y malas noticias si las malas se recogen antes que las buenas. Las implicaciones que este hecho tienen para los análisis comparativos del nivel de conservadurismo del resultado es la infravaloración de dicho conservadurismo en los países con mayor conservadurismo del balance, es decir, los países continentales.

Este fenómeno descrito por Pope y Walker (2003) ha sido contrastado empíricamente por García Lara y Mora (2004) evidenciando que en efecto el conservadurismo del balan-

ce es mayor en los países continentales. Según esto, si se pudiese controlar el efecto del conservadurismo del balance en los estudios previos las diferencias obtenidas en el conservadurismo del resultado son todavía menores, ya que el conservadurismo del resultado en los países continentales está infravalorado. Esto supone que las diferencias poco significativas halladas en estos estudios serían prácticamente nulas teniendo en cuenta la interacción del conservadurismo del balance, lo cuál es, en nuestra opinión, y dada la ausencia total de litigios en los países continentales, es todavía más sorprendente.

En definitiva, la evidencia previa sobre las diferencias internacionales en el conservadurismo del resultado no parecen confirmar las hipótesis de partida que prevén un mayor conservadurismo del resultado en los países anglosajones que en los países continentales.

SEGUNDA PARTE

LA GESTIÓN DEL RESULTADO CONTABLE

I. INTRODUCCIÓN

Como ya hemos señalado, algo que no se tiene en cuenta en los trabajos que comparan la relación entre la información contable y los precios de mercado es la de la gestión del resultado y sus motivaciones. La gestión del resultado puede diferir de unos países a otros, lo que influye de manera diversa en la calidad del resultado, y afectan por tanto a los resultados obtenidos en los estudios comparados.

Parece obvio que la gestión del resultado existe en todos los países. Sin embargo Dechow y Skinner (2000) advierten de la existencia de una divergencia entre académicos y legisladores a la hora de valorar el impacto y la universalidad de las prácticas de la gestión contable de los beneficios. Los mismos Dechow y Skinner (2000: 235) señalan que es posible percibir, en algunos ámbitos académicos, una cierta reticencia a creer que las prácticas gestión contable están universalmente extendidas, e incluso a pensar, tal vez de una forma un tanto ingenua, que aquellas prácticas que parecen tener lugar *«no deben necesariamente preocupar a los inversores»*. Estas creencias contrastan claramente con las de los legisladores y organismos reguladores de los mercados de capitales, para quienes las prácticas de gestión contable puede ser un problema ante el que deben tomarse medidas rápidamente. Ha sido principalmente desde la Securities and Exchange Commission (SEC) estadounidense desde donde más hincapié se ha hecho sobre esta idea, convirtiéndose la SEC en un auténtico motor en el impulso al estudio en profundidad de las prácticas de gestión contable en Estados Unidos a través de diversas líneas de investigación.

La más reciente literatura académica sin embargo, viene a cerrar ligeramente esta brecha entre las percepciones de ambos grupos, con la publicación en los últimos años de numerosos estudios en los que se analizan en detalle un gran número de posibles prácticas contables gestadoras, así como de instrumentos empleados por los gerentes, tratando de depurar hasta qué punto las decisiones directivas están empañadas por motivaciones ajenas a las puramente relativas a la mejor práctica contable.

Son múltiples los instrumentos de que pueden valerse los directivos a la hora de manipular las cifras contables. Es posible clasificar dichos instrumentos de forma más bien somera en dos grandes grupos. Siguiendo a Schipper (1989) los dividimos en:

a) Decisiones puramente financieras

Se trata de decisiones relativas al propio registro de los hechos. Incluyen, entre los instrumentos menos visibles, las decisiones sobre los ajustes por devengo o las dotaciones a las provisiones (ej. Provisión por clientes de dudoso cobro). Otras posibilidades, relativamente más visibles, incluyen casos como un cambio en el método de amortización del inmovilizado o en la clasificación de gastos e ingresos extraordinarios.

Son situaciones en las que los propios hechos reflejados no se ven afectados, sino tan solo la forma de contabilizarlos. Asimismo, la mayor parte de este tipo de decisiones se caracterizan por su reversión en periodos futuros. Si, por ejemplo, se infravalora la dotación correspondiente a la provisión por morosidad en un ejercicio con el objeto de reflejar menor gasto y, por lo tanto, mayores beneficios, dicha infravaloración tendrá que ser compensada con una mayor dotación en los ejercicios siguientes (minorando los resultados). Así, y centrándonos en el caso del que es probablemente considerado como el instrumento más comúnmente empleado: la gestión de los ajustes por devengo, Sloan (1996) o Burgstahler y Dichev (1997) entre otros, demuestran que la reversión se produce prácticamente en su totalidad en el ejercicio subsiguiente.

b) Decisiones reales

Se trata de decisiones que afectan estructuralmente a la empresa, tales como la elección del momento óptimo para proceder a la venta de activos o la selección de proyectos de I+D en los que invertir.

Son decisiones, por lo tanto, que afectan a la marcha de la empresa y que tendrán un impacto en el propio funcionamiento de la misma en los ejercicios siguientes a la toma de la decisión. Si bien decíamos que para el caso de algunos instrumentos gestores puramente financieros como los ajustes por devengo, la reversión de los mismos se producía en el ejercicio inmediatamente consecutivo, en el caso de estas decisiones reales, es posible que los efectos de las medidas tomadas tengan su reflejo en el devenir de la empresa no en tan corto plazo sino más bien en el medio plazo. Así, si con la intención de incrementar los resultados se selecciona de entre los proyectos de I+D que se estén evaluando, el que es considerado como menos costoso (en lugar de elegir el óptimo), o se decide aplazar la iniciación del proyecto seleccionado a otro momento (o ejercicio) en el que la cuenta de resultados esté más saneada, es previsible que dicha acción tendrá una repercusión en el crecimiento futuro de la empresa, puesto que no se toma la decisión óptima en términos absolutos para la empresa, sino aquella que es considerada la mejor para alcanzar los objetivos a corto plazo⁵. Entre los trabajos que analizan de forma directa la gestión del beneficio a través de los gastos de I+D encontramos a Baber et al. (1991) Grinaker y Perry (1994), Bange y De Bondt (1998) y Bushee (1998). Entre el resto de estudios que analizan otros instrumentos, cabe señalar como algunos de los más destacados: la venta de activos (Black et al., 1998) la eliminación de activos del balance (Bartov, 1993 o Rees et al.,

⁵ Es este un fenómeno que se denomina "miopía contable". Los directivos "miopes" son aquellos que anteponen el cumplimiento de objetivos a corto plazo (tales como anunciar beneficios en el ejercicio contable actual) al mejor interés de la empresa a largo plazo.

1996), la clasificación de gastos e ingresos extraordinarios (Kinney y Trezevant, 1997 o Gore et al., 2002), o más recientemente los trabajos de Phillips et al. (2002) y Dhaliwal et al. (2002) que han identificado el uso de los impuestos diferidos y de los gastos en impuestos respectivamente para manipular la cifra de resultados.

Queda claro que cada uno de estos instrumentos, bien clasificable como una decisión puramente financiera, bien como una decisión real, acarrea unos ciertos costes, y que dependiendo de la situación de la empresa, del sector en el que ejerza su actividad y de las preferencias e incentivos de los propios directivos, unas prácticas serán preferidas a otras.

A continuación se describen los métodos desarrollados para detectar la gestión del resultado y posteriormente se analiza la evidencia empírica sobre la existencia y las causas de la gestión contable.

2. METODOLOGÍA DE ANÁLISIS

Si bien el abanico de posibilidades es amplio en lo que se refiere a los instrumentos disponibles, debido a las dificultades inherentes a la estimación de la gestión contable, los trabajos de investigación hasta la fecha se han centrado en un número reducido de líneas metodológicas. La mayoría de los trabajos existentes han tratado de calcular la incidencia de dichas prácticas aproximándose a la discrecionalidad directiva analizando los ajustes por devengo. Presuponiendo que son precisamente estos ajustes los instrumentos preferidos por las empresas para gestionar las cifras contables, por ser, tal y como decíamos previamente aquellos que resultan menos visibles y costosos, tanto para la empresa como para los gerentes. Es por ello que vamos a exponer con cierto detalle los modelos fundamentales para el cálculo de la discrecionalidad en dichos ajustes, ofreciendo algunas críticas metodológicas. Cerraremos este apartado con un recorrido eso sí, algo menos minucioso, por algunas otras metodologías existentes en la actual literatura y que se han centrado en instrumentos diferentes, partiendo de la base de que los gerentes pueden preferir otros mecanismos para alterar la cifra de resultados.

2.1. Los modelos basados en los ajustes por devengos

En términos generales, y siguiendo una notación similar a la empleada por McNichols y Wilson (1988) la gran mayoría de los modelos empleados pueden denotarse con la siguiente ecuación general:

$$INDIC_t = \alpha + \beta PART_t + \sum \gamma_k X_{kt} + \varepsilon_t$$

Donde INDIC es el instrumento o indicador contable concreto que se está analizando, esto es, el instrumento (o partida contable) sobre el que se quiere saber si ha sido empleado para gestionar el beneficio. En el modelo más comúnmente empleado este INDIC son los ajustes por devengo discrecionales, pero INDIC podría ser también por ejemplo los gastos en I+D o un ajuste a una provisión concreta que se esté analizando. En general de este indicador se dice que tiene una parte discrecional y otra no discrecional. Pudiendo calcularse la parte discrecional por diferencia entre el indicador contable concreto y la parte no discrecional estimada. PART es una variable ficticia empleada para dividir la muestra en los grupos para los que se realiza una predicción sobre la gestión contable, dividiendo entre aquellas empresas para las que se espera que se haya empleado dicho instrumento para alterar el beneficio y aquellas para las que se espera que los incentivos sean menores y por tanto no haya gestión. Para determinar este indicador PART es común tratar de aproximarse a la figura de los beneficios *previa* a la inclusión en la cuenta de resultados de la partida contable concreta que se está analizando. La observación de esta cifra de beneficios “limpia” de gestión, el investigador puede más fácilmente establecer sus hipótesis y subdividir la muestra. Finalmente, X son el resto de variables relevantes para explicar INDIC y no relativas a la gestión contable (variables de control). Como puede entenderse ésta es una ecuación genérica, pero con la que ya se puede intuir cómo van a ser la gran mayoría de los modelos empleados.

Cronológicamente, y tras los primeros estudios a principios de los años 80 sobre los cambios en la política contable, esta línea de investigación sobre la detección de la gestión contable arranca con los trabajos de Healy (1985) y DeAngelo (1986), quienes demuestran que una de las mejores maneras de medir la gestión del beneficio es a través del estudio de los ajustes por devengo totales, distinguiendo entre la parte discrecional y no discrecional de los ajustes totales por devengo. Posteriormente, Jones (1991)⁶ desarrollaría su muy citado modelo que incluye la novedad de considerar que los ajustes discrecionales no son constantes, algo que se ajusta a la hipótesis y expectativa de que estos ajustes son empleados de forma distinta según el ejercicio de que se trate. Este modelo establece una relación lineal entre los ajustes no discrecionales, los cambios en ventas y el inmovilizado material, siendo por lo tanto, la parte no discrecional aquella que viene dada por los cambios de la cifra de ventas y el inmovilizado en el ejercicio.⁷

Esta va a ser la línea seguida por la mayoría de los estudios posteriores: tratar de modelizar la parte no discrecional de los ajustes por devengo como no constantes, para así, por diferencia entre el valor calculado y el real, aproximarse a la parte discrecional. La gran limitación de estos estudios es el desconocimiento de como se comportarían los ajustes por devengo en ausencia de discrecionalidad, lo que, tal y como señala McNichols (2000) hace que sea prácticamente imposible identificar los problemas de autocorrelación generados por variables omitidas.

Estudios posteriores al modelo de Jones, tales como DeFond y Jimbalvo (1994), Dechow et al. (1995), Kang y Shiravamakrishnan (1995) o Jeter y Shivakumar (1999), tratan de estimar los ajustes discrecionales, a través de modelos mas refinados. La mayoría de ellos aplican el que ha venido a denominarse como modelo modificado de Jones, en el que la variable de cambio en las ventas del periodo queda ajustada por el cambio en la cuenta de clientes, de tal manera que este modelo alternativo asume la totalidad de las ventas a crédito como parte del componente discrecional. Asimismo, mientras que Jones (1991) estimó su modelo original por empresa, trabajos posteriores lo han aplicado por sectores y ejercicio contable (DeFond y Jimbalvo, 1994). Entre otras versiones y alternativas metodológicas de estos modelos encontramos su aplicación a elementos del capital circulante, excluyendo la parte relativa al inmovilizado material⁸, o el cálculo de los ajustes por devengo a través de las cuentas de estado de flujos de caja (Collins y Hribar, 2002).

Resulta paradójico que a pesar de los grandes esfuerzos en el desarrollo metodológico, lo cierto es que el modelo original de Jones (1991) sigue siendo más empleado y el que ofrece resultados comparables a las otras alternativas. Peasnell et al. (2000a) o Gill (2002) entre otros estudian, a través de la simulación de las decisiones directivas, qué modelos capturan mejor la parte discrecional de los ajustes por devengo. Ambos trabajos con-

⁶ Ese mismo año, Dechow y Sloan (1991) desarrollan su "modelo industrial" que trata de identificar el nivel de discrecionalidad existente en los ajustes por devengo basándose en el nivel medio de ajustes totales por devengo en el sector.

⁷ Comumente, en estos modelos se procede a escalar las variables por un indicador de tamaño, para no inducir falsamente la relación. Normalmente se emplea para escalar la cifra de activos totales al principio del ejercicio, aunque también se emplean otros indicadores como el valor de mercado.

⁸ Tal y como demuestra Young (1999) la incorporación del inmovilizado material no mejora los modelos sino todo lo contrario.

cluyen que las diferencias son mínimas, aun si bien el modelo modificado de Jones, especialmente aquel que sólo se tiene en consideración los ajustes del capital circulante, es ligeramente mejor al resto de posibilidades.

Analizando ya en mayor detalle las diversas metodologías, se observa que los modelos más utilizados y que han sido examinados en detalle y empleados de forma exhaustiva por la literatura existente son los que desarrollamos de forma somera a continuación:

a) *El Modelo de DeAngelo*

La gran mayoría de estos modelos parte de la base de que los ajustes por devengo se pueden dividir en ajustes discrecionales y no discrecionales. Así una vez calculados los no discrecionales, es posible calcular la parte discrecional por diferencia con los ajustes totales. En el modelo de DeAngelo (1986) los ajustes no discrecionales (NDACC) son calculados en función de los ajustes totales por devengo⁹ (AACC) del ejercicio anterior, escalados por los activos totales (TA) a principio del periodo (dos retardos por tanto). El modelo sería por tanto el siguiente:

$$NDACC_t = AACC_{t-1} / TA_{t-2}$$

Los ajustes discrecionales se obtienen por consiguiente de la diferencia entre los ajustes totales del período y estos ajustes no discrecionales calculados con el modelo previo.

b) *El Modelo de Healy*

El modelo de Healy (1985) se basa en emplear los ajustes totales medios (escalados por los activos totales a principio del periodo) para estimar los ajustes no discrecionales. Por lo tanto el modelo para calcular los ajustes no discrecionales en el período t sería el siguiente:

$$NDACC_t = 1/n \sum_{\tau=t-n}^t (AACC_{\tau} / TA_{\tau-1})$$

Donde NDACC son los ajustes no discrecionales escalados por los activos totales a principio del periodo, n es el número de periodos considerados, y τ es un indicador del período concreto (períodos que se consideran van desde t-n hasta t-1). Nuevamente los ajustes discrecionales se obtienen por diferencia entre estos NDACC y los ajustes totales¹⁰.

c) *El Modelo de Jones*

Es este el modelo más citado por la literatura, Jones (1991) trata de controlar en su modelo cómo afectan los cambios en la estructura económica de la firma a los ajustes por

⁹ En general, los ajustes por devengo se definen de la siguiente forma: $AACC = \Delta AC - \Delta BNC - \Delta PC + \Delta DPC - DEP$. Donde AC es el activo circulante, BNC es dinero y equivalentes, PC es pasivo circulante, DPC es la parte de deuda incluida en el pasivo circulante, y DEP es el cargo por depreciación.

¹⁰ Tal y como señalan Bartov et al. (2001), el modelo de Healy (1985) y el de DeAngelo (1986) parten de ideas dispares, el de DeAngelo asume que la distribución de los ajustes no discrecionales siguen un proceso de random walk, el de Healy asume un proceso de reversión a la media.

devengo, relajando la asunción previa de que los ajustes no discrecionales eran constantes. Este modelo establece una relación lineal entre los ajustes no discrecionales, los cambios en ventas (ΔREV), y el inmovilizado material bruto (PPE), todo ello escalado por los activos totales a principio del ejercicio¹¹:

$$NDACC_t = \beta_0 (1/TA_{t-1}) + \beta_1 (\Delta REV_t / TA_{t-1}) + \beta_2 (PPE_t / TA_{t-1})$$

En este modelo β_0 , β_1 y β_2 son específicos de cada firma, para calcularlos es preciso utilizar el siguiente modelo para cada firma y durante el período de estimación (empleando Ordinary Least Squares). Una vez obtenidos dichos parámetros puede calcularse la parte discrecional (DACC) por diferencia con los ajustes totales (AACC):

$$DACC_t = AACC_t - \hat{\beta}_0 (1/TA_{t-1}) + \hat{\beta}_1 (\Delta REV_t / TA_{t-1}) + \hat{\beta}_2 (PPE_t / TA_{t-1}) + \varepsilon_t$$

Donde $\hat{\beta}_0$, $\hat{\beta}_1$ y $\hat{\beta}_2$ son los parámetros-OLS estimados. Este modelo parte de la asunción de que las ventas no son discrecionales, si suponemos que los gerentes manipulan la cifra de venta jugando con la parte de las ventas que aún no ha sido cobrada y que puede ser de dudoso cobro, este modelo podría incluir en el cálculo de los ajustes no discrecionales una parte que sí es discrecional.

d) El Modelo modificado de Jones

Se trata de una modificación al modelo básico de Jones (1991) basado precisamente en esta idea de que las ventas pueden incluir elementos discrecionales, Dechow et al. (1995) idean esta variante para tener en cuenta la posibilidad de que las ventas no sean enteramente no discrecionales y ajusta las ventas por la parte aún no cobrada (ΔREC):

$$NDACC_t = \beta_0 (1/TA_{t-1}) + \beta_1 [(\Delta REV_t - \Delta REC_t) / TA_{t-1}] + \beta_2 (PPE_t / TA_{t-1})$$

Debe notarse que en este caso β_0 , β_1 y β_2 se calculan empleando el modelo original de Jones (1991) y que la modificación se añade solamente en el cálculo de los ajustes no discrecionales.

e) El Modelo Industrial

Empleado por Dechow y Sloan (1991), es similar al modelo de Jones en que tampoco asume que los ajustes sean constantes en el tiempo, pero se diferencia en que considera que las variaciones en los ajustes son similares por industria:

$$NDACC_t = \beta_0 + \beta_1 \text{mediana}_I (AACC_t)$$

Calculando los ajustes no discrecionales en función de esta mediana industrial, que es la mediana de los ajustes totales (escalados por los activos totales al principio del ejercicio,

¹¹ Comúnmente, en estos modelos se procede a escalar las variables por un indicador de tamaño, para no inducir falsamente la relación. Normalmente se emplea para escalar la cifra de activos totales al principio del ejercicio, aunque también se emplean otros indicadores como el valor de mercado.

cio) efectuados por todas aquellas empresas de la industria no incluidas en la muestra (nivel 2 código SIC).

2.2. EL CÁLCULO DE LOS AJUSTES POR DEVENGO

Así pues, los modelos que hemos detallado en la sección previa son los más conocidos. Han sido expuestos en su forma más genérica, es por ello, que metodológicamente, el investigador deberá decidir a la hora de realizar los cálculos qué ajustes concretos emplear en los modelos y si decantarse por aplicarlos como series temporales para cada firma o no.

A la hora de seleccionar qué variables emplear para determinar los ajustes discrecionales (selección de la variable AACCC), es posible emplear los ajustes totales o los ajustes circulantes. Los modelos originales incluyen los ajustes totales, pero en la literatura más reciente, que se ha decantado por los modelos de Jones (1991) y el de Jones modificado (Dechow et al., 1995), se tiende a prescindir de la parte relativa al inmovilizado material, puesto que tal y como demuestran Beneish (1999) o Young (1999) la gestión que pueda realizarse a través de la depreciación de estos activos es muy limitada, y es dudoso que pueda realizarse de forma continuada en el tiempo. Así, los trabajos de Peasnell et al. (2001 & 2000b) o de Gore et al. (2001 & 2002) prefieren no incluir en sus modelos la parte relativa al inmovilizado material.

Aún así, diversos trabajos tales como Collins y Hribar (2000) o Collins y Hribar (2002) advierten de que el uso de ajustes por devengo calculados a partir de las cifras de balance puede inducir a errores de cálculo, en especial si la variable esta correlacionada con la concurrencia de adquisiciones o fusiones, o de operaciones descontinuadas, por lo que recomiendan el uso de flujos de caja para calcular los ajustes.

Asimismo, Kothari et al. (2002) advierten que el uso tanto del modelo de Jones como del modelo modificado de Jones da lugar a interpretaciones erróneas para aquellas firmas con los ajustes por devengo más extremos, por lo que sugieren dividir la muestra según su ROA (return on assets) e industria para mejorar los modelos y obtener mejores estimadores de gestión.

