

UNIVERSIDAD DE BURGOS

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS



FACTORES DETERMINANTES DE LA DISCRECIONALIDAD DIRECTIVA EN MATERIA CONTABLE: UNA APLICACIÓN EMPÍRICA A LAS EMPRESAS COTIZADAS ESPAÑOLAS.

Dirección:

Dr. D. Valentín Azofra Palenzuela
*Catedrático de Universidad de Economía
Financiera y Contabilidad*

Dr. D. Luis Angel Castrillo Lara
*Catedrático de E.U. de Economía
Financiera y Contabilidad*

Doctorando:

M^a del Mar Delgado Hurtado

Burgos, Septiembre de 2001.

UNIVERSIDAD DE BURGOS



u:13:53

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS



FACTORES DETERMINANTES DE LA DISCRECIONALIDAD DIRECTIVA EN MATERIA CONTABLE: UNA APLICACIÓN EMPÍRICA A LAS EMPRESAS COTIZADAS ESPAÑOLAS.

Dirección:

Dr. D. Valentín Azofra Palenzuela
*Catedrático de Universidad de Economía
Financiera y Contabilidad*

Dr. D. Luis Angel Castrillo Lara
*Catedrático de E.U. de Economía
Financiera y Contabilidad*

Doctorando:

M^a del Mar Delgado Hurtado



Burgos, Septiembre de 2001.



610985141

11139705

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.....	XV
1	
PARTE I: LA DISCRECIONALIDAD DIRECTIVA EN LA TEORÍA CONTRACTUAL	
CAPÍTULO 1. HACIA UNA TEORÍA POSITIVA DE LA EMPRESA	
1. INTRODUCCIÓN.....	5
2. EMPRESA Y MERCADO, FORMAS ALTERNATIVAS DE ASIGNACIÓN DE RECURSOS	8
3. ASIMETRÍAS DE INFORMACIÓN Y COSTES EN UNA RELACIÓN DE AGENCIA	10
4. LA TEORÍA FINANCIERA DE LA AGENCIA.....	14
4.1. EL CONFLICTO DE INTERESES ENTRE ACCIONISTAS INTERNOS Y EXTERNOS A LA DIRECCIÓN	17
4.1.1. Ventajas e inconvenientes de la separación propiedad y control	18
4.1.2. Mecanismos de resolución del conflicto accionista interno–accionista externo	20
4.1.3. Estructuras organizativas derivadas de la separación propiedad y control.....	24
4.2. INCLUSIÓN DE LAS CLÁUSULAS DE RESPONSABILIDAD LIMITADA EN LOS CONTRATOS FINANCIEROS	26
4.3. ASIMETRÍAS EN LA INFORMACIÓN	28
5. LA TEORÍA DE LA AGENCIA AMPLIADA: EL ENFOQUE STAKEHOLDERS	31
CAPÍTULO 2. EL GOBIERNO DE LA EMPRESA	
1. INTRODUCCIÓN.....	37
2. CAMBIOS EN LA NATURALEZA DE LA EMPRESA Y GOBIERNO CORPORATIVO.....	38
3. MECANISMOS DE GOBIERNO CORPORATIVO	41
3.1. MECANISMOS INTERNOS DE GOBIERNO	42
3.2. MECANISMOS EXTERNOS DE GOBIERNO	53
4. ALGUNAS DIFERENCIAS INTERNACIONALES	62

CAPÍTULO 3. LA TEORÍA POSITIVA DE LA CONTABILIDAD

1. INTRODUCCIÓN	69
2. LA INFORMACIÓN CONTABLE EN EL MERCADO DE CAPITALES	72
3. LA INFORMACIÓN CONTABLE EN LAS RELACIONES CONTRACTUALES	75
3.1. CONTABILIDAD Y PROCESO CONTRACTUAL	79
3.2. CONTABILIDAD Y PROCESO POLÍTICO	81
4. LA DISCRECIONALIDAD DIRECTIVA EN LA POLÍTICA CONTABLE	83
4.1. DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN	84
4.2. ELECCIÓN DE MÉTODOS Y PROCEDIMEINTOS CONTABLES	85
4.3. OPORTUNISMO FRENTE A EFICIENCIA	87
5. A MODO DE RESUMEN	91