Otra decisión a tomar es si deben emplearse series temporales para cada empresa (*time series*), u optar por regresiones por período e industria (*cross-sectional*). Las limitaciones de emplear series temporales para cada empresa es clara, puesto que es complicado obtener largas series de datos puesto que muchas bases de datos empiezan tan sólo a partir de los años noventa, y además es probable que se introduzca un sesgo en la investigación, al tratarse de empresas que se mantienen vivas con éxito en el mercado durante largos períodos de tiempo. Igualmente, el calcular los modelos por período e industria presupone que todas las empresas dentro de una misma industria comparten el ciclo de negocio y características determinantes para la gestión, lo cual como resulta evidente, no siempre es cierto. Tanto para el modelo de Jones original como para el modificado, en el caso de optar por regresiones por período e industria, el cálculo de los parámetros β_0 , β_1 y β_2 se realiza no para cada empresa en particular, sino para cada industria y período (DeFond y Jambalvo, 1994), procediéndose de la misma forma que en la metodología original para a continuación calcular los ajustes discrecionales.

Aún en el área general de los ajustes por devengos, otros estudios, como los de McNichols y Wilson (1998), Petroni (1992), Beaver y Engel (1996), Elliott y Hanna (1996), Beaver y McNichols (1998), Beaver et al. (2000) y Moehrle (2002) estudian la gestión del beneficio a través de ajustes por devengo muy específicos. Sin embargo, si bien la gestión de los ajustes por devengo ha sido considerada como la práctica más habitual, no es ni mucho menos la única. La muy amplia y densa literatura sobre la gestión del beneficio contable ha demostrado que otros instrumentos son también susceptibles de ser empleados para alcanzar los objetivos contables.

3. LAS MOTIVACIONES DE LA GESTIÓN DEL RESULTADO: EVIDENCIA EMPÍRICA

Junto con los trabajos que se centran en el desarrollo de los modelos de cálculo de los ajustes discrecionales y el desarrollo de otras metodologías de identificación de las prácticas de gestión del resultado, existe una amplia literatura que se estudia las motivaciones que subyacen la toma de decisión oportunista por parte de las empresas. Es decir, explicar por qué se desarrollan estas prácticas y los beneficios que obtienen las empresas y sus directivos de la aplicación de las mismas. Tal y como apuntan Bernard y Skinner (1996) *“Conocer por qué los directivos eligen determinados ajustes discrecionales es de gran interés para los organismos reguladores, los usuarios de la información contable y la comunidad académica para poder entender e interpretar correctamente el resultado contable”*. Aunque algunos autores como Subramanyam (1996)¹² argumentan que los directivos desarrollan este tipo de prácticas con un objetivo meramente informativo, lo cierto es que la mayor parte de los trabajos sobre gestión contable parten de la premisa de que las motivaciones son de naturaleza oportunista y que los inversores pueden ser engañados si no son capaces de discernir este tipo de prácticas. La literatura recoge tres tipos de motivaciones principales (Healy y Wahlen, 1999):

- Motivaciones contractuales: contratos de deuda y remuneración de directivos basados en cifras contables.
- Motivaciones políticas y gubernamentales: Beneficios y costes políticos derivados de la posición económico-financiera de la empresa reflejada a través de sus cifras contables.
- Motivaciones de valoración: el efecto de las cifras contables en la valoración de la empresa en las bolsas de valores.

Tal y como apuntan Watts y Zimmerman (1986), los costes derivados de los acuerdos contractuales o de la regulación gubernamental de las actividades empresariales pueden verse significativamente afectados por las prácticas contables que apliquen las empresas. De esta forma, los trabajos iniciales se centraron en motivaciones de tipo contractual y gubernamental como principales incentivos para la gestión del resultado contable. No obstante, el fuerte desarrollo de los mercados de valores, la entrada de los pequeños inversores individuales y el creciente uso de las opciones sobre acciones como sistema de remuneración empresarial en la década de los 90, ha generado un creciente interés por las motivaciones derivadas de la presión ejercida por el mercado de capitales. De hecho, la literatura anglosajona apunta a ésta como la principal motivación para el desarrollo de prácticas de gestión del resultado en estos países.

¹² Otros autores como Watts y Zimmerman (1986) o Holthausen (1990) recogen la idea alternativa de que la discrecionalidad contable tenga como objetivo mejorar la información suministrada al mercado.

3.1. MOTIVACIONES CONTRACTUALES

La necesidad de limitar los costes de agencia derivados de la separación entre la dirección y propiedad en la empresa, y al mismo tiempo proteger los intereses de los proveedores de financiación externa frente a los propietarios del capital, ha generado el desarrollo de contratos de remuneración de directivos (*Bonus Plans*) y contratos de endeudamiento (*Debt Covenants*), con el objeto de maximizar el valor de la empresa y evitar que los individuos, especialmente los directivos, tomen decisiones en su propio beneficio en contra de los intereses de acreedores y propietarios (Watts y Zimmerman, 1986).

Las cifras contables, y en concreto el resultado contable, suelen ser utilizados como referencia¹³, lo que explica que la mayor parte de los trabajos iniciales se centraran en las motivaciones derivadas de estos contratos para el desarrollo de prácticas para la dirección de resultados. Cabe distinguir los contratos de deuda y los contratos de remuneración de los directivos.

La mayor parte de los trabajos iniciales están recogidos en Watts y Zimmerman (1986) y se centran en el estudio del efecto de la hipótesis de los contratos de deuda en la elección contable. Bajo esta hipótesis, "*Ceteris Paribus, cuanto mayor es el ratio de endeudamiento de una empresa, mayor es la tendencia de los directivos a seleccionar prácticas contables que permitan transferir beneficios de ejercicios futuros a la cifra de resultados actual*" (Watts y Zimmerman, 1986). En la mayor parte de los trabajos iniciales como los de Zmijewski y Hagerman (1981) o Daely y Vigeland (1983) se analizan las diferencias de las prácticas contables utilizadas según el nivel de endeudamiento, analizando una muestra representativa en un año determinado. No obstante, tal y como dice Sweeny (1994) "*este tipo de metodología no es ni la más directa ni la que mejor proporciona evidencia entre la relación que existe entre los cambios en la política contable y los contratos de deuda*". Healy y Palepu (1990), DeAngelo et al. (1994) y Sweeny (1994) hacen un análisis temporal para estudiar la relación entre los cambios de política contable y los contratos de deuda. Healy y Palepu (1990) y DeAngelo et al. (1994) analizan un tipo de restricción típica de los contratos de deuda: el reparto de dividendos, mientras que Sweeny (1994) estudia el efecto de restricciones relativas al valor del patrimonio y al capital circulante de la empresa. Los tres trabajos anteriores estudian como se ve afectada la política contable de las empresas de la muestra en los años anteriores y posteriores a la violación de los criterios de restricción establecidos en el contrato de deuda. Los resultados son dispares. Healy y Palepu (1990) y DeAngelo et al. (1994) no encuentran evidencia que demuestre que las empresas cambian sus principios contables o hagan uso de los ajustes por devengo para evitar violar este tipo de restricciones, mientras que Sweeny (1994) que estudia un conjunto de empresas que violaron las cláusulas establecidas en el contrato de deuda y una muestra de control, encuentra resultados que apoyan la hipótesis de que las empresas realizan cambios en los principios contables para evitar violar los criterios del contrato.

De manera similar a este último trabajo, DeFond y Jimbalvo (1994) analizan la relación entre los contratos de deuda y el uso de los ajustes discretionales por devengo, y obtie-

¹³ Por ejemplo, en el caso de los contratos de bonificación se suele establecer un beneficio mínimo a partir del cual el directivo recibe la bonificación.

nen resultados consistentes el uso de la flexibilidad contable para evitar violar las condiciones establecidas en los contratos. Entre otros trabajos más recientes destaca Bikki y Picheng (2002) que continúan con la línea de investigación marcada por DeAngelo et al. (1994) y analiza la relación que existe entre los ajustes discretionales por devengo, los contratos de deuda y la posición financiera de la empresa, o el trabajo de Dichev y Skinner (2002) que utilizan una base de datos mucho más amplia que les permite generalizar sus resultados así como realizar un análisis más detallado de la hipótesis de endeudamiento. Aplican una metodología similar a la de Burgstahler y Dichev (1997) y demuestran que los directivos intentan evitar violar los criterios establecidos en los contratos de deuda.

Por su parte, los contratos de remuneración de directivos tienen como objetivo principal aunar los intereses de los inversores y directivos a fin de reducir los costes de agencia derivados de la separación del control y la propiedad, y favorecer la maximización del valor de la empresa en el mercado. Al igual que con los contratos de deuda, los planes de bonificación, de existir, suelen estar determinados en función de magnitudes contables, generalmente la cifra de resultados, lo que incentiva a los directivos a desarrollar políticas contables que permitan obtener mejores resultados y así obtener un mayor beneficio. Así, tal y como establece la hipótesis de planes de remuneración: "*Ceteris Paribus, los directivos de las empresas con contratos de remuneración tienden a elegir principios contables que desplacen resultados futuros al resultado del presente ejercicio*" (Watts y Zimmerman, 1986).

El trabajo de Healy (1985) fue el primero en estudiar la relación entre los contratos de remuneración y el uso de ajustes por devengo. Sus resultados apoyan la hipótesis principal y demuestran que en caso de que existan planes de compensación, los directivos hacen uso de los ajustes discretionales para aumentar el resultado contable y alcanzar la bonificación esperada. Asimismo, demuestra que en aquellos casos en que el resultado supera el máximo o no llega al mínimo establecido en el contrato de remuneración, los directivos hacen uso de los ajustes discretionales para reducir el resultado contable¹⁴. Los trabajos posteriores de Gaver et al. (1995) y Holthausen et al. (1995) extienden la metodología de Healy (1985) y utilizan los modelos de Jones (1991) y Dechow et al. (1995) para el cálculo de los ajustes discretionales. El uso de los modelos anteriores permite separar la magnitud de los ajustes discretionales y no discretionales de manera más precisa al trabajo de Healy (1985). En líneas generales los resultados de Gaver et al. (1995) y Holthausen et al. (1995) apoyan de nuevo la hipótesis principal excepto para las empresas que no alcanzan el límite inferior establecido para recibir la bonificación. En este caso, los resultados son contrarios a los obtenidos por Healy (1985). Es decir, los ajustes discretionales se utilizan para aumentar el resultado del ejercicio, no para reducirlo más. El trabajo de Holthausen et al. (1995), extiende su análisis a otros métodos de discrecionalidad contable a través de la capitalización de gastos o el uso de las partidas extraordinarias de la cuenta de resultados, y estudia el efecto de variables de control que limitan este tipo de prácticas. El trabajo más reciente de Guidry et al. (1999) continúan en esta línea de investigación y aplica

¹⁴ La estrategia en que se hace uso de los ajustes discretionales para reducir el beneficio, cuando los resultados no llegan al mínimo establecido en el contrato de remuneración se la conoce en la literatura anglosajona como *Big Bath*.

la metodología de los trabajos anteriores a diferentes unidades de negocio de una multinacional. Sus resultados son consistentes con los resultados de trabajos anteriores.

No obstante, no sólo los contratos de remuneración pueden ejercer presión en los directivos, ya que su reputación y permanencia en la dirección de la empresa son también factores determinantes a la hora de desarrollar una estrategia contable. DeAngelo (1988) y Pourciau (1993), Reitenga y Tearney (2003) continúan con la evidencia presentada por Moore (1973) y estudian las prácticas de gestión de resultados ante cambios en la cúpula directiva de la empresa.

Por último, antes de terminar con esta sección cabe destacar otros artículos como los de Liberty y Zimmerman (1986) y Bagnoli y Watts (2000). El trabajo de Liberty y Zimmerman (1986) analiza el efecto de los convenios colectivos (*Labor Union Contracts*) como incentivo para la gestión del resultado. No obstante, los resultados no son consistentes con la hipótesis principal¹⁵. Bagnoli y Watts (2000) desarrollan un modelo teórico en el que demuestran que: a) si los inversores y acreedores comparan empresas a la hora de invertir sus recursos financieros, b) si existen asimetrías de información y c) si las empresas se preocupan por su valor en mercado; las compañías desarrollan prácticas de gestión del resultado simplemente porque espera que sus competidores hagan lo mismo (Bagnoli y Watts, 2000: 391).

3.2. MOTIVACIONES POLÍTICAS Y GUBERNAMENTALES

Al igual que los inversores, directivos y acreedores de una empresa, los políticos en general y el gobierno en particular, intentan conseguir maximizar su utilidad (Watts y Zimmerman, 1986). En la mayoría de los casos el gobierno hace uso de las magnitudes contables en los diferentes procesos políticos (ej. Regulación de precios, leyes antimonopolio, política fiscal, recaudación de impuestos, etc.) para determinar la posición económica de la empresa, generando incentivos para intentar manipular las cifras contables y dar una determinada imagen que reduzca los costes derivados del proceso político. Los argumentos anteriores explican la tercera de las hipótesis analizada dentro de la literatura de gestión del resultado: la hipótesis de los costes políticos¹⁶.

Los trabajos que han estudiado este tipo de motivación se centran bien en determinados sectores industriales o en procesos políticos determinados. Jones (1991), Cahan (1992) y Makar y Alam (1998) analizan los incentivos que generan los procesos de investigación de las ayudas a la importación (*Import relief investigation*) (Jones, 1991) y las investigaciones antimonopolio de Estados Unidos (Cahan, 1992 y Makar y Alam, 1998) en la dis-

¹⁵ Liberty y Zimmerman (1986) dan varias explicaciones a los resultados que obtienen de la muestra utilizada: (1) la falta de resultados significativos puede deberse al mal rendimiento de las empresas de la muestra durante los años del análisis. Si las empresas se encuentran en un periodo de recesión no necesitan disminuir los resultados contables para verse favorecidas en la contratación sindical; (2) los sindicatos son capaces de darse cuenta de las prácticas de gestión, y ajustar las cifras contables de tal manera que los incentivos para manipular el resultado desaparecen y (3) los tests empleados en el análisis empírico o las cifras contables analizadas no son las adecuadas para identificar la posible gestión contable.

¹⁶ También se ha denominado hipótesis del tamaño (*Size hypothesis*) y asume que las grandes empresas son más susceptibles de ser sometidas a procesos políticos y por lo tanto reducir el resultado del ejercicio para reducir en la medida de lo posible los costes derivados del proceso político.

crecionalidad contable medida a través de los ajustes discrecionales por devengo con el modelo desarrollado en el propio trabajo de Jones (1991). Los resultados de los tres trabajos anteriores corroboran la hipótesis de gestión del resultado por parte de las compañías para reducir los costes derivados de los procesos de políticos anteriores. Por otra parte, y de nuevo sin centrarse en industrias específicas, los trabajos de Guenther (1994), Boynton et al. (1992) estudian los incentivos derivados de reformas fiscales en Estados Unidos (*Tax Reform Act of 1986*) y cambios en el tipo impositivo (*Corporate Alternative Minimum Tax*).

Entre los trabajos que estudian la hipótesis de los costes políticos en industrias específicas encontramos Moyer (1990) que estudia la gestión de determinados ratios (*capital adequacy ratio*) utilizados por los organismos reguladores del sector bancario, Key (1997) en el proceso de regulación de la televisión por cable, Mensah et al. (1994) y Cahan et al. (1997) en el sector médico-hospitalario y farmacéutico respectivamente y finalmente Hall (1993), Hall y Stammerjohan (1997) y Han y Wang (1998) estudian las prácticas de gestión del resultado en el sector petrolífero. En España, el artículo de Gill y Illueca (2003) analizan el efecto de la regulación de precios en los ajustes discrecionales de las empresas del sector eléctrico.

Sin embargo, debido a que salvo escasas excepciones¹⁷, los trabajos se realizan en el ámbito anglosajón, donde existe una clara independencia entre la contabilidad y la fiscalidad, esta última motivación, la fiscal, no se ha analizado empíricamente de manera tan extensa. Las motivaciones fiscales podrían sin embargo incluirse como motivación adicional para la gestión del resultado por parte de la gerencia en aquellos países donde la influencia fiscal sea grande y el cálculo de la base imponible parta de las cifras contables. Esto último ha sido frecuente en mayor o menor medida en todos los países del ámbito continental hasta la fecha.

3.3. MOTIVACIONES DE VALORACIÓN EN EL MERCADO

El trabajo de Dechow et al. (1996) fue uno de los primeros en poner de manifiesto que uno de los principales factores de presión que incentivan a las empresas a desarrollar prácticas de gestión del resultado es intentar obtener “financiación externa a bajo coste” (Dechow et al., 1996). Estos autores, analizan un grupo de empresas sometidas a investigación por la SEC (*SEC enforcement actions*) y analizan las posibles causas, factores de control y consecuencias del desarrollo de actividades de gestión del resultado. El análisis posterior del artículo realizado por Jimbalvo (1996) subraya de nuevo la importancia de centrarse en las motivaciones generadas por la necesidad de obtener capital y no sólo en las que hasta el momento habían sido objeto de estudio, endeudamiento, compensación de la gerencia y costes políticos.

Este factor ha aparecido en la literatura más recientemente y es en la actualidad el que cuenta con un mayor esfuerzo investigador en el ámbito anglosajón. Una línea de investigación inicial entre los que destacan los trabajos de Aharony et al. (1993), Friedlan (1994),

¹⁷ Arcas y Vidal (2004) han realizado recientemente un trabajo sobre la motivación fiscal con empresas españolas

Rangan (1998) o Teoh et al. (1998a, 1998b, 1998c) estudian el uso de ajustes discrecionales para aumentar el beneficio contable antes de las salidas iniciales a bolsa (*IPOs*) o en emisiones posteriores (*SEOs*), mientras que otros trabajos más recientes, analizan los efectos de las prácticas de gestión del resultado en los años posteriores. La asimetría de información entre directivos y futuros propietarios de las empresas en una *IPOs* o *SEOs* supone un escenario idóneo para que los directivos intenten publicar beneficios más altos y generar mayores expectativas entre los inversores para fijar un buen precio de salida de la acción y obtener mayores recursos. Los resultados de Aharony et al. (1993) y Friedlan (1994) apoyan esta hipótesis, mientras que los trabajos posteriores de Rangan (1998) o Teoh et al. (1998a, 1998b, 1998c) demuestran que la mala evolución de los resultados y el precio de las acciones tras la *IPO* puede ser parcialmente explicada por las prácticas de gestión del resultado utilizadas antes de la salida para aumentar las expectativas de los inversores¹⁸. Finalmente, Beaver et al. (2000) se centra en el sector asegurador y el uso de reservas por reclamación para aumentar la cifra de resultados antes de una salida a Bolsa. Sus resultados difieren de los de trabajos anteriores y hacen referencia a la posibilidad de que los resultados obtenidos en trabajos anteriores se deban a posibles errores de medición en los modelos de cálculo de los ajustes discrecionales.

Otros trabajos como los de DeAngelo (1986) y Perry y Williams (1994) o Erickson y Wang (1999) estudian los incentivos para alterar los resultados en otro tipo de transacciones que tienen lugar en el mercado.

Además, desde mediados de los años noventa aparecen una serie de trabajos que motivados por los resultados de Carlsaw (1988) y Thomas (1989) para Nueva Zelanda y Estados Unidos respectivamente, y por el comportamiento de un número cada vez mayor de empresas en el mercado, abren una nueva línea de investigación dentro de los incentivos de gestión del resultado. Los dos trabajos concluyen que las empresas redondean las cifras de resultados para que coincida con los puntos de referencia utilizados por los inversores en sus decisiones de inversión. Tras los trabajos anteriores, Hayn (1995), Burgstahler y Dichev (1997), Burgstahler y Eames (1998), Brown (1998), Degeorge et al. (1999), Richardson et al. (1999) para las empresas industriales en EE.UU, Gore et al. (2002) para el Reino Unido, y Beaver et al. (2000) y Beatty et al. (2002) para el sector asegurador y bancario estadounidense respectivamente, estudian la distribución de la frecuencia de niveles de resultados, cambios y sorpresas, y documentan una frecuencia mayor a la esperada (suponiendo una distribución normal) de compañías que publican (a) resultados positivos, (b) crecimientos en la cifra de resultados o (c) resultados iguales o superiores a las predicciones de los analistas financieros. Algunos de los trabajos como el de Gore et al. (2002), Beaver et al. (2000) o Beatty et al. (2002) comparan la distribución del resultado del ejercicio con la de la cifra de resultados “antes” de posibles ajustes discrecionales y en este último caso el salto inesperado en torno a cero desaparece.

Burgstahler y Dichev (1997) hacen referencia a dos teorías que explican este comportamiento de las empresas a la hora de publicar resultados. Por un lado la Teoría de los

¹⁸ Shivakumar (2000) examina los resultados presentados en los trabajos de Rangan (1998) y Teoh et al (1998) y concluye que los resultados de estos trabajos son sensibles a medidas alternativas de rentabilidad y en su análisis empírico obtiene resultados contrarios a los presentados por estos autores.

costes de Transacción y en segundo lugar la Teoría desarrollada por Kahneman y Teversky (1979): Teoría de la perspectiva (Prospect Theory). Tal y como explican Burgstahler y Dichev (1997), la Teoría de los costes de transacción se basa en dos postulados principales. a) La cifra de resultados influye los términos de cualquier tipo de transacción con los agentes de la empresa: empleados, acreedores, deudores, inversores etc.; y b) los costes de almacenamiento y análisis de la información llevan al uso de referentes más simples tales como el resultado contable para determinar los términos de las transacciones. Por otra parte, el postulado principal de la teoría desarrollada por Kahneman y Teversky (1979) asume que los agentes de decisión utilizan puntos de referencia para valorar las pérdidas o ganancias de una transacción. Aunque estos puntos de referencia pueden variar de un individuo a otro, Burgstahler y Dichev (1997) argumenta que el nivel de resultado contable, un cambio de un ejercicio a otro, o una sorpresa positiva son referencias naturales que generan una valoración positiva por parte del inversor. El supuesto uso de estos puntos de referencia o “*earnings benchmarks*”, como se les conoce en la literatura anglosajona, ha generado un creciente interés en la comunidad académica, así como entre los organismos reguladores al convertirse en uno de los mayores incentivos para el desarrollo de prácticas de gestión del resultado. De hecho, las fuertes presiones por cumplir con las expectativas de los analistas y de los inversores ha llevado a empresas como ENRON o WorldCom a desarrollar prácticas de gestión del resultado tan agresivas que finalmente resultaron en fraudulentas.

La metodología empleada en estos trabajos se ha considerado una aproximación alternativa para identificar posibles prácticas de gestión del resultado. De hecho, estos trabajos consideran el salto en la distribución como evidencia de que las empresas intentan no defraudar al mercado y cumplir con estos tres puntos de referencia principales en torno a la cifra de resultados a través de prácticas de gestión. No obstante, los trabajos recientes de Beaver et al. (2003) y Dechow et al. (2003) dan explicaciones alternativas al salto en la distribución y rechazan la simple alternativa a que se deba simplemente a gestión. Beaver et al. (2003) analizan otros componentes no discrecionales y argumentan que el salto en la distribución puede verse afectado por las diferencias en los componentes transitorios del resultado y en el tratamiento impositivo entre empresas con pérdidas y beneficios, y que por lo tanto “*no debería utilizarse como alternativa de medición de la intensidad de las prácticas de gestión del resultado*”. Dechow et al. (2003) analizan los ajustes discrecionales por devengo calculados con varios modelos para las empresas que publican pequeñas pérdidas y pequeños beneficios y que por lo tanto se sitúan a la izquierda y derecha del punto medio de la distribución respectivamente. Tal y como ellos argumentan, si la causa del salto en la distribución es evitar publicar pérdidas a través de la posible gestión del resultado, las empresas con pequeños beneficios tendrán un nivel mayor de ajustes discrecionales por devengo que las empresas que se encuentran a la izquierda de la distribución (con pérdidas). No obstante, aunque los niveles de ajustes discrecionales calculados bajo diferentes modelos reflejan un nivel mayor para las empresas con pequeños beneficios, no son significativamente mayores a las empresas con pequeños niveles de pérdidas y por lo tanto no es suficiente para explicar el salto en la distribución. En este sentido destaca el trabajo español de Gallén y Giner (2005).

Basados en las motivaciones de trabajos anteriores, aunque con una metodología diferente, Myers y Skinner (1999) documentan un número mucho mayor al esperado de empre-

sas con una tendencia de crecimientos en la cifra de beneficios por acción durante al menos 17 trimestres seguidos, y demuestran que comparado con una muestra de control, estas empresas hacen uso del número de acciones, partidas extraordinarias o ajustes por devengo para mantener esta tendencia de crecimiento en el beneficio por acción. Asimismo, otros autores como Matsumoto (2002), Brown (2003) y Brown (2001) documentan un crecimiento en la década de los 90 en la tendencia a evitar las sorpresas negativas¹⁹ y publicar una cifra de resultados igual o superior a lo estimado por los analistas financieros. Esta tendencia es especialmente acusada para Estados Unidos (Brown y Higgins, 2002 y Chan et al., 2002). Por ejemplo, los resultados de Chan et al. (2002) presentan un aumento del 5,58% en 1984 al 16,60% en 2001 en el número de empresas con beneficios iguales al pronóstico de los analistas, y del 43,30% al 54,95% para las sorpresas positivas.

Directamente relacionado con estos últimos trabajos es importante hacer referencia a otros como Kasznik (1999) y Payne y Robb (2000) y Dechow et al. (2000). El análisis de los dos primeros trabajos demuestra el uso de ajustes discrecionales para hacer coincidir los resultados con las estimaciones publicadas por los directivos y los analistas respectivamente, y Dechow et al. (2000) analizan las posibles herramientas y motivaciones para el desarrollo de prácticas de gestión del resultado. En concreto analiza (a) empresas con pequeños beneficios y (b) empresas cuya cifra de beneficios es igual a las expectativas de los analistas. Sus resultados demuestran que las primeras hacen uso de las partidas extraordinarias para retrasar una mala situación económica, mientras que el segundo grupo utiliza los ajustes discrecionales para cumplir con las expectativas del mercado y evitar el “efecto torpedo” documentado por Skinner y Sloan (2002); Por otra parte, el artículo de Richardson et al. (2002) continúa con la evidencia aportada por Dechow et al. (1996) y estudia las motivaciones y el nivel de ajustes discrecionales de un total de 255 empresas (440 observaciones) que tuvieron que ajustar los resultados de ejercicios anteriores y “*para las que es razonable asumir que han realizado algún tipo de practica de gestión del resultado*”. Sus resultados, al igual de Dechow et al. (1996) demuestran que junto con los contratos de deuda, el mayor incentivo procede del mercado de capitales: la obtención de capital a bajo coste, así como mantener una cifra creciente de beneficios trimestrales y ejercicios consecutivos en los que el resultado haya sido igual o superior a las estimaciones de los analistas.

Entre otros trabajos se encuentra Das y Zhang (2003), Caneghem (2002) o Plummer y Mest (2001). Das y Zhang (2003) para Estados Unidos y Caneghem (2002) para el Reino Unido, continúan la línea de investigación de los trabajos de Carslaw (1988) y Thomas (1989) y estudian si las empresas intentan redondear el segundo decimal de la cifra de beneficios por acción (Das y Zhang, 2003) o el segundo dígito por la izquierda de la cifra de beneficio antes de impuesto (Caneghem, 2002). Sus resultados demuestran que las empresas intentan ejercer cierto grado de discreción en el cálculo de la cifra de resultados para conseguir redondear al alza (a la baja) los beneficios (pérdidas) y poder cumplir con las tres expectativas de beneficio del mercado. El trabajo de Plummer y Mest (2001) utilizan una metodología similar a Burgstahler y Dichev (1997) y Degeorge et al. (1999)

¹⁹ Se define sorpresa positiva (negativa) como la situación en la que los beneficios anunciados son superiores (inferiores) a los pronosticados (en media) por los analistas financieros.

para analizar una serie de magnitudes contables (ventas, gastos operativos, amortización) y comprobar si los directivos hacen uno de ellas para poder alternar la cifra de resultados. Los resultados demuestran que las empresas, tienden a aumentar la cifra de ventas y a reducir los gastos operativos para aumentar beneficios.

Finalmente, y dentro de las motivaciones generadas por el mercado de capitales debemos hacer referencia al trabajo reciente de Abarbanell y Lehavy (2003) cuyos resultados demuestran como las recomendaciones de compra o venta de los analistas financieros son una nueva presión importante para los directivos a la hora de manipular el beneficio.

Junto con los trabajos anteriores que presentan evidencia de la tendencia de los directivos a publicar resultados en torno a los tres objetivos citados (a) resultados positivos, (b) crecimientos en la cifra de resultados o (c) resultados iguales o superiores a las predicciones de los analistas financieros, han aparecido otros que tratan de dar una explicación a este comportamiento y estudian el efecto directo de estos criterios sobre la valoración de la compañía en el mercado. En esta línea de investigación, bien a través de estudios de asociación o de eventos, se han encontrado resultados consistentes con la hipótesis de que los tres criterios anteriores son fundamentales a la hora de tomar posiciones de inversión y valorar a las empresas en el mercado.

Entre los trabajos de esta línea destacan los de Barth et al. (1999), Kasznik y McNichols (2002), Bartov et al. (2002), López y Rees (2002) Chevis et al. (2001, 2003), Kim (2002), Kinney et al. (2002), Skinner y Sloan (2002), Brown (2003) y Francis et al. (2003). Los resultados de la mayor parte de los trabajos anteriores muestran un coeficiente de respuesta al resultado (ERC) o el múltiplo precio-beneficio mayor para las empresas que cumplen con los citados criterios. Si el mercado es significativamente sensible a los criterios del beneficio que hemos comentado, especialmente a las sorpresas positivas y negativas, cabe pensar que el mercado de capitales es en la actualidad el factor explicativo más importante de las prácticas de gestión del resultado. Empresas tales como Procter & Gamble o Oracle perdieron un gran valor en el mercado en la fecha en la que anunciaron resultados menores a las expectativas de los analistas (Chevis et al., 2001 y Skinner y Sloan, 2002). Estas fuertes caídas de valor afectan significativamente a los planes de opciones sobre acciones de los directivos que intentan no defraudar al mercado para poder controlar el precio de la compañía. No obstante cabe preguntarse si los inversores son o no capaces de detectar estas prácticas.

Los trabajos²⁰ principales que estudian si los inversores son capaces de identificar correctamente la información contenida en los ajustes por devengo (*accruals*) o en los ajustes discrecionales (*discretionary accruals*) son los de Sloan (1996), Collins y Hribar (2000), Xie (2001), Bradshaw et al. (1999), y Subramanyan (1996).

²⁰ El trabajo de Beaver y Engel (1996) estudia la valoración del componente discrecional y no discrecional de uno de los ajustes por devengo más comunes dentro del sector bancario: *allowances for loan losses*. Los resultados del trabajo ponen de manifiesto que los inversores valoran de manera diferente el componente discrecional del no discrecional.

Los trabajos de Sloan (1996), Collins y Hribar (2000) y el de Xie (2001) utilizan una metodología muy similar²¹ para analizar si el mercado valora correctamente la información contenida en los ajustes por devengo (*accruals*) teniendo en cuenta su persistencia en resultados de ejercicios posteriores. Los resultados de Sloan (1996) y Collins y Hribar (2000)²², que extiende el trabajo de Sloan (1996) a datos trimestrales, demuestran que los inversores no son totalmente eficientes y no incorporan correctamente en los precios la información de los componentes del resultado, en concreto los ajustes por devengo. El trabajo de Xie (2001) analiza el componente discrecional y no discrecional de los ajustes por devengo haciendo uso de la misma metodología de los dos trabajos anteriores para determinar el origen de la ineficiencia del mercado. Sus resultados demuestran que el mercado sobervalora ambos componentes aunque los resultados son mucho más robustos y claros para el caso de los ajustes discrecionales.

Junto con los trabajos anteriores, Bradshaw et al. (1999), extiende el trabajo de Sloan (1996) al periodo posterior al FAS 95²³ y analiza si usuarios más sofisticados: auditores y analistas financieros, son capaces de discernir la información contenida en los ajustes por devengo²⁴ y lo reflejan en sus opiniones y predicciones. Sus resultados para el periodo 1988-1997 confirman los resultados de Sloan (1996) y añaden que no sólo los inversores pero también auditores y analistas, no son capaces de predecir y avisar al mercado de las futuras caídas en beneficios de las empresas con altos niveles de ajustes discrecionales.

Las conclusiones de los trabajos anteriores sugieren que los participantes en el mercado pueden ser “engañados” empleando técnicas contables relativamente simples, siendo posible que los gerentes manipulen los precios para ajustarse a sus propios intereses al menos en el corto plazo²⁵. El trabajo más reciente de Chen y Cheng (2002) aporta evidencia empírica al respecto y demuestra que la ineficiencia del mercado para valorar los ajustes discrecionales se debe a la incapacidad de los inversores de identificar las motivaciones de los directivos para realizar los ajustes discrecionales por devengo: a) Objetivo informativo, o b) Gestión oportunista del resultado. Es decir, los inversores no son capaces de darse cuenta cuando los ajustes discrecionales tienen una finalidad oportunista, permitiendo a los directivos hacer uso de ellos para controlar el precio de las acciones en el mercado.

Sin embargo, junto con los trabajos anteriores, Guay et al. (1996) y Subramanyan (1996)²⁶ apoyan la idea de que el uso de la discrecionalidad contable no tiene como fina-

²¹ Utilizada en primer lugar por Sloan (1996).

²² Collins and Hribar (2000) analizan el efecto conjunto de la anomalía provocada *accruals* y la anomalía conocida como *post earnings announcement drift*. Los autores demuestran como en algunos casos esta anomalía de mercado se ve acentuada o atenuada por el efecto de los niveles de *accruals*.

²³ Que permite realizar el cálculo de los ajustes discrecionales a través del Estado de flujos de caja

²⁴ En concreto ellos estudian los ajustes por devengo procedentes del capital circulante (*working capital accruals*)

²⁵ Otros autores que también sugieren la idea de que los inversores no utilizan la información disponible para predecir el comportamiento de los beneficios futuros (“naïve fixation of investors on reported earnings”) son Hand (1990), Maines y Hand (1996), Ou y Penman (1989) o Bernard y Thomas (1990).

²⁶ Shivakumar (2000) examina el comportamiento de los directivos y la respuesta de los inversores en las OPAs, y concluye que los inversores aparentemente corrigen el impacto de estas prácticas gestidoras tanto antes como después del anuncio de la OPA.

lidad confundir al inversor sino aportar mayor valor informativo a las cifras contables. Subramanyan (1996) utiliza el modelo de Jones para el cálculo de los ajustes discrecionales por devengo y estudia si estos son capaces de explicar movimientos en los precios, predecir flujos de caja, resultados y dividendos y por último mejorar la persistencia y capacidad predictiva de los resultados. Subramanyan (1996) encuentra evidencia empírica para todos los puntos anteriores y concluye que el uso de los ajustes discrecionales por devengo tiene un objetivo principalmente informativo. No obstante, sus resultados tal y como ponen de manifiesto autores como Dechow et al. (1996) o Bernard y Skinner (1996) pueden verse afectados por la errónea clasificación que puede hacer el modelo de Jones en la separación de los ajustes discrecionales y no discrecionales.

En definitiva, todo parece apuntar que, aunque en algunos casos las prácticas de gestión del resultado pueden ser identificadas por algunos inversores y son valoradas según su efecto en los resultados futuros, lo cierto es que en la mayor parte de los casos tanto inversores como auditores o analistas financieros no son capaces de percibir ni las motivaciones, ni las prácticas de gestión. Casos como el de ENRON o Worldcom parecen demostrar esto. Así pues, los directivos se ven favorecidos en el uso de la flexibilidad de los principios contables para cumplir con las expectativas del mercado y controlar la evolución de los precios de tal manera que su posición en la empresa o sus planes de opciones sobre acciones no se vean afectados negativamente.

4. FACTORES DE CONTROL DE LA GESTIÓN

Mientras los resultados de los estudios mencionados anteriormente parecen demostrar que los inversores pueden ser sistemáticamente engañados por técnicas de gestión relativamente simples, otra de las líneas de investigación de creciente interés dentro de la literatura sobre la gestión se ocupa del estudio de los factores de control que limitan la capacidad de los directivos para utilizar este tipo de prácticas en contra de los intereses de los inversores y otros usuarios de la información financiera. Entre los factores analizados destacan los relacionados con el gobierno de la empresa, el control de los auditores y otros factores institucionales y restricciones legales, especialmente aquellas dedicadas a proteger al inversor.

La mayor parte de los trabajos que estudian el efecto de las prácticas de buen gobierno sobre las prácticas de gestión de resultados se centran por un lado en el impacto que ha tenido la publicación de los códigos de buen gobierno (Peasnell et al., 2000b) o en el efecto de las comisiones de auditoría y la existencia de consejeros externos (independientes y dominicales) en los consejos de administración (Dechow et al., 1996; Beasley, 1996; Peasnell et al., 2001, y Klein, 2002)²⁷. El trabajo de Peasnell et al. (2000) analiza las implicaciones del informe Cadbury en el ejercicio de prácticas de gestión contable. En concreto, analiza el efecto de la existencia de un mayor número de consejeros externos tras la publicación del informe. Los resultados son consistentes con la evidencia aportada en Peasnell et al. (2001). Los cambios introducidos por el informe Cadbury en la estructura del gobierno de las sociedades reducen significativamente los niveles de ajustes discrecionales por devengo utilizados por las empresas para alcanzar las expectativas del mercado.

Los trabajos iniciales de Dechow et al. (1996) y Beasley et al. (1996) son los que por primera vez ponen de manifiesto el efecto del gobierno de la empresa sobre las prácticas de gestión del resultado. El trabajo de Dechow et al. (1996) muestra entre sus resultados principales como las empresas sometidas a investigación por la SEC suelen carecer de comisión de auditoría, y la figura de presidente y primer ejecutivo de la empresa coinciden en la misma persona. Por otra parte, Beasley (1996) destaca como el papel de los consejeros externos, y algunas características de los mismos, como su participación en la propiedad de la empresa o como el número de años de participación en el consejo de administración, influye a la hora de evitar prácticas contables fraudulentas. Pero son los trabajos más recientes de Peasnell et al. (2001) para el Reino Unido y de Klein (2002) para Estados Unidos, los que extienden la evidencia de los trabajos anteriores a las prácticas de gestión medidas a través de los ajustes discrecionales por devengo. Los resultados relativos al papel de los consejeros externos coinciden en ambos trabajos: los consejeros externos reducen significativamente las prácticas de gestión. No obstante, la evidencia aportada con relación al comité de auditoría es diferente en ambos casos. Peasnell et al. (2001) demuestra que el efecto de los consejeros externos se ve acentuado si existe un comité de auditoría, mientras que los resultados de Klein (2002) demuestran que el comité de auditoría es más

²⁷ Otros trabajos como Abbott et al. (2000), Chtourou et al. (2001), De Andres et al. (2001) y Xie et al. (2002) estudian, al igual que los trabajos anteriores, el efecto de la estructura del gobierno de las empresas sobre la discrecionalidad contable.

eficiente en el control de las prácticas de gestión cuando esta compuesto por un número mayoritario de consejeros externos.

Junto con el gobierno de la empresa, los auditores juegan un papel esencial en el control de este tipo de prácticas ya que ellos son los responsables de comprobar que las cuentas anuales han sido preparadas de acuerdo con los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados. Entre los trabajos que estudian la capacidad de los auditores para limitar las prácticas de gestión del resultado se encuentran DeFond y Jimbalvo (1993), DeFond y Subramanyan (1998), Becker et al. (1998), Francis et al. (1999), Gore et al. (2001), Antle et al. (2002) y Krishnan (2003).

La mayor parte de los trabajos ponen de relieve el papel de las grandes empresas de auditoría (*Big Six*)²⁸ como factor de control de las prácticas de gestión del resultado²⁹. Así Gore et al. (2001), por ejemplo, demuestran que las grandes firmas de auditoría parecen ser más eficaces a la hora de reducir la gestión contable. El trabajo de Defond y Jimbalvo (1993) es uno de los primeros en analizar si los auditores ejercen un control efectivo sobre las prácticas de gestión contable. En concreto, analizan las empresas en las que se ha producido un cambio de auditor provocado por un desacuerdo con relación a las prácticas de contabilidad agresiva aplicadas por la empresa³⁰. Los resultados demuestran que en la mayor parte de los casos estas empresas tenían una mayor probabilidad de violar las cláusulas de los contratos de deuda y contaban con mayores niveles de endeudamiento. Además, los resultados muestran que la mayor parte de los cambios se acometen con las grandes firmas de auditoría lo que corrobora la idea de que en líneas generales estas grandes firmas ejercen en mayor medida su compromiso de independencia. De hecho, trabajos posteriores como Becker et al. (1998), Francis et al. (1999) demuestran el papel de las grandes auditoras como factores de control de estas prácticas. Becker et al. (1998) demuestra que las grandes firmas de auditoría limitan las prácticas de gestión del resultado utilizadas para inflar los resultados, y el trabajo de Francis et al. (1999) demuestra que aunque las empresas con grandes niveles de ajustes por devengo (*accruals*) tienden a contratar los servicios de las grandes firmas de auditoría, su presencia reduce la discrecionalidad de los mismos. Es decir, tal y como dicen Francis et al. (1999), “*como las empresas con mayores niveles de ajustes por devengo tienen mayores oportunidades de hacer uso de ellas para manipular el resultado, contratan un auditor de mayor calidad para favorecer la credibilidad de la cifra de resultados*”. Por otra parte, otro trabajo más reciente de Krishnan (2003) extiende la evidencia anterior y demuestra que la experiencia de las grandes firmas de auditoría en sectores concretos acentúa la capacidad de control sobre el nivel de los ajustes discrecionales de las empresas de la muestra.

²⁸ En la actualidad, tras la unión de PriceWaterhouse y Coopers & Lybrand en una única firma de auditoría (PriceWaterhouseCoopers), así como la desaparición de Arthur Andersen ha reducido el número a tan solo cuatro y por lo tanto son las *Big Four*.

²⁹ El trabajo de Navarro y Martínez (2001) realizan este mismo tipo de análisis para el caso español.

³⁰ El trabajo de DeFond y Subramanyam (1998) complementa la evidencia aportada por DeFond y Jimbalvo (1993) y demuestran el efecto de las decisiones contables en el cambio de auditor. En concreto, los resultados reflejan que los auditores salientes tienden a ser más conservadores tal y como se refleja en la cifra de negativa de ajustes discrecionales, mientras que los nuevos son más flexibles.

Una línea de investigación más reciente es la relativa al análisis del impacto que la contratación por parte de la empresa de servicios adicionales ofrecidos por las firmas de auditoría. Numerosos trabajos han abordado el tema de la pérdida de independencia de los auditores. Destacan los estudios de Frankel et al. (2002) para Estados Unidos y Gore et al. (2001) en el Reino Unido, ambos centran su atención en el efecto que las comisiones percibidas por las firmas de auditoría por la prestación de otros servicios a sus clientes tienen sobre la calidad de los estados financieros y las prácticas de gestión del resultado. Los resultados de estos trabajos parecían indicar inicialmente que la calidad de los servicios de auditoría se ve deteriorada por la prestación de otro tipo de servicios, en especial en el caso de los pequeños auditores, si bien no tanto para las grandes firmas de auditoría. Sin embargo, trabajos más recientes, tales como Antle et al. (2002), Craswell et al. (2002), DeFond et al. (2002), o Kinney et al. (2003) muestran por contra que no existe una relación directa entre la prestación de servicios adicionales por parte de los auditores y una pérdida de independencia.

5. COMPARABILIDAD INTERNACIONAL

Como ha ocurrido en otras muchas áreas de investigación empírica en contabilidad, la inmensa mayoría de los trabajos han sido realizados por investigadores americanos. De hecho, la línea de investigación que hemos presentado en este trabajo nació en este país y hasta hace relativamente pocos años no fue trasladada al contexto europeo. Los principales avances en esta área en Europa corresponden a Reino Unido, país que, sin embargo, tiene unas características institucionales relativamente similares a EEUU. Es por ello que tras el exhaustivo análisis que hemos expuesto sobre la literatura relacionada con la gestión contable, podamos argumentar que en un contexto que no sea el anglosajón podrían existir diferencias sustanciales en el fenómeno de la gestión del resultado que afecten tanto a la motivación de la gerencia como al alcance de la gestión.