PARTE II: DETERMINANTES ECONÓMICOS DE LA DISCRECIONALIDAD DIRECTIVA EN MATERIA CONTABLE**CAPÍTULO 4. LA INFORMACIÓN CONTABLE EN LA RELACIÓN DE AGENCIA CON LOS POSEEDORES DE DERECHOS RESIDUALES**

1. INTRODUCCIÓN	99
2. LA RELACIÓN DE AGENCIA CON LOS TENEDORES DE DERECHOS RESIDUALES EN LA POLÍTICA CONTABLE	100
2.1. CONCENTRACÓN DE LA PROPIEDAD Y PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL DE LA DIRECCIÓN	103
2.2. PLANES DE COMPENSACIÓN DE LA DIRECCIÓN	105
2.2.1. Compensación por incentivos	106
2.2.2. La utilización de información contable en los planes de compensación	110
2.2.3. Adición de variables en los planes de compensación	117
2.2.4. Medidas relativas	118
2.2.5. Factores determinantes de la estructura de compensación de la dirección	118

1	2.2.6. La elección contable ante planes de compensación basados en información contable.....	122
	2.3. CAMBIOS EN LA DIRECCIÓN Y ELECCIÓN CONTABLE	125
	2.4. ALISAMIENTO DE RESULTADOS.....	127
CAPÍTULO 5. LA INFORMACIÓN CONTABLE EN LOS CONTRATOS DE ENDEUDAMIENTO Y EN LA RELACIÓN CON LOS ENTES GUBERNAMENTALES		
	1. INTRODUCCIÓN	135
	2. LA RELACIÓN DE AGENCIA DEL ENDEUDAMIENTO EN LA POLÍTICA CONTABLE	135
	2.1. LAS CLÁUSULAS CONTRACTUALES DEL ENDEUDAMIENTO COMO MECANISMO CONCILIADOR DE INTERESES ENTRE ACCIONISTAS Y POSEEDORES DE TÍTULOS DE DEUDA	136
	2.2. CLÁUSULAS CONTRACTUALES BASADAS EN INFORMACIÓN CONTABLE.....	138
	3. LA HIPÓTESIS DE LA RATIO DE ENDEUDAMIENTO: LA HIPÓTESIS SIMPLE DE LAS CLÁUSULAS DE ENDEUDAMIENTO.....	141
	3.1.1. La variable ratio de endeudamiento como variable representativa de la probabilidad de incumplimiento de las cláusulas de endeudamiento.....	142
	3.1.2. Asociación entre ratio de endeudamiento y costes de incumplimiento.....	144
	3.1.3. Supuestos implícitos en la hipótesis simple de la ratio de endeudamiento	147
	4. LA ELECCIÓN CONTABLE DETERMINADA POR EL ENDEUDAMIENTO	149
	5. LA RELACIÓN DE AGENCIA CON LOS ENTES GUBERNAMENTALES EN LA ELECCIÓN CONTABLE.....	152
CAPÍTULO 6. OTROS DETERMINANTES DE LA ELECCIÓN CONTABLE		
	1. INTRODUCCIÓN.....	159
	2. LOS MECANISMOS DE GOBIERNO EN LA DIRECCIÓN DE RESULTADOS.....	160
	2.1. EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN.....	161