Si repasamos lo expuesto en los puntos anteriores, podemos argumentar que entre los países anglosajones y los países continentales existen diferencias relativas a:

- a) Posibles ajustes a emplear.
- b) Características contractuales de las empresas con sus directivos.
- c) Características contractuales con los acreedores, fundamentalmente su relación con las instituciones financieras.
- d) Aspectos políticos y de regulación.
- e) Relación entre la contabilidad y la fiscalidad.
- f) Desarrollo del mercado de capitales, características de la propiedad de las empresas y de los inversores.
- g) Mecanismos de control.

Por todo ello es previsible que existan diferencias en la gestión contable debidas a una serie de diferencias en las variables endógenas de influencia. Teniendo en cuenta que todos estos factores se muestran en la evidencia empírica como determinantes de la gestión, tanto en signo como en magnitud, parece obvio argumentar la existencia de diferencias sustanciales entre países.

Si la investigación en el marco europeo es escasa³¹ todavía lo son más los trabajos que comparan la gestión entre distintos países. Concretamente existe uno reciente de los autores Leuz et al (2003) que muestra una evidencia comparativa de gestión del resultado en 31 países y que muestra diferencias internacionales. Según este estudio, las empresas de países con mercados desarrollados, estructuras de propiedad dispersas, sólidos derechos de los inversores y controles legales tienen un menor nivel de gestión del resultado.

El análisis de estos autores se realiza sobre una muestra de 8.000 empresas de 31 países para el periodo 1990-1999. Empiezan con un análisis *cluster* descriptivo que agrupa a

³¹ En el caso de España existen algunos trabajos empíricos relacionados con la motivación en la elección contable como Wallace et al (1994), Mora y Rees (1996,1998), Gabás et al (1999), Giner y Pardo (2004), y otros con el alisamiento del resultado como Gill (2002). Asimismo para el caso concreto de "earnings management" y motivaciones tenemos como ejemplo los trabajos de Gallén y Giner (2005) y Arcas y Vidal (2004)

los países con similares características institucionales y legales. Distinguen tres grupos de países:

- a) Economías abiertas con mercados de capitales desarrollados, propiedad dispersa, fuertes derechos de los inversores y controles legales (como Reino Unido y EEUU).
- b) Economías cerradas con mercados menos desarrollados, concentración de la propiedad, débil protección del inversor pero fuertes obligaciones legales (como Alemania o Suecia).
- c) Economías cerradas y con poco control legal (como India).

Esta distribución se asemeja a la expresada tradicionalmente en países anglosajones o de derecho común y países continentales o de derecho romano, coincidiendo prácticamente con los grupos a y b del estudio de Leuz et al (2003).

Estos autores hallan diferencias significativas en la gestión del resultado entre los tres grupos. El primer grupo de economía abierta y mercado desarrollado tiene el menor nivel de gestión del resultado, mientras que el tercer grupo de economías cerradas y débil control es el que mayor nivel de gestión tiene.

Con el fin de examinar más explícitamente si las diferencias en la gestión están relacionadas con la estructura de propiedad y con el control legal, los autores realizan un análisis de regresión que muestra que la gestión está negativamente relacionada con los derechos de los inversores y el control legal, y los resultados se mantienen tras controlar diferencias macroeconómicas sectoriales y de características de las empresas. Los autores reconocen que las diferencias en las normas contables pueden limitar la capacidad de gestión de la gerencia. Así pues, controlan las diferencias contables entre países que potencialmente podrían limitar esa capacidad y se mantienen los mismos resultados. Además los resultados no son sensibles a la inclusión o exclusión de ningún país en particular.

La investigación previa que analiza la relación entre información contable y precios ha analizado únicamente de manera implícita las diferencias en factores institucionales. Los resultados de estos autores sugieren que los factores institucionales influyen en las propiedades del resultado contable. Otros autores como Ali y Hwang (2000) y Ball et al (2000) muestran que varios factores institucionales explican diferencias en la relación resultado-precios entre países. Coincidimos pues con estos autores cuando afirman *“es importante entender el efecto de los factores institucionales en los resultados contables cuando se examina la relación entre los precios y los resultados gestionados”*(p 508)

Si analizamos en concreto los factores expresados en la sección anterior podríamos plantearnos las siguientes reflexiones:

1. Los planes de compensación de la gerencia en los países continentales suelen ser menos sofisticados que en los países anglosajones. En muchos casos existe una menor relación con los resultados contables, por lo que, en general, existirían menos incentivos para manipular el resultado al alza
2. Las características normativas de estos países tienden a un tratamiento desigual entre ingresos y gastos, estos últimos cuando son potenciales más fácilmente reco-

nocibles en la cuenta de resultados, con lo que es más fácil manipular el resultado a la baja ante una mala noticia.

3. Las relaciones contractuales con los accionistas y con otros agentes económicos como los trabajadores o acreedores es distinta en los países continentales. Las diferencias en las políticas de dividendos y autofinanciación, así como la relación de negociación con los sindicatos también lo son. Existen teorías contrastadas en algunos países de la Europa continental que muestran motivaciones para gestionar a la baja el resultado como consecuencia de la relación con accionistas y trabajadores.
4. Un factor de motivación de carácter político o gubernamental podría ser la fiscalidad. La influencia de las normas fiscales en la contabilidad de los países continentales es algo que les ha caracterizado hasta la fecha, mientras que en los países anglosajones ha existido siempre una independencia clara. La motivación fiscal sería por tanto un factor importante a tener en cuenta en los países continentales. La falta de evidencia empírica al respecto de este factor puede explicarse por la prevalencia casi absoluta de los países del ámbito anglosajón en la literatura empírica.
5. El mercado financiero parece ser un factor esencial en las motivaciones de la gestión, con tendencia a incrementar el resultado contable para alcanzar las predicciones de los analistas (que suelen ser optimistas). El mercado está menos desarrollado en los países continentales, por lo que, lo que puede ser un motivo importante para gestionar al alza el resultado en los países anglosajones, puede no ser un motivo tan importante en estos países.
6. Dada la situación del mercado financiero, los factores de control están previsiblemente más desarrollados en los países anglosajones, por lo que parece más fácil, en principio, gestionar el resultado en los países continentales.
7. Como ya hemos indicado, un factor de motivación de carácter político o gubernamental podría ser la fiscalidad. La influencia de las normas fiscales en la contabilidad de los países continentales es algo que les ha caracterizado hasta la fecha, mientras que en los países anglosajones ha existido siempre una independencia clara. La motivación fiscal sería por tanto un factor importante a tener en cuenta en los países continentales. La falta de evidencia empírica al respecto de este factor puede explicarse por la prevalencia casi absoluta de los países del ámbito anglosajón en la literatura empírica.

TERCERA PARTE
ANÁLISIS EMPÍRICO

I. INTRODUCCIÓN

Como resumen de las dos primeras partes de este trabajo podríamos decir que en los últimos años un importante número de trabajos empíricos han estudiado la valoración que el mercado de capitales realiza de la información contable en un contexto internacional. Más concretamente existe una línea de investigación que ha dado lugar a estudios importantes en los últimos años y que se centra en analizar si existe una asimetría en el reconocimiento de buenas y malas noticias en el resultado contable que puede llevar a diferencias sistemáticas entre períodos de buenas y malas noticias, y si esta asimetría es significativamente diferente entre distintos sistemas contables. Los resultados de los estudios comparativos que han utilizado el concepto de Basu (1997) del “conservadurismo del resultado” y un modelo de “regresión inversa”, y que han hipotetizado un mayor conservadurismo de los países anglosajones, dado el mayor riesgo de litigio en estos países, no han obtenido resultados significativos.

Últimamente se han manifestado ciertas reservas al modelo de regresión inversa para el análisis comparativo. Entre otras cosas, se ha expresado cierta preocupación entre diversos investigadores sobre cómo distinguir en un análisis empírico el conservadurismo del resultado de la gestión contable o del alisamiento. Las medidas del conservadurismo del resultado pueden verse afectadas, sin duda, por el nivel de gestión de la gerencia.

El trabajo de Leuz et al (2003) muestra evidencia empírica de diferencias entre países en la gestión del resultado, lo cual puede afectar sin duda a los resultados de los trabajos comparativos de la relación entre el precio y ese resultado contable, o lo que es lo mismo “resultado gestionado”. Este puede ser el caso de los trabajos comparativos sobre el conservadurismo del resultado.

El objetivo de este estudio empírico es analizar la relación entre el resultado “no gestionado” y el precio en tres países europeos con el fin de establecer las diferencias en el nivel de conservadurismo del resultado excluyendo el efecto de las diferencias en la gestión del resultado. Con el fin de distinguir entre conservadurismo del resultado y gestión contable, analizamos el nivel de conservadurismo del resultado en el Reino Unido, Francia y Alemania. Pensamos que Europa ofrece un buen campo para analizar la gestión del resul-

tado ya que existen diferencias en los incentivos para esa gestión entre el Reino Unido y los países de la Europa continental. A su vez comparamos los resultados con las diferencias obtenidas en el análisis del conservadurismo del resultado considerando la variable clásica del resultado contable, o lo que es lo mismo el resultado gestionado. Establecemos hipótesis sobre las diferencias en la gestión del resultado y sobre las diferencias en el nivel de conservadurismo. Consideramos que una vez controladas las diferencias en la gestión del resultado los resultados que se obtienen en el análisis comparativo del conservadurismo del resultado serán más consistentes con las hipótesis de partida.

La estructura del trabajo empírico es la siguiente. En primer lugar establecemos el desarrollo de las hipótesis. A continuación mostramos la muestra y la metodología a emplear. Por último mostramos los resultados y las conclusiones del estudio.

2. PLANTEAMIENTO DE LAS HIPÓTESIS

2.1. EL CONSERVADURISMO DEL RESULTADO

Tal y como se expresa en la literatura previa, una diferencia fundamental entre los países que podemos denominar como “anglo-americanos” y los que podemos denominar como “continentales” es la cercanía en la relación que asumimos que existe entre la empresa y terceros que mantienen una relación con la misma (por ejemplo inversores en deuda, accionistas,...). El derecho común existente en los países anglo-americanos surge del sector privado. En la contratación con terceros se supone que ninguna de las partes tiene una posición de dominio sobre la otra y que la única manera que tienen los terceros de conocer cuál es la situación de la empresa es a través de las cuentas anuales. Por el contrario, el número de terceros con los que la empresa tiene relación en los países basados en el derecho romano, que caracteriza a los países continentales, es escaso. La contratación con la empresa tiende a ser conducida por un número reducido de representantes de grupos de individuos, como por ejemplo los bancos. Aquí no existe la presunción de que existe una relación lejana entre las partes; todo lo contrario, este sistema requiere que exista una relación estrecha entre empresa y terceros. Esta es la razón por la que no existe una demanda de información exacta y puntual en las cuentas anuales, puesto que esta información ya es conocida por sus usuarios antes de que se vea reflejada en las cuentas anuales. Por otro lado, en los países anglo-americanos, la propiedad de las empresas está diseminada entre un número muy elevado de inversores, que sólo pueden ser informados sobre la situación de la empresa a través de los estados financieros. Puesto que las cuentas anuales son la única fuente de información de los accionistas en estos países, existe una fuerte demanda de que la información contenida en los estados financieros sea exacta y puntual. Esta demanda es incluso más importante cuando se trata de malas noticias sobre la empresa. Si la información facilitada por la empresa no es correcta o si no se comunica de manera puntual, los inversores estarán dispuestos a demandar judicialmente a los directivos por no comunicar información que podría haber cambiado sus pautas de comportamiento, es decir, que podría haber modificado sus decisiones de inversión.

Nuestra primera hipótesis es que, dadas las características de los sistemas contables en general, vamos a encontrar un sesgo conservador en todos los países europeos a estudiar. Este sesgo conservador se pone de manifiesto en el hecho de que las malas noticias se incorporan al resultado más rápidamente que las buenas noticias. A continuación, nos centramos en las diferencias en el nivel de conservadurismo existente en los países objeto de estudio. Esperamos que dadas las diferencias mencionadas en sus relaciones con las partes contratantes con la empresa, los países con sistema contable anglo-americano (Reino Unido) sean más conservadores que los países con sistema contable continental (Francia y Alemania)

2.2. Efecto de la gestión del resultado sobre el conservadurismo

Si analizamos los aspectos institucionales que diferencian a los países anglosajones de los países continentales que hemos enumerado en el punto II.5 del presente trabajo podemos deducir que parece obvio suponer que existen diferencias en la gestión del resultado, tanto en ajustes a emplear como en la magnitud y signo del mismo.

a) Magnitud de la gestión

El trabajo de Leuz et al (2003) muestra que existen diferencias internacionales en la gestión del resultado. Basándose en una medida agregada de la gestión del resultado, estos autores comparan un amplia muestra de países entre los que están Reino Unido, Francia y Alemania. Concluyen que las prácticas de gestión del resultado difieren de unos países a otros en función de determinados aspectos institucionales. Concretamente muestra que los países con mercados de capitales más desarrollados, mayor control y mayor dispersión de la propiedad, como los de ámbito anglosajón, tienen un menor nivel de gestión del resultado que los países con un mercado menos desarrollado, menores medidas de control y de protección al inversor y menor dispersión de la propiedad (como el caso de los países de Europa continental). Como ya hemos señalado aspectos como los cambios introducidos por la publicación de los códigos del buen gobierno, el control de las empresas de auditoría y otros factores de control, tal y como hemos señalado en la literatura previa, son aspectos que han evidenciado un menor nivel de “gestión del resultado” y que están más desarrollados en los países anglosajones.

b) Signo de la “manipulación”

Además de las motivaciones que hacen previsible un mayor nivel de gestión del resultado en los países continentales, existen otras que hacen previsible que el signo de la manipulación tienda a ser más a la baja en estos países que en los anglosajones. En los países continentales el resultado contable está por lo general fuertemente vinculado con el pago a empleados, gerencia, accionistas y Estado. Si esta vinculación contribuye a crear incentivos para que la gestión del resultado llevada a cabo por la gerencia tienda a la baja, este comportamiento intensifica la relación entre resultados contables y rentabilidades de mercado en épocas de malas noticias, mientras que ocurre lo contrario cuando las noticias son buenas. Esto a su vez conduce a la sobrevaloración del conservadurismo del resultado en un estudio empírico.

Vamos a basar nuestra hipótesis en los siguientes aspectos:

- Relación contabilidad- fiscalidad
- Política de dividendos
- La teoría del “pecking order”
- Derechos contractuales con trabajadores

Alemania es un buen ejemplo de un sistema contable donde a priori las prácticas contables que tienden a reducir el resultado existan.

Como señala Seckler (1998, pág 361) “la legislación comercial en Alemania está vinculada directamente con la contabilidad fiscal. (...) el tratamiento contable en los estados financieros en general afecta directamente a la posición fiscal de la empresa”. Esta vinculación entre contabilidad y fiscalidad le proporciona a la gerencia de empresas alemanas el incentivo de gestionar el resultado “a la baja” para retrasar (o incluso evitar) el pago de impuestos. La situación en Francia respecto a la relación entre la contabilidad y fiscalidad es muy similar³². Lamb et al (1998) analizan la vinculación entre contabilidad y fiscalidad en Estados Unidos, Reino Unido, Francia y Alemania, y llegan a la conclusión de que la vinculación es mucho más pronunciada en Francia y Alemania que en Estados Unidos y el reino Unido, aunque también existen diferencias entre Francia y Alemania. Harris et al (1994) también analiza la vinculación entre la contabilidad y la fiscalidad señalando que uno de los principales objetivos de los estados financieros en Alemania es el cálculo de la base imponible.

Harris et al. (1994) también analizan en su estudio otros factores que pueden crear incentivos para gestionar a la baja. En Alemania la ley permite a la gerencia retener la mitad del resultado del año. El resto, incluso algunas reservas, se deja a discreción de los accionistas en la junta anual. Según estos autores esto hace que se establezca un fuerte vínculo entre el resultado contable y los dividendos, creando incentivos para que la gerencia informe sobre los resultados en función de la política de dividendos que desee realizar, ya que un mayor resultado supone presiones de los accionistas para un mayor dividendo. En el estudio muestran que los ratios de pago de dividendos son mayores en Alemania que en Estados Unidos, y que esta vinculación da como resultado una motivación a la gerencia para reducir el resultado contable. Esta explicación es similar a los argumentos esgrimidos en La porta et al (2000). Estos argumentan que las empresas de países donde la protección al inversor es menor (y dan como ejemplo a Francia) tratan de mantener una buena reputación para con los accionistas con una “moderación a la expropiación”, con el fin de captar fondos en el mercado de capitales. Según estos autores la reputación de “tratar bien a los accionistas” es crucial en los países con poca protección al inversor; esto es, donde los accionista son incapaces de controlar satisfactoriamente a la gerencia. Las empresas de estos países utilizan los dividendos como sustituto de la protección legal y estarán dispuestos a mostrar a los accionistas ratios de pago de dividendos elevados. Sin embargo estos ratios elevados (Dividendos/Resultado) pueden alcanzarse también reduciendo en lo

³² En nuestro análisis empírico utilizamos datos de la base Datastream, lo que significa que trabajamos con las cuentas consolidadas. En Francia se aprobó una ley en 1998 que permitía (aunque no obligaba) a las empresa que cotizaban en bolsa a preparar sus estados consolidados siguiendo los US-GAAP y las normas del IASB, aunque preparasen las cuentas individuales siguiendo la normativa francesa. Esto implica que desde 1999 nuestro argumento de la vinculación entre la contabilidad y la fiscalidad para explicar el incentivo de la gerencia para gestionar el resultado a la baja no sería aplicable a las empresas que hubiesen escogido esta opción para sus cuentas consolidadas. Sin embargo esto afectaría a un número reducido de observaciones y sólo a partir de 1999 (nuestra muestra cubre el periodo 1990-2001). En cualquier caso, como señala Richard (2001, pág 1135) “el cambio no puede hacerse de forma instantánea... (...) sino que se trata de una expectativa de cambio”. Esta situación es también similar en Alemania, donde se aprobó también en 1998 una ley similar a la francesa permitiendo a las empresas utilizar para sus cuentas consolidadas principios internacional mete aceptados en vez de las normas de consolidación alemanas. De nuevo argumentamos que el impacto en nuestra muestra es reducido, ya que afecta a un escaso número de observaciones a partir de 1999. En cualquier caso, para evitar el posible impacto de estas observaciones en los resultados hemos repetido el análisis para el periodo 1990-1998 y los resultados obtenidos no son sensibles al cambio en la muestra.

posible la cifra de resultado contable. La Porta et al (2000) explícitamente argumentan que los países de derecho romano (Europa continental) los resultados que se publican en las cuentas anuales podrían ser menores de los realmente obtenidos (pág. 11). Esta es la razón por lo que en ocasiones además del ratio dividendos/resultados, que puede ser claramente gestionado, se publica el de dividendos/ventas, menos sujeto a posibles manipulaciones.

La teoría del “*pecking order*” (Myers, 1984; Myers y Majluf, 1984) ofrece también un marco conceptual para argumentar los incentivos de la gerencia para gestionar el resultado a la baja. Esta teoría argumenta que la gerencia prefiere la autofinanciación para financiar sus inversiones estratégicas. Esto, según Fama y French (2002) tiene importantes implicaciones para la política de dividendos de una empresa. Si esta teoría es cierta, la gerencia tiende a retener la mayor posible cantidad de resultado contable. En el caso de Alemania este no puede ser superior al 50% de los resultados. Ehrhardt y Schmidt (2003) analizan si los gerentes en Alemania se comporta conforme a la teoría del “*pecking order*” (2003) argumentan que parte de los resultados disponibles para la distribución se reducen a través de la gestión del resultado. Mientras que el resultado contable tiene sujeta la distribución a la normativa legal, la cantidad de resultado que se reduzca vía ajustes de devengo se retiene en su totalidad. Así pues, se puede conseguir una política de autofinanciación vía ajustes de devengo discrecionales. Los resultados de este estudio demuestran que la gerencia de las empresas alemanas se comportan en función de la de la teoría del “*pecking order*” y que evitan los incrementos de resultado a través de la gestión del mismo, dada que es la única forma de retener una mayor cantidad de resultado y conseguir una mayor autofinanciación (pág. 21).

Otro factor institucional en Alemania que puede provocar un resultado de la gestión a la baja es la existencia de sindicatos fuertes que incluso llegan a tener una representación significativa en los consejos de dirección. Aunque en este caso no existe evidencia empírica, Harris et al (1994) apoyan la hipótesis de que las empresas alemanas están dispuestas a evitar el informe de resultados elevados por temor a reivindicaciones en las negociaciones con los sindicatos.

Los resultados que hemos expuesto son consistentes con nuestra hipótesis acerca de la distorsión que la gestión del resultado, y más concretamente, las diferencias internacionales en la gestión del resultado, puede provocar en los resultados de los trabajos que analizan la relación entre la información contable y los precios. En nuestro caso la hipótesis que planteamos es que la gestión del resultado es un factor clave a la hora de medir el conservadurismo del resultado en los países de la Europa continental. Hay que tener en cuenta que, a pesar de que una gestión a la baja del resultado incrementa aparentemente la asimetría en el reconocimiento de las buenas y malas noticias valorada con la metodología de la regresión inversa, la reducción del resultado como consecuencia de la actuación de la gerencia en estos casos no tienen nada que ver con el reconocimiento de “una mala noticia”. Este comportamiento de la gerencia en los países continentales intensifica la relación entre resultado contable y rentabilidad del mercado en época de malas noticias, mientras que ocurre lo contrario cuando las noticias son buenas, suponiendo esto a su vez una sobrevaloración del conservadurismo del resultado en los análisis empíricos.

En Europa continental el riesgo de litigio es prácticamente insistente. Si nos centramos

en el riesgo de litigio como explicación del conservadurismo del resultado, los resultados de los estudios comparativos son como ya hemos señalado sorprendentes. Consideramos por tanto que si tomamos como variable independiente el “resultado no gestionado” en lugar de tomar el resultado contable (“resultado gestionado”) las diferencias en el conservadurismo entre el Reino Unido y los países continentales (Francia y Alemania) serán consistentes con la hipótesis previa y significativos.

3. METODOLOGÍA

Los países seleccionados para el análisis son el Reino Unido, Francia y Alemania. Precisamente se han escogido dos países de Europa continental donde, además de contar con suficiente número de datos y haber sido analizados en estudios previos, la influencia de la fiscalidad en la contabilidad durante el periodo de estudio (así como en los periodos de estudio de la literatura previa) es patente.

Incluimos en la muestra todas las observaciones disponibles en la base de datos "Datastream Live and Dead" para el Reino Unido, Francia y Alemania. Excluimos las empresas financieras y las que tienen una duración del ejercicio mayor de 380 días o menor de 350. También, con el fin de calcular los ajustes de devengo, excluimos las empresas para las que faltan datos o con un número de observaciones inferior a 6. La muestra final con la asciende a 10.624 observaciones empresa/año para el Reino Unido, 1.926 para Francia y 3.644 para Alemania para el periodo 1990-2001.

3.1. EL CONSERVADURISMO DEL RESULTADO

Para realizar el análisis del conservadurismo del resultado utilizamos el modelo de Basu (1997)

$$\frac{X_{it}}{P_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 D + \beta_0 \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} + \beta_1 \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} D + u$$

Siendo X_t el resultado contable por acción, P_t el precio de una acción y D una variable ficticia que toma valor 1 si hay malas noticias (rentabilidad de mercado negativa) y cero en caso contrario.

Para realizar nuestro análisis comparado utilizamos el modelo de Ball et al. (2000), extensión del modelo de Basu (1997) aunque con algunas diferencias en la definición de las variables:

$$X_t = \beta_0 + \sum_j \beta_{0j} CD_j + \beta_1 RD + \sum_j \beta_{1j} CD_j RD + \beta_2 R_t + \sum_j \beta_{2j} CD_j R_t + \beta_3 R_t RD + \sum_j \beta_{3j} R_t CD_j RD + u$$

X_t Resultado contable

A diferencia de Ball et al. (2000) utilizamos además del resultado ordinario, el resultado después de partidas extraordinarias por acción, deflactado por el precio de mercado de una acción al principio del período. Pope y Walker (1999) sugieren que a la hora de

analizar las diferencias entre países del conservadurismo del resultado conviene tener en cuenta las diferencias en el tratamiento de los resultados como ordinarios o extraordinario a la hora de clasificarlos (especialmente las malas noticias, que tienden a ser clasificadas con más facilidad como resultados extraordinarios).

En cuanto al deflactor de esta variable, utilizamos el precio al principio del período en el que se está calculando la rentabilidad. Éste es el que utilizan todos los trabajos mencionados previamente. Según Christie (1987), éste es el deflactor adecuado al elegir las rentabilidades como variable explicativa.

Existen otras posibilidades de especificación del resultado contable que se han utilizado en la literatura sobre la anticipación de los precios al resultado, como es el cambio en el resultado (Beaver, Lambert y Morse, 1980 o Beaver, Lambert y Ryan, 1987), en lugar del resultado total. Sin embargo, según Kothari (1992), admitiendo que el precio se anticipa al resultado, la especificación usando el resultado total deflactado por el precio al principio del período es más adecuada, tanto en términos de sesgo del coeficiente como del poder explicativo, que la especificación que incorpora el cambio en el resultado deflactado por el precio al principio del período.

R_t Rentabilidades

Utilizamos rentabilidades estrictamente anuales calculadas en la fecha de cierre del ejercicio, ajustando los precios para tener en cuenta los efectos de posibles ampliaciones de capital, splits de acciones, etc...

Variables ficticias

Introducimos las siguientes variables ficticias en el modelo:

- CD_j: Variable ficticia asociada al país j. Toma valor 0 si el país de que se trata es el Reino Unido y 1 si es el país j. Usamos el Reino Unido como país de referencia ya que es el más claro ejemplo de país con sistema contable anglo-americano de entre los que forman nuestra muestra. De este modo, la interpretación de los resultados será mucho más sencilla.
- RD: Variable ficticia que toma valor 1 cuando hay malas noticias y 0 en caso contrario.

3.2. LA GESTIÓN DEL RESULTADO

a) El modelo de Jones (1991)

A continuación, con el fin de incorporar el efecto de la gestión de la gerencia sobre el resultado, elaboramos una medida de “resultado no gestionado”. En esta especificación el “resultado no gestionado” X_t^* es igual al resultado ordinario por acción menos los ajustes de devengo discrecionales por acción, deflactado todo por el precio al inicio del período, esto es:

$$X_t^* = (EPS_t - DACCPSt)/P_{t-1}$$

Donde DACCPSt son los ajustes discretionales por acción.

Definimos los ajustes de devengo discretionales (o devengos anormales) como el error de predicción del modelo de Jones (1991) multiplicado por el valor contable de los activos en el periodo t-1. Calculamos los devengos discretionales utilizando una "aproximación de dos estados". En primer lugar utilizamos el modelo general de Jones (1991) aplicado a los devengos del capital circulante (WCA) por Peasnell et al (2000).

Para los primeros contrastes empleamos los WCA, ya que los devengos a largo plazo como es el caso de las amortizaciones es poco probable que se manipulen, y la gestión del los WCA es menos visible (DeFond y Jiambalvo, 1994). Definimos los WCA como un cambio en le capital circulante que no afecta a los flujos de caja³³ y se establece la regresión sobre el cambio en las ventas. Para estimar estas regresiones utilizamos todos los datos disponibles, pero imponiendo la restricción de que existan al menos 6 observaciones por combinación de empresa y año. El modelo es el siguiente:

$$WCA_{t,t} / TA_{t-1} = \beta_0 (1/TA_{t-1}) + \beta_1 \Delta REV_{t,t} / TA_{t-1} + \varepsilon$$

Donde TA es el total de activos y REV las ventas. En un segundo paso utilizamos este parámetro de empresa-año de mínimos cuadrados ordinarios para dividir los ajustes del capital circulante (WCA) en ajustes de devengo discretionales (DACC) y no discretionales (NDACC). Así pues los no discretionales (NDACC) son la parte que se predice del WCA mientras que los discretionales son el residuo resultante de la regresión. Así pues:

$$DACC_{t,t} = WCA_{t,t} / TA_{t-1} - NDACC_{t,t}$$

$$NDACC_{t,t} = WCA_{t,t} / TA_{t-1} - [\hat{\beta}_0 (1/TA_{t-1}) + \hat{\beta}_1 \Delta REV_{t,t} / TA_{t-1}]$$

Donde $\hat{\beta}_0$ y $\hat{\beta}_1$ son los parámetros empresa-año estimados en la regresión previa.

El modelo de Jones modificado (Dechow et al, 1995)

Con el fin de asegurarnos de la robustez de los resultados utilizamos aproximaciones alternativas de la gestión del resultado. Todavía utilizando WCA como aproximación, estimamos DACC (ajustes discretionales) utilizando el modelo de Jones modificado propuesto por Dechow et al (1995). Calculamos de nuevo β_0 y β_1 pero quitamos la variación en los deudores ΔREC ³⁴ del ΔREV en el segundo paso.

En nuestra segunda comprobación utilizamos el total de ajustes discretionales como aproximación de la gestión del resultado. Como en el caso anterior para los WCA calculamos los DACC (ajustes discretionales) utilizando tanto el modelo estandar de Jones (1991) como los modelos de Jones modificados propuestos por Dechow et al. (1995) obte-

³³ WCA: Variación de del total de tesorería y activos líquidos equivalentes menos los pasivos circulantes

³⁴ La variación de deudores se calcula como la variación de los deudores totales menos aquellos cuya deuda vence a más de un año

niendo así dos valoraciones adicionales de los DACC (ajustes discrecionales). Consideramos los TACC (devengos totales) como el cambio en el capital circulante distinto a tesorería más las amortizaciones³⁵. Al igual que antes utilizamos una aproximación de dos pasos. En primer lugar aplicamos el modelo estandar de Jones (1991): Realizamos una regresión de los TACC sobre el cambio en las ventas y en el inmovilizado material neto para cada empresa año.

$$TACC_t / TA_{t-1} = \beta_0 (1/TA_{t-1}) + \beta_1 (\Delta REV_t / TA_{t-1}) + [\beta_2 (PPE_t/TA_{t-1}) + \varepsilon_t]$$

Donde PPE es el inmovilizado material bruto. A continuación, como en el caso anterior, calculamos DACC como en (2), pero utilizando TACC en vez de WCA, y $\hat{\beta}_0$, $\hat{\beta}_1$ y $\hat{\beta}_2$ como los parámetros estimados en la regresión empresa-año.

Para estimar el DACC utilizando el modelo modificado de Jones (Dechow et al., 1995) utilizamos estos, y $\hat{\beta}_0$, $\hat{\beta}_1$ y $\hat{\beta}_2$ pero extraemos el cambio en deudores (ΔREC) de ΔREV en el segundo paso.

Como comprobación final, calculamos el DACC utilizando el modelo marginal diseñado por Peasnell et al (2000) como se aplicó al WCA. Definimos WCA como previamente, en este caso realizando la regresión sobre CR y REV, donde CR es el total de ventas menos la variación en deudores comerciales y REV es el total de ventas. Los DACC se calculan como el residuo resultante de esta regresión siguiendo el procedimiento anterior.

³⁵ Esto es, $TACC = \Delta(CA - CASH) - \Delta(CL - CBORR) + (DEP + INT)$, donde CA es el total de activo circulante, CASH es el total de tesorería y equivalentes, CL es el total de pasivo circulante, CBORR son los préstamos a corto plazo, DEP es la amortización del Inmovilizado material e INT la del inmaterial.

4. RESULTADOS

La tabla 1 muestra los estadísticos descriptivos. En consonancia con la literatura previa sobre la gestión del resultado los ajustes discrecionales son por término medio cero. La media y la mediana para los tres países del estudio es cero. También de acuerdo con la existencia de conservadurismo del resultado, este (gestionado o no gestionado) está negativamente sesgado. Esto significa que todas las medianas exceden a la media. Si nos fijamos en la rentabilidad de mercado observamos que ocurre exactamente lo contrario. Además la desviación típica del resultado (de nuevo gestionado o no) es menor que la desviación típica de las rentabilidades, consistente esto último con el argumento de Ball et al (2000) de que el resultado del ejercicio es una función de las rentabilidades pasadas o presentes.

Analizamos en primer lugar la existencia de conservadurismo del resultado en cada país utilizando la regresión inversa con la variable resultado contable (resultado gestionado). En la tabla 2, panel A, observamos que para todos los países β_3 , que muestra el efecto diferencial de las malas noticias con respecto a las buenas en el resultado, es significativamente positiva. Es decir el conservadurismo del resultado existe en todos los países. β_3 es 0,23 en el Reino Unido y Alemania y 0,19 en Francia. Este resultado es consistente con la evidencia previa. También el intercepto es significativamente positivo, mostrando la incorporación de buenas noticias de periodos anteriores en el periodo actual. El efecto de las buenas noticias en este periodo (β_2) es como se esperaba, muy pequeño en todos los casos. El R^2 ajustado es consistente también con los estudios previos, y oscila alrededor del 0,12. Estos valores tan bajos son atribuibles a la asincronía entre la información contable y los precios de mercado (puede verse por ejemplo Easton et al. (1992))

En segundo lugar volvemos a estimar las regresiones inversas de Basu (1997), pero esta vez recalculando la variable dependiente para incorporar el efecto de la gestión contable. Trabajamos con una medida de "resultado no gestionado" que definimos como el resultado menos los ajustes discrecionales, previamente calculados con la estimación del error de la variación del capital circulante del modelo general de Jones (1991).

En este caso, como se muestra en el panel B de la tabla 2, el coeficiente diferencial de las malas noticias (β_3) para el Reino Unido es aproximadamente el mismo. Es de 0,21 cuando era de 0,23 utilizando el resultado (gestionado). Sin embargo en el caso de Francia y Alemania, para los que se espera que sea mucho menor, es ahora de 0,10 y 0,14 respectivamente. Es decir existe una reducción de 47% para el caso de Francia y del 86% para el caso de Alemania. El coeficiente de las buenas noticias y de los interceptos se mantienen prácticamente iguales al modelo original de Basu para todos los países³⁶

³⁶ También utilizamos las regresiones de Fama y McBeth (1973). Sin embargo, dado el reducido número de observaciones de cada año para Francia y Alemania los resultados sólo son consistente para el Reino Unido. Al menos, dada esta consistencia para el caso del Reino Unido, podemos argumentar que nuestros resultados no se ven afectados por problemas de dependencia

También es interesante señalar que el descenso de R^2 se produce en todos los países. Esto no es una sorpresa, dado que estamos utilizando una variable dependiente más próxima a los flujos de caja y, como señalan estudios previos, los ajustes de devengo son relevantes para el mercado. Así pues, cuando eliminamos del resultado parte de estos ajustes automáticamente la asociación es menor.

Finalmente analizamos si las diferencias entre países, una vez incorporamos en el análisis los ajustes discrecionales, son significativas. Para ello volvemos a realizar las regresiones previas, pero en lugar de hacer una regresión por país, utilizamos un único modelo para todos los países incorporando el efecto diferencial de cada país a través de variables *ficticia*. Consideramos al Reino Unido como país de referencia, ya que a priori, y de manera consistente con los resultados de la tabla 2 panel B, es el país más diferente de los tres.

Si nos fijamos en la tabla 3 (panel A) observamos que las diferencias entre el Reino Unido y Francia y Alemania no existen cuando se utiliza el resultado (gestionado) como variable dependiente. Sin embargo, cuando eliminamos del resultado los ajustes discrecionales, la diferencia entre países es más notable. El incremento del coeficiente de las malas noticias en Francia con respecto al Reino Unido es $-0,11$ y significativo al 5%. La diferencia entre Reino Unido y Alemania no es tan pronunciada

Siguiendo a Pope y Walker (1999) realizamos de nuevo el análisis tomando como variable el resultado neto del ejercicio, obteniendo unos resultados similares en este caso³⁷.

Con el fin de comprobar si nuestros resultados son sensibles al modelo utilizado para calcular los devengos discrecionales realizamos una réplica del análisis utilizando los siguientes modelos:

- a) Modelo de Jones (1991) de devengos totales.
- b) Modelos de Jones modificados (Dechow et al 1995) de devengos de circulante y devengos totales.
- c) Modelo de Peasnell et al (2000).

Las tablas 4 y 5 muestran los resultados del modelo de devengos totales de Jones (1991). Los resultados son nuevamente consistentes con nuestras hipótesis. Mientras que no se encuentran diferencias entre países del conservadurismo del resultado cuando se utiliza la variable resultado contable observado (es decir "resultado gestionado") esas diferencias se convierten en significativas al utilizar como variable dependiente el resultado no gestionado. El conservadurismo del resultado resultante decrece significativamente en Francia y Alemania.

Los resultados anteriores se confirman nuevamente con el modelo modificado de Jones de devengos de capital circulante (tablas 6 y 7), y el modificado de Jones de devengos totales (tablas 8 y 9), así como con el modelo de Peasnell et al. (tablas 10 y 11)

³⁷ No se muestran estos resultados en el trabajo pero se encuentran en poder del autor.

El gráfico I muestra una comparación del decremento de la valoración del conservadurismo del resultado (cambio porcentual en el coeficiente de utilizar el resultado observado (gestionado) a utilizar el resultado no gestionado) en los tres países utilizando cualquiera de los modelos. Sin embargo el decremento en Francia y Alemania es importante mientras que en el Reino Unido apenas perceptible.

CONCLUSIONES

En este trabajo hemos analizado dos líneas de investigación, una reciente, la del “conservadurismo del resultado” que se enmarca en la investigación basada en el mercado de capitales, y la línea de investigación de la “gestión del resultado” que ha tenido un gran auge en los últimos 15 años y se enmarca en otra línea clásica de la literatura contable como es la de la “teoría positiva de la contabilidad”. Concretamente el estudio del conservadurismo está dentro de la línea de los modelos de asociación, mientras que la de la gestión del resultado es parte de la literatura basada en teoría de la agencia. Las dos grandes líneas clásicas han evolucionado extraordinariamente en los últimos treinta años, principalmente en los países anglosajones, pero de forma paralela, estudiando el fenómeno de la información contable desde dos perspectivas distintas.

A partir de la década de los noventa, la internacionalización de la economía da lugar a una serie de fenómenos institucionales en el ámbito contable europeo (y mundial) que influyen enormemente en la investigación comparada sobre relevancia de la información para el mercado de capitales, aunque no es hasta ahora cuando se ha mostrado interés por el ámbito de la gestión contable en este contexto.

Del análisis de la literatura del conservadurismo del resultado concluimos que es sorprendente que los análisis comparativos sobre las diferencias en el conservadurismo del resultado entre países anglosajones y continentales no se muestren significativas en la literatura previa. El riesgo de litigio en los países anglosajones es sin duda mayor que el de los países continentales, donde es prácticamente inexistente. Sin embargo, la hipótesis de partida sobre las diferencias en los riesgos de litigios no puede ser aceptada en ningún estudio.

Del análisis de la literatura sobre la gestión concluimos que existen una serie de factores que influyen en las motivaciones de la gerencia, contrastados por lo general en el ámbito anglosajón, y que difieren sin duda de las características de esos mismos factores en los países continentales. Todo ello nos lleva a argumentar que pueden existir diferencias entre países en la gestión contable, y por tanto en la calidad de los resultados contables. Argumentamos, al igual que otros autores, que ese factor hay que tenerlo en cuenta antes de analizar cualquier otro aspecto de la relación entre información contable y precios, como el del conservadurismo del resultado. No obstante, este argumento no había sido contrastado empíricamente hasta la fecha.

En este trabajo mostramos que existen determinados factores que influyen en que la gerencia de los países continentales tienda a gestionar a la baja los resultados contables, no estando en relación esta disminución del resultado con el reflejo de una mala noticia. Concretamente argumentamos que determinadas motivaciones como la relación con la fiscalidad, la política de dividendos, las relaciones contractuales con los trabajadores y la política de autofinanciación, son factores que influyen en la gestión a la baja del resultado con-

table en los países continentales, concretamente en Alemania y Francia, en mayor medida que en los anglosajones. Esta gestión del resultado afecta significativamente a la valoración del conservadurismo, ya que en épocas de malas noticias se produce una sobrevaloración del conservadurismo en los países continentales, confundiendo en los análisis la “gestión a la baja” por motivaciones de la gerencia con el reflejo de “malas noticias”.

Nuestro análisis empírico se centra en valorar si la gestión del resultado puede influir en los resultados obtenidos en los análisis comparativos del conservadurismo del resultado. Para ello utilizamos una muestra de empresas de Reino Unido, como país de referencia del ámbito anglosajón, y Francia y Alemania. En primer lugar realizamos el análisis comparado del conservadurismo del resultado utilizando el resultado contable observado (gestionado) tal y como se hace en los estudios previos. En ese caso los resultados que obtenemos son similares a los obtenidos en estos estudios previos y no encontramos diferencias significativas en el conservadurismo del resultado los países continentales con el del Reino Unido. En segundo lugar, calculamos los ajustes de devengo discrecionales realizando de nuevo el análisis del conservadurismo del resultado, pero utilizando como variable dependiente de la regresión inversa el resultado contable menos los ajustes discrecionales. Cuando se utiliza esta medida del resultado se mantiene el conservadurismo del resultado para el Reino Unido pero decrece notablemente para el caso de Francia y Alemania. En definitiva obtenemos que, mientras el conservadurismo del resultado no cambia significativamente en el Reino Unido tras eliminar los ajustes de devengo discrecionales, en los casos de Francia y Alemania la valoración del conservadurismo del resultado a través de la asimetría en la incorporación de buenas y malas noticias medido a través de la regresión inversa, sufre una reducción de entre un 47 y un 86%

Con el fin de dar más robustez a los resultados utilizamos diversos modelos de ajustes discrecionales para el cálculo del resultado no gestionado obteniendo los mismos resultados con todos ellos.

Nuestros resultados dan cierta luz sobre por qué en los estudios previos sobre conservadurismo del resultado en los países de Europa continental el conservadurismo que se observaba era demasiado elevado o similar al del Reino Unido. También mostramos que la gerencia en Europa continental tiene incentivos para manipular el resultado contable a la baja, y es probable que esto afecte seriamente a los resultados de la investigación contable sobre diferencias entre países.

El efecto que documentamos sobre el conservadurismo del resultado es sólo un ejemplo de cómo la incidencia de las distintas “propiedades del resultado contable” entre países puede afectar a los estudios comparativos basados en modelos de asociación entre contabilidad y precios. Dada que la comparabilidad es un objetivo prioritario del reciente proceso institucional de armonización contable en el que estamos envueltos, consideramos que debe fomentarse este tipo de estudios sobre el efecto de las diferencias institucionales entre los países, exógenas al propio sistema contable, para que las conclusiones de las investigaciones de mercado sea válidas.

Las implicaciones de los resultados de estos estudios para los organismos reguladores y para el funcionamiento eficiente de los mercados a nivel internacional son diversas, y a

nuestro entender de gran trascendencia. Se plantean cuestiones sobre si la normalización a través de las normas del IASB es suficiente para conseguir la comparabilidad de la información contable en los mercados financieros sin una armonización de los factores institucionales e incentivos. A la vista de los resultados, parece poco probable.

Dado que el proceso de armonizar otros factores institucionales y sociales, en el caso de producirse, es un proceso lento, nos parece esencial que, al menos, se investigue acerca de su incidencia en la comparabilidad de la información, para que se tenga en cuenta por parte de los analistas financieros y de los organismos reguladores en aras de obtener la deseada eficiencia de los mercados (mercado) europeo.