2.1.1.	Tamaño del Consejo	163
2.1.2.	Composición del consejo de administración.....	164
2.1.3.	Comité de auditoría	165
2.1.4.	Inversores institucionales.....	168
2.2.	AUDITORÍA EXTERNA	170
3.	EL CONJUNTO DE OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN	172
4.	PERSPECTIVA DE INFORMACIÓN EN LA ELECCIÓN CONTABLE.....	177
5.	A MODO DE RESUMEN	179
 PARTE III: LA DIRECCIÓN DE RESULTADOS EN LAS EMPRESAS COTIZADAS ESPAÑOLAS		
 CAPÍTULO 7. HIPÓTESIS Y MODELO DE DIRECCIÓN DE RESULTADOS		
1.	INTRODUCCIÓN	185
2.	LA MEDICIÓN DE LA DISCRECIONALIDAD DIRECTIVA	186
2.1.	DEFINICIÓN DE DIRECCIÓN DE RESULTADOS	186
2.2.	MEDIDAS DE LA DISCRECIONALIDAD DIRECTIVA.....	188
2.3.	LOS MODELOS DE AJUSTES POR DEVENGO	190
2.3.1.	El modelo de Healy	193
2.3.2.	El modelo de Deangelo.....	193
2.3.3.	El modelo de Friedlan.....	193
2.3.4.	El modelo de Jones	193
2.3.5.	El modelo de Jones modificado	194
2.3.6.	El modelo de industria	195
2.3.7.	El modelo de Kang y Shivaramakrishman.....	195
2.3.8.	El modelo del margen.....	195

2.3.9. El modelo de McCulloch	196
2.3.10. El modelo del cash flow.....	197
2.3.11. El modelo del proceso contable	197
2.4. ALGUNAS CONSIDERACIONES ACERCA DE LOS MODELOS DE AJUSTES POR DEVENGO DE SERIE TEMPORAL FRENTE A CORTE TRANSVERSAL.....	198
3. HIPÓTESIS.....	199
3.1. ESTRUCTURA DE PROPIEDAD.....	200
3.2. GOBIERNO DE LA EMPRESA.....	201
3.3. ENDEUDAMIENTO	203
3.4. COSTES POLÍTICOS.....	205
3.5. CONJUNTO DE OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN.....	205
4. UN MODELO EXPLICATIVO DE LA DIRECCIÓN DE RESULTADOS.....	207
5. VARIABLES.....	208
CAPÍTULO 8. METODOLOGÍA, MUESTRA Y RESULTADOS	
1. METODOLOGÍA	219
2. FUENTES DE INFORMACIÓN.....	222
3. MUESTRA.....	223
4. RESULTADOS.....	229
4.1. RESULTADOS DEL ANÁLISIS DESCRIPTIVO	229
4.1.1. Composición del resultado.....	229
4.1.2. Estadísticos descriptivos de las variables.....	230
4.2. RESULTADOS DEL ANÁLISIS MULTIVARIANTE	238
5. COMENTARIO SOBRE LOS RESULTADOS	245

CONCLUSIONES.....	253
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	265
ANEXOS.....	305

La realización de este trabajo ha sido posible gracias a la ayuda de un conjunto de personas e instituciones a las que quiero dejar constancia de mi agradecimiento por sus sugerencias y su apoyo personal.

En primer lugar, a los Drs. D. Valentín Azofra Palenzuela, Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Valladolid, y D. Luis Ángel Castrillo Lara, Catedrático Escuela Universitaria de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Burgos, por iniciarme en las tareas docentes e investigadoras, su labor de dirección y su estímulo constante han hecho posible la consecución de este trabajo de investigación.

A los compañeros del Departamento de Economía y Administración de Empresas de la Universidad de Valladolid, por su inestimable ayuda en la recopilación de datos.

Asimismo, vaya mi gratitud al Dr. D. José David Vicente, Profesor de la Universidad de Salamanca, por su especial apoyo en la aplicación de las técnicas econométricas.

A todos los compañeros del Departamento de Economía y Administración de Empresas de la Universidad de Burgos, su disponibilidad y su amistad han creado el ambiente propicio para que este trabajo se culmine.

Finalmente agradezco a mi familia y a todas aquellas personas a quienes he sentido cercanas, y de forma especial a Iñaki, su paciencia, su comprensión, su apoyo y confianza a lo largo de estos años.

A todos ellos mi agradecimiento y mis disculpas por los errores y omisiones cometidos y de los cuales soy, sin duda, la única responsable.

INTRODUCCIÓN

La dirección de resultados es un tema que desde hace casi cuarenta años viene mereciendo la atención de la investigación en contabilidad. Tras la publicación del trabajo seminal de Gordon (1964), durante las más recientes décadas hemos sido testigos de una eclosión de trabajos que, desde muy diversas perspectivas han abordado este tema, así como a una gran preocupación por parte de organismos reguladores y de la prensa financiera. Pero cualesquiera que sea el enfoque adoptado, la cuestión fundamental que subyace en la investigación sobre elección contable es la relevancia de la información.