TABLAS

Tabla I
Estadísticos descriptivos

Pais	N Obs	Variable	Media	Mediana	Des. Típ.	Min	Max
Reino Unido	10624	X	0.04	0.07	0.14	-0.92	0.35
		X*	0.05	0.06	0.19	-1.32	1.06
		return	0.05	0.00	0.44	-0.81	2.34
		dacc	0.00	0.00	0.43	-42.01	2.19
		ndacc	0.01	0.00	0.43	-2.52	42.84
Francia	1926	X	0.04	0.05	0.10	-0.79	0.35
		X*	0.05	0.05	0.17	-1.23	1.08
		return	0.08	0.03	0.42	-0.8	2.31
		dacc	0.00	0.00	0.07	-0.47	0.70
		ndacc	0.01	0.01	0.04	-0.62	0.25
Alemania	3644	X	0.02	0.03	0.12	-0.91	0.35
		X*	0.01	0.03	0.28	-1.32	1.08
		return	0.01	-0.02	0.35	-0.81	2.35
		dacc	0.00	0.00	0.18	-1.39	2.04
		ndacc	0.01	0.01	0.15	-0.92	2.36

Donde:

- X es beneficio por acción antes de result. extraordinarios, deflactados por precio de acción al principio del periodo.
- X* es bebeficio por acción antes de res. extraordinarios menos devengos discrecionales por acción.
- Devengos discrecionales se define como dacc por total activos en t-1.
- return es el ratio de rentabilidad de la empresa.
- dacc es ajustes discrecionales, calculados como el residuo de la versión del capital circulante del modelo estándar de Jones (1991).
- ndacc es ajustes no discrecionales, estimado como la parte que se predice de los devengos de capital circulante.

Tabla 2
 Conservadurismo del resultado por países (regresiones individuales)

Panel A: Resultado observado	β_0 t-stat	β_1 t-stat	β_2 t-stat	β_3 t-stat	R ² corr.
Reino Unido	0.07 31.71	0.00 1.15	0.02 3.40	0.23 18.64	0.13
Francia	0.06 14.61	0.01 1.32	0.02 2.03	0.19 8.68	0.12
Alemania	0.04 10.65	0.01 1.93	0.01 0.85	0.23 10.65	0.11

Panel B: Resultado no gestionado	β_0 t-stat	β_1 t-stat	β_2 t-stat	β_3 t-stat	R ² corr.
Reino Unido	0.07 19.91	0.00 0.05	0.02 2.27	0.21 12.99	0.06
Francia	0.06 8.14	-0.02 -1.44	0.02 1.30	0.10 2.95	0.03
Alemania	0.02 2.19	0.01 1.61	0.03 0.95	0.14 3.04	0.01

Panel A: $X_t = \beta_0 + \beta_1 D + \beta_2 R_t + \beta_3 R_t D + u$

Panel B: $X_t^* = \beta_0 + \beta_1 D + \beta_2 R_t + \beta_3 R_t D + u$

R_t es la rentabilidad de la empresa, $(P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$. Los precios de las acciones se han ajustado por stock splits, ampliaciones, etc..., D es una ficticia con valor 1 en caso de malas noticias (rentabilidad negativa o nula) y 0 en caso de buenas noticias (rentabilidad positiva).

X_t es el beneficio por acción antes de extraordinarios deflactado por el precio al principio del periodo.

$X_t^* = (EPS_t - DACCPSt) / P_{t-1}$

Donde EPS es el resultado ordinario por acción. DACCPSt es ajustes discretionales por acción. Definimos los ajustes de devengo discretionales (o devengos anormales) como el error de predicción del modelo de Jones (1991) multiplicado por el valor contable de los activos en el periodo t-1. El modelo general de Jones se aplica: $WCA/LTA = \beta_0(1/LTA) + \beta_1 \Delta REV/LTA + \varepsilon$ [donde WCA devengos del capital circulante [Datastream items $\Delta(376-375) - \Delta(389-387)$], REV es ventas (ds 104) y LTA es activos totales (ds 392) en periodo t-1.

Los estadísticos t son consistentes con White (1980).

Tabla 3
Análisis comparativo del conservadurismo (Variables ficticias por países)

Panel A:	β_0	β_1	β_2	β_3	R^2 corr.
Resultado observado	t-stat	t-stat	t-stat	t-stat	
Reino Unido	0.07 31.71	0.00 1.15	0.02 3.40	0.23 18.64	0.13
	β_{0j}	β_{1j}	β_{2j}	β_{3j}	
	t-stat	t-stat	t-stat	t-stat	
Francia	-0.01 -2.63	0.00 0.57	0.00 0.00	-0.04 -1.52	
Alemania	-0.03 -7.36	0.01 0.92	-0.01 -0.73	0.01 0.27	
Panel B:	β_0	β_1	β_2	β_3	R^2 corr.
Resultado no gestionado	t-stat	t-stat	t-stat	t-stat	
Reino Unido	0.07 19.91	0.00 0.05	0.02 2.27	0.21 12.99	0.05
	β_{0j}	β_{1j}	β_{2j}	β_{3j}	
	t-stat	t-stat	t-stat	t-stat	
Francia	-0.01 -1.19	-0.02 -1.32	0.00 0.09	-0.11 -2.92	
Alemania	-0.05 -4.48	0.01 0.97	0.01 0.29	-0.07 -1.33	

$$\text{Panel A: } X_t = \beta_0 + \sum_j \beta_{0j} CD_j + \beta_1 RD_t + \sum_j \beta_{1j} CD_j RD_t + \beta_2 R_t + \sum_j \beta_{2j} CD_j R_t + \beta_3 R_t RD_t + \sum_j \beta_{3j} R_t CD_j RD_t + u_t$$

$$\text{Panel B: } X_t^* = \beta_0 + \sum_j \beta_{0j} CD_j + \beta_1 RD_t + \sum_j \beta_{1j} CD_j RD_t + \beta_2 R_t + \sum_j \beta_{2j} CD_j R_t + \beta_3 R_t RD_t + \sum_j \beta_{3j} R_t CD_j RD_t + u_t$$

Donde R_t es la rentabilidad de la empresa calculada como $(P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$. Hemos ajustado los precios de los títulos teniendo en cuenta splits, ampliaciones de capital, etc...). D es una variable ficticia que toma el valor 1 en caso de malas noticias (rentabilidad negativa o nula) y 0 en caso de buenas noticias (rentabilidad positiva). CD es una variable ficticia que toma el valor 1 para Francia y Alemania, y 0 en otro caso.

X_t es el resultado ordinario por acción deflactado por el precio al principio del periodo.

$$X_t^* = (\text{EPS}_t - \text{DACCPS}_t) / P_{t-1}$$

Donde EPS es el resultado ordinario por acción. DACCPS es ajustes discrecionales por acción. Definimos los ajustes de devengo discrecionales (o devengos anormales) como el error de predicción del modelo de Jones (1991) multiplicado por el valor contable de los activos en el periodo $t-1$. El modelo general de Jones se aplica: $\text{WCA/LTA} = \beta_0(1/\text{LTA}) + \beta_1 \Delta \text{REV}/\text{LTA} + \varepsilon_t$ donde WCA devengos del capital circulante [Datastream items $\Delta(376-375) - \Delta(389-387)$], REV es ventas (ds 104) y LTA es activos totales (ds 392) en periodo $t-1$.

Los estadísticos t son consistentes con White (1980).

Tabla 4
Jones (devengos totales). Regresiones individuales

Panel A:	β_0	β_1	β_2	β_3	R ² corr.
Resultado observado	t-stat	t-stat	t-stat	t-stat	
Reino Unido	0.07 30.26	0.01 1.37	0.02 3.65	0.24 18.79	0.14
Francia	0.06 15.82	-0.00 -0.34	0.02 2.23	0.16 6.52	0.12
Alemania	0.04 9.98	0.01 1.82	0.02 1.50	0.22 9.21	0.09

Panel B:	β_0	β_1	β_2	β_3	R ² corr.
Resultado no gestionado	t-stat	t-stat	t-stat	t-stat	
Reino Unido	0.07 17.43	-0.01 0.02	0.02 1.78	0.21 12.28	0.06
Francia	0.05 5.65	-0.02 -1.64	0.03 1.32	0.05 1.25	0.02
Alemania	0.03 3.25	-0.00 -0.25	0.01 0.30	0.08 1.60	0.00

Panel A: $X_t = \beta_0 + \beta_1 D + \beta_2 R_t + \beta_3 R_t D + u$

Panel B: $X_t^* = \beta_0 + \beta_1 D + \beta_2 R_t + \beta_3 R_t D + u$

Donde R_t es la rentabilidad de la empresa calculada como $(P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$. Hemos ajustado los precios de los títulos teniendo en cuenta splits, ampliaciones de capital, etc...). D es una variable ficticia que toma el valor 1 en caso de malas noticias (rentabilidad negativa o nula) y 0 en caso de buenas noticias (rentabilidad positiva). CD es una variable ficticia que toma el valor 1 para Francia y Alemania, y 0 en otro caso.

X_t es el resultado ordinario por acción deflactado por el precio al principio del periodo.

$$X_t^* = (EPS_t - DACCPSt) / P_{t-1}$$

Donde EPS es el resultado ordinario por acción. $DACCPSt$ es ajustes discrecionales por acción. Definimos los ajustes de devengo discrecionales (o devengos anormales) como el error de predicción del modelo de Jones (1991) versión devengos totales multiplicado por el valor contable de los activos en el periodo $t-1$. El modelo que se aplica es: $TACC/LTA = \beta_0(1/LTA) + \beta_1 \Delta REV/LTA + \beta_2 PPE/LTA + \epsilon_t$ donde $TACC$ es devengos totales [Datastream items $\Delta(376-375) - \Delta(389-387) - (402+562)$], REV es ventas totales (ds 104), PPE es inmovilizado material bruto (ds 330) y LTA es total activo (ds 392) en $t-1$.

Los estadísticos t son consistentes con White (1980).

Tabla 5
Jones (devengos totales). Regresiones con variables ficticias por países

Panel A: Resultado observado	β_0 t-stat	β_1 t-stat	β_2 t-stat	β_3 t-stat	R ² corr.
Reino Unido	0.07 30.26	0.01 1.37	0.02 3.65	0.24 18.79	0.14
	β_{0j} t-stat	β_{1j} t-stat	β_{2j} t-stat	β_{3j} t-stat	
Francia	-0.01 -2.05	-0.01 -0.95	0.02 3.65	-0.09 -3.24	
Alemania	-0.03 -7.27	0.00 0.74	-0.00 -0.21	-0.02 -0.92	
Panel B: Resultado no gestionado	β_0 t-stat	β_1 t-stat	β_2 t-stat	β_3 t-stat	R ² corr.
Reino Unido	0.07 17.43	-0.01 0.02	0.02 1.78	0.21 12.28	0.04
	β_{0j} t-stat	β_{1j} t-stat	β_{2j} t-stat	β_{3j} t-stat	
Francia	-0.02 -1.96	-0.02 -1.20	0.01 0.37	-0.15 -3.43	
Alemania	-0.04 -3.62	0.00 0.11	-0.01 -0.32	-0.13 -2.57	

$$\text{Panel A: } X_t = \beta_0 + \sum_j \beta_{0j} CD_j + \beta_1 RD_t + \sum_j \beta_{1j} CD_j RD_t + \beta_2 R_t + \sum_j \beta_{2j} CD_j R_t + \beta_3 R_t RD_t + \sum_j \beta_{3j} R_t CD_j RD_t + u_t$$

$$\text{Panel B: } X_t^* = \beta_0 + \sum_j \beta_{0j} CD_j + \beta_1 RD_t + \sum_j \beta_{1j} CD_j RD_t + \beta_2 R_t + \sum_j \beta_{2j} CD_j R_t + \beta_3 R_t RD_t + \sum_j \beta_{3j} R_t CD_j RD_t + u_t$$

Donde R_t es la rentabilidad de la empresa calculada como $(P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$. Hemos ajustado los precios de los títulos teniendo en cuenta splits, ampliaciones de capital, etc...). D es una variable ficticia que toma el valor 1 en caso de malas noticias (rentabilidad negativa o nula) y 0 en caso de buenas noticias (rentabilidad positiva). CD es una variable ficticia que toma el valor 1 para Francia y Alemania, y 0 en otro caso.

X_t es el resultado ordinario por acción deflactado por el precio al principio del periodo.

$$X_t^* = (\text{EPS}_t - \text{DACCPS}_t) / P_{t-1}$$

Donde EPS es el resultado ordinario por acción. DACCPS es ajustes discrecionales por acción. Definimos los ajustes de devengo discrecionales (o devengos anormales) como el error de predicción del modelo de Jones (1991) versión devengos totales multiplicado por el valor contable de los activos en el periodo $t-1$. El modelo que se aplica es: $\text{TACC}/\text{LTA} = \beta_0(1/\text{LTA}) + \beta_1 \Delta \text{REV}/\text{LTA} + \beta_2 \text{PPE}/\text{LTA} + \varepsilon_t$ donde TACC es devengos totales [$\text{Datastream items } \Delta(376-375) - \Delta(389-387) - (402+562)$], REV es ventas totales (ds 104), PPE es inmovilizado material bruto (ds 330) y LTA es total activo (ds 392) en $t-1$.

Los estadísticos t son consistentes con White (1980).

Tabla 6
Jones modificado (devengos de capital circulante). Regresiones individuales

Panel A: Resultado observado	β_0 t-stat	β_1 t-stat	β_2 t-stat	β_3 t-stat	R ² corr.
Reino Unido	0.07 31.55	0.00 1.27	0.02 3.72	0.22 18.37	0.13
Francia	0.06 15.50	0.00 0.25	0.02 1.69	0.18 8.04	0.12
Alemania	0.04 10.68	0.01 2.01	0.01 0.67	0.24 10.72	0.10
Panel B: Resultado no gestionado	β_0 t-stat	β_1 t-stat	β_2 t-stat	β_3 t-stat	R ² corr.
Reino Unido	0.07 20.01	0.00 0.15	0.02 2.45	0.21 12.74	0.06
Francia	0.07 8.19	-0.02 -1.99	0.02 1.2	0.08 2.11	0.03
Alemania	0.02 1.80	0.01 0.97	0.03 0.95	0.13 2.32	0.01

$$\text{Panel A: } X_t = \beta_0 + \beta_1 D + \beta_2 R_t + \beta_3 R_t D + u$$

$$\text{Panel B: } X_t^* = \beta_0 + \beta_1 D + \beta_2 R_t + \beta_3 R_t D + u$$

Donde R_t es la rentabilidad de la empresa calculada como $(P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$. Hemos ajustado los precios de los títulos teniendo en cuenta splits, ampliaciones de capital, etc...). D es una variable ficticia que toma el valor 1 en caso de malas noticias (rentabilidad negativa o nula) y 0 en caso de buenas noticias (rentabilidad positiva). CD es una variable ficticia que toma el valor 1 para Francia y Alemania, y 0 en otro caso.

X_t es el resultado ordinario por acción deflactado por el precio al principio del periodo.
 $X_t^* = (\text{EPS}_t - \text{DACCPS}_t) / P_{t-1}$

Donde EPS es el resultado ordinario por acción. DACCPS es ajustes discretionales por acción. Definimos los ajustes de devengo discretionales (o devengos anormales) como el error de predicción del modelo modificado de Jones (Dechow et al. 1995) versión devengos del capital circulante multiplicado por el valor contable de los activos en el periodo $t-1$. El modelo modificado de Jones modificado que se aplica es $\text{WCA}/\text{LTA} = \beta_0(1/\text{LTA}) + \beta_1(\Delta\text{REV} - \Delta\text{REC})/\text{LTA} + \varepsilon$, donde WCA es devengos de capital circulante [Datastream items $\Delta(376-375) - \Delta(389-387)$], REV es ventas totales (ds104), REC es deudores [datastream items (287-288)] y LTA es total activo ($\text{ds} 392$) en $t-1$.

Los estadísticos t son consistentes con White (1980).

Tabla 7
Jones modificado (devengos de capital circulante). Regresiones con variables ficticias por países

Panel A: Resultado observado	β_0 t-stat	β_1 t-stat	β_2 t-stat	β_3 t-stat	R ² corr.
Reino Unido	0.07 31.55	0.00 1.27	0.02 3.72	0.22 18.37	0.13
	β_{0j} t-stat	β_{1j} t-stat	β_{2j} t-stat	β_{3j} t-stat	
Francia	-0.01 -1.93	-0.00 -0.42	-0.00 -0.44	-0.05 -1.89	
Alemania	-0.03 -7.25	0.01 3.72	-0.01 -1.04	0.01 0.46	
Panel B: Resultado no gestionado	β_0 t-stat	β_1 t-stat	β_2 t-stat	β_3 t-stat	R ² corr.
Reino Unido	0.07 20.01	0.00 0.15	0.02 2.45	0.21 12.74	0.04
	β_{0j} t-stat	β_{1j} t-stat	β_{2j} t-stat	β_{3j} t-stat	
Francia	-0.01 -0.99	-0.02 -1.87	-0.00 -0.04	-0.13 -3.23	
Alemania	-0.05 -4.84	0.01 0.84	0.01 0.24	-0.08 -1.60	

$$\text{Panel A: } X_t = \beta_0 + \sum_j \beta_{0j} CD_j + \beta_1 RD_t + \sum_j \beta_{1j} CD_j RD_t + \beta_2 R_t + \sum_j \beta_{2j} CD_j R_t + \beta_3 R_t RD_t + \sum_j \beta_{3j} R_t CD_j RD_t + u_t$$

$$\text{Panel B: } X_t^* = \beta_0 + \sum_j \beta_{0j} CD_j + \beta_1 RD_t + \sum_j \beta_{1j} CD_j RD_t + \beta_2 R_t + \sum_j \beta_{2j} CD_j R_t + \beta_3 R_t RD_t + \sum_j \beta_{3j} R_t CD_j RD_t + u_t$$

Donde R_t es la rentabilidad de la empresa calculada como $(P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$. Hemos ajustado los precios de los títulos teniendo en cuenta splits, ampliaciones de capital, etc...). D es una variable ficticia que toma el valor 1 en caso de malas noticias (rentabilidad negativa o nula) y 0 en caso de buenas noticias (rentabilidad positiva). CD es una variable ficticia que toma el valor 1 para Francia y Alemania, y 0 en otro caso.

X_t es el resultado ordinario por acción deflactado por el precio al principio del periodo.

$$X_t^* = (\text{EPS}_t - \text{DACCPS}_t) / P_{t-1}$$

Donde EPS es el resultado ordinario por acción. DACCPS es ajustes discrecionales por acción. Definimos los ajustes de devengo discrecionales (o devengos anormales) como el error de predicción del modelo modificado de Jones (Dechow et al. 1995) versión devengos del capital circulante multiplicado por el valor contable de los activos en $t-1$. El modelo modificado de Jones que se aplica es $\text{WCA}/\text{LTA} = \beta_0(1/\text{LTA}) + \beta_1(\Delta\text{REV} - \Delta\text{REC})/\text{LTA} + \varepsilon_t$ donde WCA es devengos de capital circulante [$\text{Datastream items } \Delta(376-375) - \Delta(389-387)$], REV es ventas totales ($\text{ds } 104$), REC es deudores [$\text{datastream items } (287-288)$] y LTA es total activo ($\text{ds } 392$) en $t-1$.

Los estadísticos t son consistentes con White (1980).

Tabla 8
Jones modificado (devengos totales). Regresiones individuales

Panel A: Resultados observados	β_0 t-stat	β_1 t-stat	β_2 t-stat	β_3 t-stat	R ² corr.
Reino Unido	0.07 30.46	0.01 1.44	0.02 3.63	0.24 18.76	0.15
Francia	0.06 16.43	-0.00 -0.55	0.01 1.89	0.16 6.59	0.13
Alemania	0.04 9.76	0.01 1.87	0.02 1.56	0.22 9.13	0.09
Panel B: Resultado no gestionado	β_0 t-stat	β_1 t-stat	β_2 t-stat	β_3 t-stat	R ² corr.
Reino Unido	0.07 17.93	-0.01 -1.11	0.02 1.66	0.21 12.11	0.06
Francia	0.05 5.89	-0.03 -1.95	0.02 1.22	0.03 0.78	0.03
Alemania	0.03 2.87	0.00 0.16	0.01 0.21	0.09 1.74	0.00

$$\text{Panel A: } X_t = \beta_0 + \beta_1 D + \beta_2 R_t + \beta_3 R_t D + u$$

$$\text{Panel B: } X_t^* = \beta_0 + \beta_1 D + \beta_2 R_t + \beta_3 R_t D + u$$

Donde R_t es la rentabilidad de la empresa calculada como $(P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$. Hemos ajustado los precios de los títulos teniendo en cuenta splits, ampliaciones de capital, etc...). D es una variable ficticia que toma el valor 1 en caso de malas noticias (rentabilidad negativa o nula) y 0 en caso de buenas noticias (rentabilidad positiva). CD es una variable ficticia que toma el valor 1 para Francia y Alemania, y 0 en otro caso.

X_t es el resultado ordinario por acción deflactado por el precio al principio del periodo.

$$X_t^* = (\text{EPS}_t - \text{DACCPS}_t) / P_{t-1}$$

Donde EPS es el resultado ordinario por acción. DACCPS es ajustes discrecionales por acción. Definimos los ajustes de devengo discrecionales (o devengos anormales) como el error de predicción del modelo modificado de Jones (Dechow et al. 1995) versión devengos totales multiplicado por el valor contable de los activos en $t-1$. El modelo de Jones modificado que se aplica es: $\text{TACC}/\text{LTA} = \beta_0(1/\text{LTA}) + \beta_1(\Delta\text{REV} - \Delta\text{REC})/\text{LTA} + \beta_2\text{PPE}/\text{LTA} + \varepsilon$ [donde TACC es devengos totales [$\text{Datastream items } \Delta(376-375) - \Delta(389-387) - (402+562)$], REV es ventas totales (ds 104), REC es deudores (ds 287-ds 288), PPE es inmovilizado material bruto (ds 330) y LTA es activos totales (ds 392) en $t-1$].