Si los mercados fuesen perfectos y competitivos, la información contable sería irrelevante, puesto que los precios agregarían toda la información que poseen los individuos. Además, en ausencia de costes de agencia, no existe necesidad de control, y en ausencia de externalidades, los individuos voluntariamente proporcionarían toda la información socialmente deseable. En un mundo que reuniese estas características, no tendría razón de ser la demanda de información contable, ni tampoco nos cuestionaríamos la regulación de la misma. Para que la información contable se torne relevante, han de ser consideradas algunas de las imperfecciones que caracterizan el mundo real: asimetría de información, costes de agencia y existencia de externalidades. De esta forma, la información contable se torna relevante porque constituye una importante vía de comunicación de información privada, juega un papel incuestionable en las relaciones contractuales, mitigando presumiblemente los costes de agencia, y en presencia de externalidades, la cantidad y calidad de información financiera emitida por las empresas se erige en tema de preocupación y objeto de regulación porque la misma tendrá repercusiones en la creación y distribución de la riqueza. Una vez recogidas estas imperfecciones y sus potenciales implicaciones dentro de los fundamentos teóricos que conforman una teoría, la misma servirá para proporcionar explicaciones y predicciones, de forma que bajo su paraguas, puede ser analizado el papel y los determinantes económicos de la elección contable.

El trabajo de Berle y Means (1932) constituye un hito singular en la literatura económica de las organizaciones, siendo considerado el embrión sobre el que se desarrollaría un amplio cuerpo teórico conocido como enfoque gerencialista, que pone especial énfasis en la separación entre financiación y dirección y en la insoslayable transferencia de poder desde la propiedad a la administración. Además, este trabajo supuso la ruptura con el planteamiento neoclásico, en cuyo seno la maximización del beneficio, como objetivo de la empresa habría de ser reconsiderado para tener presente el conflicto de intereses entre accionistas y gerentes.

Jensen y Meckling (1976) analizan el problema de separación entre financiación y dirección desde la perspectiva la teoría positiva de la agencia, proponiendo además un modelo de empresa, mucho más real que el modelo neoclásico, en el que la misma es concebida como “una ficción legal que sirve como nexo de las relaciones contractuales y se caracteriza por la existencia de derechos residuales sobre los activos y resultados de la empresa”. Bajo este enfoque contractual la relación accionistas-dirección es considerada una relación de agencia, donde el problema surge por la capacidad discrecional de actuación que confiere a los administradores la delegación del derecho de decisión que en sus personas efectúan los accionistas. Este planteamiento que tiene su prolongación en al consideración del sistema de gobierno, que, de acuerdo con Charreaux (1987), viene conformado por el conjunto de mecanismos que gobiernan la conducta de los dirigentes y delimitan su margen de discrecionalidad.

El influjo de la economía de la información se tradujo en un importante avance de la moderna economía financiera, que iba a tener, a su vez, su traslación a la investigación contable a partir de finales de la década de los 70. En este contexto, la teoría positiva de la contabilidad introducida por Watts y Zimmerman (1978, 1986, 1990) ha incorporado en su desarrollo conceptual problemas de información - imperfecta y costosa - y de incertidumbre, que se verán traducidos en costes contractuales. La información contable desempeña un papel fundamental en las relaciones contractuales nutriendo a las mismas de información, contribuyendo así a la reducción de las asimetrías informativas, a la vez que sirve como herramienta de control del rendimiento empresarial, por lo que la dirección no se sentirá indiferente ante la misma.

Bajo la perspectiva de la teoría positiva de la contabilidad y a la luz del enfoque de agencia, la elección contable es un problema de discrecionalidad directiva, cuyo origen se encuentra en la asignación de los derechos residuales de control y que tiene sus límites en los mecanismos de gobierno de la empresa.

La tesis que presentamos se inserta en la línea de investigación, que, fundamentada en la teoría contractual de la empresa, gobierna muchas de las investigaciones realizadas en el Departamento de Economía y Administración de Empresas de la Universidad de Burgos.