Los estadísticos t son consistentes con White (1980).

Tabla 9

Jones modificado (devengos totales). Regresiones con variables ficticias por países.

Panel A: Resultado observado	β_0 t-stat	β_1 t-stat	β_2 t-stat	β_3 t-stat	R ² corr.
Reino Unido	0.07 30.46	0.01 1.44	0.02 3.63	0.24 18.76	0.14
	β_{0j} t-stat	β_{1j} t-stat	β_{2j} t-stat	β_{3j} t-stat	
Francia	-0.01 -1.79	-0.01 -1.17	-0.00 -0.47	-0.09 -3.13	
Alemania	-0.03 -7.37	0.00 0.75	-0.00 -0.22	-0.03 -1.01	
Panel B: Resultado no gestionado	β_0 t-stat	β_1 t-stat	β_2 t-stat	β_3 t-stat	R ² corr.
Reino Unido	0.07 17.93	-0.01 -1.11	0.02 1.66	0.21 12.11	0.04
	β_{0j} t-stat	β_{1j} t-stat	β_{2j} t-stat	β_{3j} t-stat	
Francia	-0.02 -1.98	-0.02 -1.40	0.01 0.38	-0.17 -3.69	
Alemania	-0.04 -4.00	0.01 0.57	-0.01 -0.36	-0.12 -2.35	

$$\text{Panel A: } X_t = \beta_0 + \sum_j \beta_{0j} CD_j + \beta_1 RD_t + \sum_j \beta_{1j} CD_j RD_t + \beta_2 R_t + \sum_j \beta_{2j} CD_j R_t + \beta_3 R_t RD_t + \sum_j \beta_{3j} R_t CD_j RD_t + u_t$$

$$\text{Panel B: } X_t^* = \beta_0 + \sum_j \beta_{0j} CD_j + \beta_1 RD_t + \sum_j \beta_{1j} CD_j RD_t + \beta_2 R_t + \sum_j \beta_{2j} CD_j R_t + \beta_3 R_t RD_t + \sum_j \beta_{3j} R_t CD_j RD_t + u_t$$

Donde R_t es la rentabilidad de la empresa calculada como $(P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$. Hemos ajustado los precios de los títulos teniendo en cuenta splits, ampliaciones de capital, etc...). D es una variable ficticia que toma el valor 1 en caso de malas noticias (rentabilidad negativa o nula) y 0 en caso de buenas noticias (rentabilidad positiva). CD es una variable ficticia que toma el valor 1 para Francia y Alemania, y 0 en otro caso.

X_t es el resultado ordinario por acción deflactado por el precio al principio del periodo.
 $X_t^* = (EPS_t - DACCPS_t) / P_{t-1}$

Donde EPS es el resultado ordinario por acción. $DACCPS$ es ajustes discretos por acción. Definimos los ajustes de devengo discretos (o devengos anormales) como el error de predicción del modelo modificado de Jones. Dechow et al. (1995) versión devengos totales multiplicado por el valor contable de los activos en $t-1$. El modelo Jones modificado que se aplica es: $TACC/LTA = \beta_0(1/LTA) + \beta_1(\Delta REV - \Delta REC)/LTA + \beta_2 PPE/LTA + \varepsilon_t$ donde $TACC$ es devengos totales [$\Delta(\text{Datastream items } \Delta(376-375) - \Delta(389-387) - (402+562))$], REV es ventas totales (ds 104), REC es deudores (ds 287-ds 288), PPE es inmovilizado material bruto (ds 330) y LTA es activos totales (ds 392) en $t-1$.

Los estadísticos t son consistentes con White (1980).

Tabla 10
Peasnell et al. Regresiones individuales

Panel A: Resultados observados	β_0 t-stat	β_1 t-stat	β_2 t-stat	β_3 t-stat	R ² corr.
Reino Unido	0.07 31.15	0.00 1.37	0.02 3.56	0.23 18.51	0.13
Francia	0.05 15.49	0.00 0.29	0.02 1.69	0.18 8.04	0.12
Alemania	0.04 10.43	0.01 1.88	0.01 0.79	0.23 10.58	0.10
Panel B: Resultado no gestionado	β_0 t-stat	β_1 t-stat	β_2 t-stat	β_3 t-stat	R ² corr.
Reino Unido	0.07 20.34	0.00 0.80	0.02 2.37	0.23 14.57	0.08
Francia	0.07 9.16	-0.02 -2.13	0.02 1.27	0.12 3.55	0.04
Alemania	0.01 0.87	0.04 2.58	0.03 1.32	0.17 3.57	0.01

$$\text{Panel A: } X_t = \beta_0 + \beta_1 D + \beta_2 R_t + \beta_3 R_t D + u$$

$$\text{Panel B: } X_t^* = \beta_0 + \beta_1 D + \beta_2 R_t + \beta_3 R_t D + u$$

Donde R_t es la rentabilidad de la empresa calculada como $(P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$. Hemos ajustado los precios de los títulos teniendo en cuenta splits, ampliaciones de capital, etc...). D es una variable ficticia que toma el valor 1 en caso de malas noticias (rentabilidad negativa o nula) y 0 en caso de buenas noticias (rentabilidad positiva). CD es una variable ficticia que toma el valor 1 para Francia y Alemania, y 0 en otro caso.

X_t es el resultado ordinario por acción deflactado por el precio al principio del periodo.
 $X_t^* = (\text{EPS}_t - \text{DACCPS}_t) / P_{t-1}$

Donde EPS es el resultado ordinario por acción. DACCPS es ajustes discrecionales por acción. Definimos los ajustes de devengo discrecionales (o devengos anormales) como el error de predicción del modelo de Peasnell et al. (2000) multiplicado por el valor contable de los activos en $t-1$. El modelo Peasnell et al. (2000) es: $\text{WCA}/\text{LTA} = \beta_0(1/\text{LTA}) + \beta_1 \Delta \text{REV}/\text{LTA} + \beta_2 \text{CR}/\text{LTA} + \varepsilon_t$ donde WCA es devengos de capital circulante [Datastream items $\Delta(376-375) - \Delta(389-309)$], REV es ventas totales (ds 104), CR es ventas menos variación de deudores comerciales (ds 104 - Δ ds370) y LTA es el total activo (ds 392) en $t-1$.

Los estadísticos t son consistentes con White (1980).

Tabla 11
Peasnell et al. Regresiones con variables ficticias por países.

Panel A: Resultado observado	β_0 t-stat	β_1 t-stat	β_2 t-stat	β_3 t-stat	R ² corr.
Reino Unido	0.07 31.15	0.00 1.37	0.02 3.56	0.23 18.51	0.13
	β_{0j} t-stat	β_{1j} t-stat	β_{2j} t-stat	β_{3j} t-stat	
Francia	-0.01 -1.92	-0.00 -0.44	-0.00 -0.38	-0.05 -1.95	
Alemania	-0.03 -7.23	0.00 0.75	-0.01 -0.87	0.01 0.30	
Panel B: Resultado no gestionado	β_0 t-stat	β_1 t-stat	β_2 t-stat	β_3 t-stat	R ² corr.
Reino Unido	0.07 20.34	0.00 0.80	0.02 2.37	0.23 14.57	0.05
	β_{0j} t-stat	β_{1j} t-stat	β_{2j} t-stat	β_{3j} t-stat	
Francia	-0.01 -0.84	-0.03 -2.26	-0.00 -0.21	-0.12 -3.24	
Alemania	-0.07 -6.30	0.03 2.09	0.01 0.46	-0.06 -1.29	

$$\text{Panel A: } X_t = \beta_0 + \sum_j \beta_{0j} CD_j + \beta_1 RD_t + \sum_j \beta_{1j} CD_j RD_t + \beta_2 R_t + \sum_j \beta_{2j} CD_j R_t + \beta_3 R_t RD_t + \sum_j \beta_{3j} R_t CD_j RD_t + u_t$$

$$\text{Panel B: } X_t^* = \beta_0 + \sum_j \beta_{0j} CD_j + \beta_1 RD_t + \sum_j \beta_{1j} CD_j RD_t + \beta_2 R_t + \sum_j \beta_{2j} CD_j R_t + \beta_3 R_t RD_t + \sum_j \beta_{3j} R_t CD_j RD_t + u_t$$

Donde R_t es la rentabilidad de la empresa calculada como $(P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$. Hemos ajustado los precios de los títulos teniendo en cuenta splits, ampliaciones de capital, etc...). D es una variable ficticia que toma el valor 1 en caso de malas noticias (rentabilidad negativa o nula) y 0 en caso de buenas noticias (rentabilidad positiva). CD es una variable ficticia que toma el valor 1 para Francia y Alemania, y 0 en otro caso.

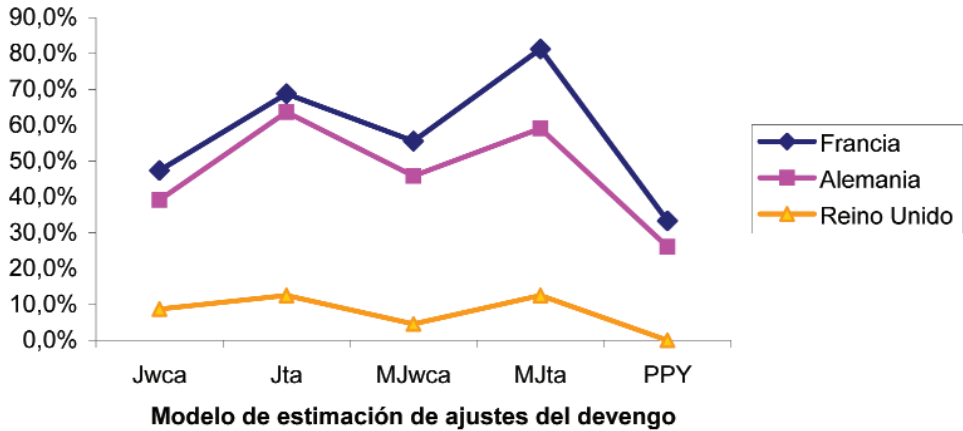
X_t es resultado ordinario por acción deflactado por el precio al principio del periodo.
 $X_t^* = (\text{EPS}_t - \text{DACCPS}_t) / P_{t-1}$

Donde EPS es el resultado ordinario por acción. DACCPS es ajustes discrecionales por acción. Definimos los ajustes de devengo discrecionales (o devengos anormales) como el error de predicción del modelo de Peasnell et al. (2000) multiplicado por el valor contable de los activos en $t-1$. El modelo Peasnell et al. (2000) es: $\text{WCA}/\text{LTA} = \beta_0(1/\text{LTA}) + \beta_1 \Delta \text{REV}/\text{LTA} + \beta_2 \text{CR}/\text{LTA} + \varepsilon_t$ donde WCA es devengos de capital circulante [Datastream items $\Delta(376-375) - \Delta(389-309)$], REV es ventas totales (ds 104), CR es ventas menos variación de deudores comerciales (ds 104 - Δ ds370) y LTA es total activo (ds 392) en $t-1$.

Los estadísticos t son consistentes con White (1980).

Gráfico I

Decremento en conservadurismo del resultado gestionado al no gestionado



El decremento en conservadurismo es el cambio porcentual en β_3 entre el panel A (con resultado observado) y el panel B (con resultado no gestionado), de tablas 2, 4, 6, 8 y 10.

Jwca: Tabla 2: Jones (1991), devengos de capital circulante.

Jta: Tabla 4: Jones (1991), devengos totales.

MJwca: Tabla 5: Jones modificado (Dechow et al. 1995), devengos de capital circulante.

MJta: Tabla 8: Jones modificado (Dechow et al. 1995), devengos totales.

PPY: Peasnell, Pope y Young (2000).

BIBLIOGRAFÍA

BIBLIOGRAFÍA

- Abarbanell, J. y Lehavy, R. 2003. "Can stock recommendations predict earnings management and analysts' earnings forecasts errors?". *Journal of Accounting Research*, 41 (1): 1-31.
- Abbott, L.J., Parker, S. y Peter, G.F. 2000. "The effectiveness of Blue Ribbon Committee recommendations in mitigating financial misstatements: an empirical study". Working Paper, University of Memphis, Santa Clara University y University of Georgia.
- Aharony, J., Lin, C. y Loeb, M. 1993. "Initial Public Offerings, accounting choices, and earnings management". *Contemporary Accounting Research*, 10 (1): 61-81.
- Ali, A. y Hwang, L.S. 2000. "Country-specific factors related to financial reporting and the value relevance of accounting data". *Journal of Accounting Research*, 38 (1): 1-21.
- Antle, R., Gordon, E., Narayanamoorthy, G., y Zhou, L. 2002. "The joint determination of audit fees, non-audit fees, and abnormal accruals". Working Paper, Yale School of Management y Rutgers University.
- Apellániz Gómez, P y Labrador Barrafón, M. 1995. "El impacto de la regulación contable en la gestión del beneficio. Estudio empírico de los efectos del PGC de 1990". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 82: 13-40.
- Arcas, M.J. y Vidal, M.A. 2004 "Actuación discrecional sobre el resultado ante un cambio en la normativa fiscal" *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, pendiente publicación.
- Arce, M. y Mora, A. 2002. "Empirical evidence of the effect of european accounting differences on the stock market valuation of earnings and book value" *European Accounting Review* 11 (2): 1-27.
- Baber, W.R., Fairfield, P.M. y Haggard, J.A. 1991. "The effect of concern about reported income on discretionary spending decisions: the case of research and development" *The Accounting Review*, 66 (4): 818-829.
- Bagnoli, M. y Watts, S.G. 2000. "The effect of relative performance evaluation on earnings management: a game-theoretic approach" *Journal of Accounting and Public Policy*, 19: 377-397.
- Ball, R. 1998. "Daimler-Benz AG: evolution of corporate governance from a code-law "stakeholder" to a common-law "shareholder value" system", Working Paper. Universidad de Rochester.
- 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*, 29: 1-51.
- Bange, M.M. y DeBondt, W.F.M. 1998. "R&D budgets and corporate earnings targets" *Journal of Corporate Finance*, 4: 153-184.
- Barth, M.E., Beaver, W.H. y Landsman, W. 2001. "The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view". *Journal of Accounting and Economics*, 31 (1-3): 77-104.

- Barth, M.E., Elliott, J.A., y Finn, M.W. 1999. "Market rewards associated with patterns of increasing earnings". *Journal of Accounting Research*, 37: 387-413.
- Bartov, E. 1993. "The timing of asset sales and earnings manipulation". *The Accounting Review*, 68: 840-855.
- Bartov, E., Givoly, D. y Hayn, C. 2002. "The rewards to meeting or beating earnings expectations". *Journal of Accounting and Economics*, 33: 173-204
- Bartov, E., Gul, F.A., y Tsui, J.S.L. 2001. "Discretionary accruals models and audit qualifications". *Journal of Accounting and Economics*, 31: 421-452.
- Basu, S. 1997. "The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings", *Journal of Accounting and Economics*, 24: 3-37.
- Beasley, M.S. 1996. "An empirical analysis of the relation between the board of directors and financial statement fraud". *The Accounting Review*, 71 (4): 443-465.
- Beatty, A.L., Ke, B., y Petroni, K. 2002. "Earnings management to avoid declines across publicly and privately held banks". *The Accounting Review*, 77(3): 547-570.
- Beaver, W.H. y Engel, E.E. 1996. "Discretionary behaviour with respect to allowances for loan losses and the behaviour of security prices". *Journal of Accounting and Economics*, 22: 177-206.
- Beaver, W.H., Lambert, R.A. y Morse, D. 1980. "The information content of security prices", *Journal of Accounting and Economics*, 2: 3-28.
- Beaver, W.H., Lambert, R.A. y Ryan, S.G. 1987. "The information content of security prices. A second look", *Journal of Accounting and Economics*, 9: 139-157.
- Beaver, W.H. y McNichols, M.F. 1998. "The characteristics and valuation of loss reserves of property-casualty insurers". *Review of Accounting Studies*, 3: 73-95.
- Beaver, W.H., McNichols, M.F. y Nelson, K.K. 2000. "Management of the loss reserve accrual and the distribution of earnings in the property casualty insurance industry". Working paper, Stanford University, Graduate School of Business.
- Beaver, W.H., McNichols, M. y Nelson, K. 2003. "An alternative interpretation of the discontinuity in earnings distributions". Working paper, Graduate School of Business, Stanford University.
- Beaver, W.H., y Ryan, S.G. 2000. "Biases and lags in book value and their effects on the ability of the book-to-market ratio to predict book return on equity". *Journal of Accounting Research*, 38: 127-148.
- Becker, C.L., DeFond, M.L., Jimalvo, J. y Subramanyam, K.R. 1998. "The effect of audit quality on earnings management". *Contemporary Accounting Research*, 15: 1-24.
- Belkaoui, A. 1985. *Accounting theory*, 2nd edition, Harcourt Brace Jovanovich, Orlando, Florida.
- Beneish, M.D. 1999. "Incentives and penalties related to earning overstatements that violate GAAP" *The Accounting Review*, 74 (4):425-458.
- Bernard, V. y Skinner, D. 1996. "What motivates managers' choice of discretionary accruals?". *Journal of Accounting and Economics*, 22: 313-325.
- Bernard, V., y Thomas, J. 1990. "Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings". *Journal of Accounting and Economics*, 13: 305-340.
- Bikki, J. y Picheng, L. 2002. "Earnings management in response to debt covenant violations and debt restructuring". *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 17(4): 295-324.
- Black, E.L., Manly, T.S. y Sellers, K.F. 1998. "Earnings Management using asset sales: an international study of countries allowing noncurrent asset revaluation". *Journal of Business, Finance and Accounting*, 26: 1287-1317.
- Boyton, C.E., Dobbins, P.S. y Plesko, G. A. 1992. "Earnings management and the corporate alternative minimum tax". *Journal of Accounting Research*, 30: 131-243

- Bradshaw M.T., Richardson, S.A., y Sloan R.G. 1999. "Earnings quality and financial reporting credibility: an empirical investigation". Working Paper, Harvard University, University of Pennsylvania (Wharton School) y University of Michigan.
- Brown, L.D. 1998. "Managerial behaviour and the bias in analysts' earnings forecasts". Working Paper, Georgia State University.
- Brown, L.D. 2001. "A temporal analysis of the earnings surprise: profit versus losses". *Journal of Accounting Research*, 39: 221-241.
- Brown, L.D. 2003. "Small negative surprises: frequency and consequence". *International Journal of Forecasting* 19 (1): 149-159
- Brown, L. y Higgins, H. 2002. "Managing earnings surprises in the US versus 12 other countries". *Journal of Accounting and Public Policy* 20: 373-398.
- Burgstahler, D. y Dichev, I. 1997. "Earnings Management to avoid earnings decreases and losses". *Journal of Accounting and Economics*, 24: 99-126.
- Burgstahler, D., y Eames, M. 1998. "Management of earnings and analysts' forecasts". Working Paper, University of Washington.
- Bushee, B. 1998. "The influence of institutional investors on myopic R&D investment behaviour". *The Accounting Review*, 73: 305-373.
- Caneghem, T.V. 2002. "Earnings management induced by cognitive reference points". *British Accounting Review*, 34: 167-178.
- Cahan, S. 1992. "The effect of antitrust investigations on discretionary accruals: A retest of the political costs hypothesis". *The Accounting Review*, 65 (1): 77-95.
- Cahan, S., Chavis, B. M. y Elemenford, R.G. 1997. "Earnings management of chemical firms in response to political costs from environmental legislation". *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 12 (1): 37-65.
- Carslaw, C.A. 1988. "Anomalies in income numbers: evidence of goal oriented behaviour". *The Accounting Review*, 63 (2): 321-327.
- Chan, L.K., Karceski, J. y Lakonishok, J. 2003. "Analysts' conflict of interest and biases in earnings forecasts. Working Paper", University of Illinois at Urbana Champaign, University of Florida y University of Illinois at Urbana Champaign.
- Chen, X. y Cheng, Q. 2002. "Abnormal accrual-based anomaly and managers' motivation to record abnormal accruals" Working Paper, Graduate School of Business University of Chicago y School of Business University of Wisconsin-Madison.
- Chevis, G., Das, S. y Shivaramakrishnan, K. 2001. "An empirical analysis of firms that meet or exceed analysts' earnings forecasts". Working Paper, Texas A&M University y University of Illinois at Chicago.
- Chevis, G., Das, S. y Shivaramakrishnan, K. 2003. "Valuation of firms that consistently meet or exceed analysts' earnings forecasts" Working Paper, Texas A&M University, University of Illinois at Chicago.
- Chtourou, S. M., Bédard, J. y Courteau, L. 2001. "Corporate governance and earnings management". Working Paper, Fsegs, SFAX, Tunisia y Université Laval, Canada.
- Christie, A. 1987. "On cross-sectional analysis in accounting research", *Journal of Accounting and Economics*, 9: 231-258.
- Coase, R. H. 1937. "The nature of the firm". *Economica*, 9: 386-405.
- Collins, D.W. y Hribar, P. 2000. "Earnings-based and accrual-based market anomalies: one effect or two?". *Journal of Accounting and Economics*, 29: 101-123.