El objetivo de nuestro trabajo estriba en analizar los determinantes económicos de la discrecionalidad directiva en materia contable de las empresas de nuestro entorno económico. La estructura de capital entendida en un sentido amplio, es decir, estructura de financiación, propiedad y gobierno, en conjunción con la existencia de oportunidades de crecimiento para la empresa, entrañan incentivos y limitaciones al ejercicio de la discrecionalidad contable, por lo que serán factores a los que prestaremos especial atención en el presente trabajo. El modelo de Jones de corte transversal será utilizado para la determinación de los ajustes por devengo discrecionales, variable representativa del ejercicio de la discrecionalidad directiva en materia contable en el presente estudio. Nuestra tesis puede expresarse de la siguiente forma:

“La discrecionalidad directiva en materia contable viene determinada por los incentivos y limitaciones derivados de la estructura contractual que conforma la empresa, así como por su conjunto de oportunidades de inversión”.

La investigación que presentamos para la colación del grado de doctor ha sido dividida en tres partes que recogen los fundamentos teóricos, el estado del arte y los resultados obtenidos de la estimación del modelo de dirección de resultados que proponemos.

En la primera parte introducimos la teoría positiva de la contabilidad, cuyo nacimiento y evolución han de ser entendidos en la perspectiva del cambio paradigmático que paralelamente estaba presidiendo otras disciplinas afines a la misma, como son la economía y las finanzas. Las insuficiencias del enfoque normativo, la consideración de la contabilidad como un mecanismo de información al mercado de capitales, bajo nuevos planteamientos como las hipótesis de mercado eficiente y la valoración de activos, y la apertura hacia la economía de la información, conforman los puntos de arranque de la teoría positiva de la contabilidad.

Esta primera parte proporciona el marco teórico para la explicación de diferentes decisiones empresariales tomadas por la dirección. La teoría financiera de la agencia nos ayuda a comprender determinados comportamientos directivos en inversión, financiación y dividendos bajo el análisis de los problemas de agencia derivados del conflicto de intereses entre accionistas y dirección, de la inclusión de cláusulas de responsabilidad limitada, y de las asimetrías de información. La teoría positiva de la contabilidad, bajo una perspectiva de utilización de la información contable en las diferentes relaciones de agencia para reducir las asimetrías de información, así como herramienta de control de los costes de agencia, nos proporciona el soporte teórico para una mejor comprensión de las política contable adoptada por la dirección. Los potenciales conflictos de intereses que surgen en la toma de las distintas decisiones por parte de la dirección, precisan de unos mecanismos de gobierno que impongan unos límites en el margen de discrecionalidad directiva, reduciendo los costes de

agencia, de forma que los problemas de información asimétrica e incertidumbre no impidan una asignación eficiente de los recursos.

En la segunda parte nos adentramos en la literatura contable sobre dirección de resultados. En ella puede apreciarse como gran parte de estos trabajos han adoptado la metodología de los estudios de eventos: una vez seleccionada una muestra que reúne unas características concretas, determinantes de un fuerte incentivo para dirigir el resultado, el investigador realiza una predicción acerca de la elección contable tendente a aumentar o disminuir el mismo. Junto a estos estudios podemos encontrar trabajos con una vocación más general, cuya finalidad es proporcionar una explicación de la política contable que en condiciones normales es adoptada en el seno de las empresas. En estos trabajos puede apreciarse una evolución tanto en el refinamiento de la medida de la discrecionalidad contable tendente a recoger actuaciones más sutiles en la gestión de las herramientas que el sistema contable pone a disposición de la dirección, como en la preocupación por la consideración conjunta de los incentivos y las limitaciones que conducen a la elección contable.

En la tercera parte proponemos un modelo de dirección de resultados que recoge los determinantes económicos surgidos de las diferentes relaciones de agencia que conforman el entramado contractual, entre los que no podemos olvidar los mecanismos de gobierno, quienes imponen restricciones al ejercicio de la discrecionalidad directiva. El modelo de Jones de corte transversal será utilizado para la determinación de los ajustes por devengo discrecionales, variable representativa del ejercicio de la discrecionalidad directiva en materia contable en el presente estudio. Sobre este modelo serán contrastadas las hipótesis que recogen una esperada relación entre las variables representativas del diferente grado de incentivos o restricciones para el ejercicio de la discrecionalidad contable con la variable representativa de la misma. La muestra utilizada para la estimación de este modelo está formada por 109 empresa, que considerando una continuidad ininterrumpida de un mínimo de cuatro ejercicios, constituye una muestra final de 784 empresas - año. El modelo general de dirección de resultados que proponemos, además de englobar las características contractuales que procuran mayores incentivos tanto para impulsar como para restringir una elección contable oportunista, incorpora tres aspectos novedosos: la inclusión del conjunto de oportunidades de inversión como factor explicativo de la elección contable, motivada tanto por la dependencia del mismo de diferentes políticas corporativas como de su relación directa con la política contable, el control de una posible inercia en el comportamiento de la política contable, en parte originado por la inminente reversión de los ajustes por devengo discrecionales, y por último evita la consideración de determinadas variables como estrictamente exógenas. Cerramos este tercer capítulo con los resultados obtenidos.

Unas páginas finales sintetizan las conclusiones más importantes de este trabajo de investigación. El mismo puede considerarse relevante por tres motivos:

- es el primero realizado en España que, con carácter general, analiza los incentivos y limitaciones que fluyen de la estructura contractual y suponen importantes determinantes de la discrecionalidad directiva en materia contable,
- junto con las variables representativas de los incentivos y limitaciones, incorpora como variable explicativa de la política contable el conjunto de oportunidades de inversión y,
- los resultados presentados respecto a las variables anteriores, son alcanzados tras haber controlado una potencial inercia en el comportamiento de los ajustes por devengo, así como la posible predeterminación de algunas variables como la ratio de endeudamiento, el cash flow, el tamaño y el conjunto de oportunidades de inversión.

Este estudio, basado en una perspectiva contractual de la empresa, en la que cada una de las decisiones son analizadas teniendo presente la relación entre los diversos aportantes de recursos implicados, tiene como pretensión contribuir a una mejora en la comprensión de la política contable adoptada en el seno de las empresas españolas cotizadas durante la última década.

**PARTE I: LA DISCRECIONALIDAD DIRECTIVA
EN LA TEORÍA CONTRACTUAL**

1. INTRODUCCIÓN

En esta primera parte describiremos el marco conceptual proporcionado por la teoría contractual de la empresa que conformará el soporte teórico de este trabajo de investigación. Enraizada en la teoría de la firma, la teoría positiva de la contabilidad introducida por Watts y Zimmerman (1978, 1986, 1990) tiene como finalidad proporcionar explicaciones y predicciones de las diferentes prácticas contables adoptadas por la dirección en el seno de la empresa. La concepción de empresa sobre la que descansa esta teoría nos remite a esa ficción legal descrita por Jensen y Meckling (1976) como “nexo de contratos”, donde la búsqueda del interés propio es la guía de actuación de los distintos partícipes. Los avances producidos en la moderna economía financiera como consecuencia de la apertura de la misma hacia la economía de la información ejercerán una notable influencia en la investigación contable realizada a partir de la década de los 70. En este contexto, veremos como la teoría positiva de la contabilidad incorpora en su desarrollo conceptual problemas de información -imperfecta y costosa- y de incertidumbre, los cuales se traducirán en costes contractuales.

La empresa entendida como un nexo de contratos que desarrolla su actividad en un entorno caracterizado por asimetrías de información e incertidumbre, donde resulta imposible un control sin costes, constituyen las piezas fundamentales para la comprensión de los determinantes económicos que mueven a la dirección, pieza angular de ese entramado contractual, en su actuación. De esta forma la existencia de costes contractuales inherentes a toda relación contractual, consecuencia del conflicto de intereses entre la partes y de las

asimetrías de información, deviene el eje sobre el que descansan numerosas investigaciones acerca de las diferentes políticas adoptadas en el seno de la empresa.