- Collins, D.W. y Hribar, P. 2002. "Error in estimating accruals: Implications for empirical research". *Journal of Accounting Research*, 40:105-134.
- Craswell, A., Stokes, D.J., y Laughton, J. 2002. "Auditor independence and fee dependence". *Journal of Accounting and Economics*, 33: 253-275.
- Daley, L.A. y Vigeland, R.L. 1983. "The effects of debt covenants and political costs on the choice of accounting methods: The case of accounting for research and development costs". *Journal of Accounting and Economics*, 5: 195-211.
- Das, S. y Zhang, H. 2003. "Rounding-up in reported EPS, behavioural thresholds, and earnings management". *Journal of Accounting and Economics*, 35: 31-50.
- DeAndrés, P., Azofra, V. y López, F. 2001. "Discrecionalidad directiva, dirección de resultados y gobierno de la empresa: un análisis empírico internacional". Working Paper, Universidad de Valladolid.
- DeAngelo, L.E. 1986. "Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders" *The Accounting Review*, 61: 400-420.
- DeAngelo, L.E. 1988. "Managerial competition, information costs, and corporate governance: the use of accounting performance measures in proxy contests". *Journal of Accounting and Economics*, 10: 3-36.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. y Skinner, D. 1994. "Accounting choice in troubled companies". *Journal of Accounting and Economics*, 17: 113-143.
- Dechow, P., Richardson, S. y Tuna, I. 2000. "Are benchmark beaters doing anything wrong?". Working Paper, University of Michigan Business School, University of Pennsylvania the Wharton School y University of Pennsylvania the Wharton School.
- Dechow, P., Richardson, S. y Tuna, I. 2003. "Why are earnings kinky?: An examination of the earnings management explanation". Working Paper, University of Michigan Business School, University of Pennsylvania the Wharton School y University of Pennsylvania the Wharton School.
- Dechow, P.M. y Skinner, D.J. 2000. "Earnings management: reconciling the views of accounting, academics, practitioners and regulators". *Accounting Horizons*, 14: 235-250.
- Dechow, P.M. y Sloan, R.G. 1991. "Executive incentives and the horizon problem: an empirical investigation". *Journal of Accounting and Economics*, 25: 35-68.
- Dechow, P.M., Sloan, R.G. y Sweeny, A.P. 1995. "Detecting Earnings Management". *The Accounting Review*, 70: 193-225.
- Dechow, P.M., Sloan, R.G. y Sweeny, A.P. 1996. "Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC". *Contemporary Accounting Review*, 13 (1): 1-36.
- Defond, M. y Jimbalvo J. 1993. "Factors related to auditor-client disagreements over income-increasing accounting methods". *Contemporary Accounting Research*, 9: 415-431
- Defond, M. y Jimbalvo J. 1994. "Debt covenant violation and manipulation of accruals: accounting choice in troubled companies". *Journal of Accounting and Economics*, 18: 145-176.
- DeFond, M.L., Raghuraman, K., y Subramanyan, K.R. 2002. "Do non-audit service fees impair auditor independence? Evidence from going concern audit opinions". Working Paper, Leventhal School of Accounting, University of Southern California y Texas A&M International University.
- DeFond, M. y Subramanyan, K.R. 1998. "Auditor changes and discretionary accruals". *Journal of Accounting and Economics*, 25: 35-68.
- DeGeorge, F., Patel, J. y Zeckhauser, R. 1999. "Earnings management to exceed thresholds". *Journal of Business*, 72: 1-33.
- Dichev, I. y Skinner, D. 2002. "Large-sample evidence on the debt covenant hypothesis". *Journal of Accounting Research*, 40 (4): 1091-1123.

- Dhaliwal, D.S., Gleason, C.A. y Mills, L. 2002. "Last change earnings management: using the tax expense to achieve earnings targets". Working Paper, University of Arizona.
- Easton, P.D., Harris, T.S. y Ohlson, J.A. 1992. "Aggregate accounting earnings can explain most of security return", *Journal of Accounting and Economics* 15 (June/September): 119-142.
- Elliott, J.A., y Hanna, J.D. 1996. "Repeated accounting write-offs and the information content of earnings" *Journal of Accounting Research*, 34: 135-155.
- Erickson, M. y Wang, S. 1999. "Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers". *Journal of Accounting and Economics*, 27: 149-176.
- Fama, E. y Macbeth, J. 1973. "Risk, return, and equilibrium: empirical tests." *Journal of Political Economy*, 81: 607-636.
- Feltham, G. y Ohlson, J.A. 1995. "Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities." *Contemporary Accounting Research* 11: 689-732.
- Francis, J.R., LaFond, R., Olsson, P. y Schipper, K. 2003. "Earnings quality and the pricing effects of earnings patterns". Working Paper, Duke University, University of Wisconsin, Duke University y Financial Accounting Standards Board.
- Francis, J.R., Maydew, E.L. y Sparks, H.C. 1999. "The role of big 6 Auditors in the credible reporting of accruals". *Auditing: a Journal of Practice and Theory*, 18: 17-34.
- Frankel, R., Johnson, M.F. y Nelson, K.K. 2002. "The relation between auditors' fees for nonaudit services and earnings management". *The Accounting Review*, 77 (supplement): 71-105.
- Friedland, J.M. 1994. "Accounting choices of issuers of Initial Public Offerings". *Contemporary Accounting Review*, 11 (1): 1-31.
- Gabas, F. Apellániz T. y Apellániz, P. 1999. "Factores determinantes de la elección del método contable en las fusiones de empresas" *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 100:111-149.
- Gallén, M.L. y Giner, B. 2005. "La alteración del resultado para evitar pérdidas y descensos: Evidencia empírica" *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 34 (124).
- García Lara, J.M. y Mora Enguñados, A. 2001. "Globalización y contabilidad: Un análisis sobre los efectos de la diversidad contable en el mercado financiero" *Revista de Contabilidad y Tributación* 223, Centro de Estudios Financieros.
- García Lara J.M. y Mora A. 2003a. "On the persistent understatement of shareholders equity around Europe", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 115: 44-68.
- García Lara J.M. y Mora Enguñados A. 2003b. "La incorporación asimétrica de noticias al resultado contable en un contexto europeo: evidencia empírica", *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 116: 184-235.
- García Lara, J.M. y Mora Enguñados, A. 2004. "Balance sheet versus earnings conservatism in Europe" *European Accounting Review* 4:
- Gaver, J., Gaver, K. y Austin, J. 1995. "Additional evidence on bonus plans and income management". *Journal of Accounting and Economics*, 19: 3-28.
- Gill, B. 2002. "El alisamiento de beneficios como estrategia de Earnings Management: análisis empírico en el contexto español". Tesis Doctoral Universidad Jaume I. Octubre 2002.
- Gill, B. y Illueca, M. 2003. "Earnings management under price regulation: Empirical evidence from the spanish electricity industry". Working Paper, Universidad Jaume I.
- Giner B. y Pardo, F. 2004. "La elección del método contable en las fusiones empresariales: análisis empírico desde una perspectiva contractual", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 33 (122).
- Giner, B. y Rees, W. 2001. "On the asymmetric recognition of good and bad news in France, Germany and the United Kingdom." *Journal of Business, Finance and Accounting* 28 (November/December): 1285-1331.

- Givoly, D. y Hayn, C. 2000. "The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative?" *Journal of Accounting and Economics* 29: 287-320.
- Gore, P., Pope, P. y Singh, A. 2001. "Non-audit services, auditor independence and earnings management". Working Paper, Lancaster University.
- Gore, P., Pope, P. y Singh, A. 2002. "Earnings management and the distribution of earnings relative to targets". Working Paper, Lancaster University.
- Grinaker, R. y Perry, S. 1994. "Earnings expectations and discretionary research and development investment". *Accounting Horizons*, 8 (December): 43-51.
- Guay, W., Kothari, S.P. y Watts, R.L. 1996. "A market based evaluation of discretionary accrual model". *Journal of Accounting Research*, 34 (Supplement): 83-105.
- Guenther, D.A. 1994. "Earnings management in response to corporate tax rate changes: evidence from the 1986 tax reform act". *The Accounting Review*, 69 (1): 230-243.
- Guidry, F., Leone, A. y Rock, S. 1999. "Earnings-based bonus plans and earnings management by business-unit managers". *Journal of Accounting and Economics*, 26: 113-142.
- Hayn, C. 1995. "The information content of losses". *Journal of Accounting and Economics*, 20: 125-153.
- Hall, S. C. y Stammerjohan, W.W. 1997. "Damage awards and earnings management in the oil industry". *The Accounting Review*, 72 (1): 47-65.
- Han, J.C. y Wang, S. 1998. "Political costs and earnings management of oil companies during the 1990 Persian gulf crisis". *The Accounting Review*, 73 (1): 103-117.
- Hand, J.R. 1990. "A test of the extended functional fixation hypothesis". *The Accounting Review*, 65 (4): 740-763.
- Hall, S.C. 1993. "Political scrutiny and earnings management in the oil refining industry". *Journal of Accounting and Public Policy*, 12 (4): 325-351.
- Healy, J. 1985. "The effect of bonus schemes on accounting decisions". *Journal of Accounting and Economics*, 7: 85-107.
- Healy, P. y Palepu, K.G. 1990. "Effectiveness of accounting-based dividend covenants". *Journal of Accounting and Economics*, 12: 97-123.
- Healy, P.M. y Wahlen, M.W. 1999. "A review of the earnings management literature and its implications for standard setting". *Accounting Horizons*, 13: 365-383.
- Holthausen, R. 1990. "Accounting method choice: opportunistic behaviour, efficient contracting and information perspective". *Journal of Accounting and Economics*, 12: 207-218.
- Holthausen, R., Lacker, D. y Sloan, R. 1995. "Annual bonus schemes and the manipulation of earnings". *Journal of Accounting and Economics*, 19: 29-74.
- Holthausen, R. y Watts, R.L. 2001. "The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting". *Journal of Accounting and Economics*, 31 (1-3): 3-75.
- Jeter, D.C. y Shivakumar, L. 1999. "Cross-sectional estimation of abnormal accruals using quarterly and annual data: effectiveness in detecting event-specific earnings management". *Accounting and Business Research*, 29: 299-319.
- Jimbalvo, J. 1996. "Discussion of "Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC". *Contemporary Accounting Review*, 13 (1): 37-47.
- Jones, J. 1991. "Earnings management during import relief investigations". *Journal of Accounting Research*, 29 (2): 193-228.
- Joos, P. 1997. "The stock market valuation of earnings and book value across international accounting systems", Tesis Doctoral, UMI.

- Joos, P. y Lang, M. 1994. "The effects of accounting diversity: evidence from the European Union". *Journal of Accounting Research*, 32 : 141-169.
- Kahneman, D. y Tversky, A. 1979. "Prospect Theory: An analysis of decision under risk". *Econometrica*, 47 (2): 263-291.
- Kang, S. y Shivaramakrishnan, K. 1995. "Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach". *Journal of Accounting Research*, 33: 353-367.
- Kaszniak, R. 1999. "On the association between voluntary disclosure and earnings management". *Journal of Accounting Research*, 37 (1): 57-81.
- Kaszniak, R., y McNichols, M. 2002. "Does meeting expectations matters? Evidence from analyst' forecast revisions and share prices". *Journal of Accounting Research*, 40: 727-759
- Key, K.G. 1997. "Political cost incentives for earnings management in the cable television industry". *Journal of Accounting and Economics*, 23: 309-337.
- Kim, I. 2002. "An analysis of the market reward and torpedo effect of firms that consistently meet expectations". Working Paper, University of Michigan Business School.
- King, R.D. y Langli, J.C. 1998. "Accounting diversity and firm valuation", *The International Journal of Accounting*, Vol. 33, núm. 5, pp. 529-567.
- Kinney, W.R., Burgstahler, D. y Martin, R. 2002. "Earnings surprise "materiality" as measured by stock returns". *Journal of Accounting Research*, 40 (5):1297-1329
- Kinney, W.R., Palmrose, Z., y Scholz, S. 2003. "Auditor independence and non-audit services: what do restatements suggest?". Working Paper, University of Texas at Austin, University of Southern California y University of Kansas.
- Kinney, M. y Trezevant, R. 1997. "The use of special items to manage earnings". *Journal of Financial Statement Analysis*, 3: 45-53.
- Klein, A. 2002. "Audit committee, board of director characteristics, and earnings management". *Journal of Accounting and Economics*, 33: 375-400.
- Kothari, S.P. 1992. "Price-earnings regressions in the presence of prices leading earnings. Earnings levels versus change specifications and alternative deflators", *Journal of Accounting and Economics*, 15: 173-202.
- Kothari, S.P., Leone, A.J., y Wasley, C.E. 2002. "Performance matched discretionary accrual measures". Working Paper, Massachusetts Institute of Technology y University of Rochester.
- Kothari, S.P., Lys, T., Smith, C.W. y Watts, R.L. 1989. "Auditor liability and information disclosure", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 4: 307-339.
- Kothari, S.P. y Sloan, R. 1992. "Information in prices about future earnings: implications for earnings response coefficients", *Journal of Accounting and Economics*, 14: 143-172.
- Krishnan, G.V. 2003. "Does big 6 auditor industry expertise constrain earnings management?". *Accounting Horizons*, 17 (Supplement): 1-16.
- Leuz, C., Nanda, D y Wysocki, P. 2003. "Earnings management and investors protection: An international comparison". *Journal of Financial Economics (Forthcoming)*.
- Liberty, S. E. y Zimmerman, J.L. 1986. "Labor Union contract negotiations and accounting choices". *The Accounting Review*, 41 (4): 692-712.
- Lopez, T. y Rees, L. 2002. "The effect of beating and missing analysts' forecasts on the information content of unexpected earnings". *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 2: 155-184.
- Maines, L. y Hand, J. 1996. "Individual's perceptions and misperceptions of the time series properties of quarterly earnings". *The Accounting Review*, 71: 317-336.

- Makar, S.D. y Alam, P. 1998. "Earnings management and antitrust investigations: political costs over business cycles". *Journal of Business Finance and Accounting*, 25 (5-6): 701-720.
- Matsumoto, D.A. 2002. "Management's incentives to avoid negative earnings surprises". *The Accounting Review*, 77: 483-515.
- McNichols, M.F. 2000. "Research design issues in earnings management studies". *Journal of Accounting and Public Policy*, 19: 313-345.
- McNichols, M.F. y Wilson, G.P. 1988. "Evidence of earnings management from the provision for bad debts". *Journal of Accounting Research*, 26 (supplement): 1-31
- Meek, G.K. y Saudagaran, S.M. 1997. "A review of research on the relationship between international capital markets and financial reporting by multinational firms". *Journal of Accounting Literature*, 16: 127-160.
- Mensah, Y.M., Considine, J.M. y Oakes, L. 1994. "Statutory insolvency regulations and earnings management in the prepaid health-care industry". *The Accounting Review*, 69 (1): 70-95.
- Moehrl, S.R. 2002. "Do firms use restructuring charge reversals to meet earnings targets?". *The Accounting Review*, 77 (2): 397-413.
- Moore, M. 1973. "Management changes and discretionary accounting decisions". *Journal of Accounting Research*, 11: 100-107
- Mora Enguñados, A. y Rees, W. 1996. "Un Análisis empírico sobre la práctica de la consolidación contable en las empresas españolas". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 86.
- Mora, A. y Rees, W. 1998. "The early adoption of consolidated accounting in Spain". *European Accounting Review* 7 (4).
- Moyer, S. 1990. "Capital adequacy ratio regulations and accounting choices in commercial banks". *Journal of Accounting and Economics*, 13: 123-154.
- Myers, L.A. y Skinner, D.J. 1999. "Earnings momentum and earnings management". Working Paper, University of Michigan y University of Illinois.
- Navarro, J.C y Martínez, I. 2001. "Aproximación empírica a la calidad del auditor como factor limitador de la gestión contable en España". Working Paper, Universidad Politécnica de Cartagena y Universidad de Murcia.
- Ohlson, J.A. 1995. "Earnings, book value and dividends in security valuation", *Contemporary Accounting Research*, 11 (2): 661-687.
- Ou, J. y Penman, S. 1989. "Financial statement analysis and the prediction of stock returns". *Journal of Accounting and Economics*, 11: 295-330.
- Payne, J.L. y Robb, S.W. 2000. "Earnings management: the effect of ex ante earnings expectations". *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 15: 371-391.
- Peasnell, K.V., Pope, P.F. y Young, S. 2000a. "Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models". *Journal of Accounting and Business Research*, 30: 313-326.
- Peasnell, K.V., Pope, P.F. y Young, S. 2000b. "Accrual management to meet earnings targets: UK evidence Pre- and Post- Cadbury". *British Accounting Review*, 32 (4): 415-445.
- Peasnell, K.V., Pope, P.F. y Young, S. 2001. "Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?". Working Paper, Lancaster University.
- Perry, S.E. y Williams, T.H. 1994. "Earnings management preceding management buyout offers". *Journal of Accounting and Economics*, 18: 157-179.
- Petroni, K. 1992. "Optimistic reporting in the property-casualty insurance industry". *Journal of Accounting and Economics*, 15: 485-508.

- Phillips, J., Pincus, M., y Rego, S.O. 2002. "Earnings management: new evidence based on deferred tax expense". Working Paper, University of Iowa.
- Plummer, E. y Mest, D.P. 2001. "Evidence of the management of earnings components". *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 16 (4): 301-323.
- Pope, P.F. y Walker, M. 1999. "International differences in the timeliness, conservatism and classifications of earnings", *Journal of Accounting Research*, 37 (supplement): 53-87.
- Pope, P.F. y Walker, M. 2003. "Ex-ante and ex-post accounting conservatism, asset recognition and asymmetric earnings timeliness." Working paper, Lancaster University and University of Manchester.
- Pourciau, S. 1993. "Earnings management and nonroutine executive changes". *Journal of Accounting and Economics*, 16 (1-3): 317-336.
- Rangan, S. 1998. "Earnings management and the performance of seasoned equity offerings". *Journal of Financial Economics*, 50: 101-122.
- Raonic, I., McLeay, S.J. and Asimakopulos, I. 2003. "The timeliness of income recognition by European companies: An analysis of institutional and market complexity", Working paper, University of Wales, Bangor.
- Rees, L. Gill, S. y Gore, R. 1996. "An investigation of asset write-downs and concurrent abnormal accruals" *Journal of Accounting Research*, 34 (supplement): 157-170.
- Reitenga, A.I., y Tearney, M.G. 2003. "Mandatory CEO retirements, discretionary accruals, and corporate governance mechanisms". *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 18 (2): 255-280.
- Richardson, S., Teoh, S.H. y Wysocki, P. 1999. "Tracking analysts' forecasts over the annual earnings horizon: Are analysts' forecasts optimistic or pessimistic?" Working paper, University of Michigan.
- Richardson, S., Tuna, I. y Wu, M. 2002. "Predicting earnings management: the case of earnings restatements". Working Paper, University of Pennsylvania the Wharton School y Hong Kong University of Science and Technology, School of Business and Management.
- Schipper, K. 1989. "Commentary on Earnings Management". *Accounting Horizons*, 3: 91-102.
- Shivakumar, L. 2000. "Do firms mislead investors by overstating earnings around seasoned equity offerings?" *Journal of Accounting and Economics*, 29 (3): 339-371.
- Skinner, D. 1994. "Why firms voluntarily disclose bad news?", *Journal of Accounting Research*, 32: 38-60.
- Skinner, D.J. y Sloan, R.G. 2002. "Earnings surprises, growth expectations and stock returns: Don't let an earnings torpedo to sink your portfolio". *Review of Accounting Studies*, 7: 289-312.
- Sloan, R.G. 1996. "Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?". *The Accounting Review*, 71: 289-315.
- Smith, C.J. 1979. "Applications of options pricing analysis". In: Bicksler, J.L. [Ed.], *Handbook of Financial Economics*. North-Holland, Amsterdam, pp. 79-121.
- Smith, J.M., Jr. y Skousen, F.K. 1987.: *Intermediate accounting*, 9th edition. South Western Publishing, Cincinnati, Ohio.
- Stober, T.L. 1996. "Do prices behave as if accounting book values are conservative? Cross-sectional tests of the Feltham-Ohlon (1995) valuation model", Trabajo no publicado, University of Notre Dame.
- Subramanyam, K.R. 1996. "The pricing of discretionary accruals". *Journal of Accounting and Economics*, 22: 249-281.
- Sweeny, P. 1994. "Debt-convenants violations and managers' accounting responses". *Journal of Accounting and Economics*, 17: 281-308.
- Teoh, S.H., Welch, I. y Wong, T.J. 1998a. "Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings". *Journal of Financial Economics*, 50: 63-99.

- Teoh, S.H., Welch, I. y Wong, T.J. 1998b. "Earnings management and the long term market performance of initial public offerings". *Journal of Finance*, 53: 1935-1974.
- Teoh, S.H., Wong, T.J. y Rao, G.R. 1998c. "Are accruals during initial public offerings opportunistic?" *Review of Accounting Studies*, 3: 175-208.
- Thomas, J.K. 1989. "Unusual patterns in reported earnings". *The Accounting Review*. 64 (4): 771-787.
- Wallace, O., Nasser, K. y Mora, A. 1994. "The relation between the comprehensiveness of corporate annual reports and firm characteristics in Spain". *Accounting and Business Research* 25 (97): 41.
- Warfield, T.D. y Wild, J.J. 1992. "Accounting recognition and the relevance of earnings as an explanatory variable for returns", *The Accounting Review*, 67 (4): 821-842.
- Watts, R. 1993. "A proposal for research on conservatism", Trabajo no publicado, University of Rochester
- Watts, R.L. y Zimmerman, J.L. 1986. "Positive Accounting Theory". Prentice Hall.
- White, H. 1980. "A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity", *Econometrica*, 48: 817-838.
- Xie, H. 2001. "The mispricing of abnormal accruals" *The Accounting Review*, 76 (3): 357-373.
- Xie, B., Davidson III, W.N. y DaDalt, P.J. 2002. "Earnings management and corporate governance: the roles of the board and the audit committee". Working Paper, Southern Illinois University y Georgia State University.
- Young, S. 1999. "Systematic measurement error in the estimation of discretionary accruals: An evaluation of alternative modelling procedures". *Journal of Business, Finance and Accounting*, 26: 833-863.
- Zmijewski, M. y Hagerman, R. 1981. "An income strategy approach to the positive theory of accounting standard setting choice". *Journal of Accounting and Economics*, 3: 129-149.
- Zhang, X. 2000. "Conservative accounting and equity valuation", *Journal of Accounting and Economics*, 29: 125-149.



GOBIERNO
DE ESPAÑA

MINISTERIO
DE ECONOMÍA
Y HACIENDA