Hasta fechas recientes, la empresa no ha sido objeto de análisis. Fruto de las simplificaciones que caracterizan todo análisis económico esta “caja negra” era considerada un elemento participante en el mercado, siendo éste el centro de análisis. La investigación en economía de la empresa, paso a paso, ha desempolvado esa “caja negra” y comenzado a desmembrar esa madeja de relaciones que conforman la empresa, permitiendo un análisis de las distintas decisiones que en la misma tienen lugar. Los mercados, en este contexto, quedarán redefinidos como lugares en los que las distintas partes contractuales negociarán a través de la dirección.

En el modelo de mercado neoclásico la actuación de la empresa, motivada por la maximización del beneficio, era relegada a una mera producción de bienes con el fin de suministrarlos a la otra parte integrante del mercado, los consumidores/suministradores. El precio actuaba como “la mano invisible” que permitía la coordinación en una organización económica sin planificación central. Este modelo no presentaba descripción alguna del mecanismo de formación de los precios, sino que en su lugar tan sólo postulaba la existencia de un precio públicamente conocido para cada bien o servicio, al que todo el mundo cree poder comprar o vender (Milgrom y Roberts, 1993).

Los derechos de propiedad y su enajenabilidad son elementos claves en el funcionamiento de este mercado. Para que el sistema de precios funcione es condición necesaria un sistema de derechos de propiedad enajenables, que retribuya al decisor con las consecuencias que ocasionen sus decisiones sobre los bienes de los que es titular. Además, los derechos de propiedad incentivan automáticamente la búsqueda, producción y utilización de la información relevante, ya que las consecuencias de las decisiones tomadas por cada individuo recaen sobre sí mismo, y para no resultar perjudicado, tratará de actuar lo mejor posible. La enajenabilidad del derecho resuelve de este modo el problema del control cuando el decisor es titular, siempre que tal titularidad esté definida con precisión (Arruñada, 1991).

Varias formulaciones teóricas, posteriores al modelo de mercado presentado, tienen su génesis en la relajación o ampliación de las hipótesis de partida de la teoría clásica sobre la producción y el intercambio, buscando una mayor aproximación a la realidad a la vez que un esclarecimiento de las diferentes cuestiones surgidas acerca de la empresa.

La nueva economía institucional ha contribuido notablemente a la elaboración de una teoría de la empresa, más exactamente a una teoría contractual de la empresa. Se denomina nueva economía institucional a un cuerpo de análisis económico moderno que emplea conceptos como: información limitada, costes de transacción y oportunismo, para

explicar los fenómenos observados. Esta corriente esta integrada por la teoría de los derechos de propiedad, teoría de los costes de transacción y teoría de la agencia. En el seno de esta corriente económica la empresa deja de ser una abstracción teórica que participa en el mercado, para convertirse en un objeto específico de estudio, que actuará en un entorno muy distinto al caracterizado por el modelo neoclásico y en el que la información imperfecta y la incertidumbre en la asignación de recursos son piezas imprescindibles para entender muchos de los fenómenos que en la misma acaecen. El núcleo básico de todas las corrientes integradoras de la nueva economía institucional es el reconocimiento de la importancia de la información y la incertidumbre¹ en la asignación de recursos (Rodríguez, 1997). La divergencia de intereses acabará desembocando en un conflicto de intereses como consecuencia de la imperfecta observabilidad de la actuación de las partes y de los costes de formalización y ejecución de los contratos.

En el capítulo primero presentamos el concepto de empresa sobre el que descansa este trabajo de investigación, considerando a la misma una forma de asignación de recursos alternativa al mercado, a la vez que nos introducimos en el marco teórico de la teoría de la agencia cuyo enfoque nos permitirá analizar las diferentes relaciones contractuales y los inevitables conflictos de intereses que se producen entre los individuos que deciden comportarse de modo cooperativo. Prestaremos especial atención a las relaciones contractuales entre la dirección y los aportantes de recursos financieros, el estudio de estos problemas de agencia nos ayudarán en la comprensión de la función contractual de la información contable. El segundo capítulo ha sido dedicado al gobierno de la empresa, imprescindible en el análisis de los conflictos de intereses que surgen en el seno de la empresa. La discrecionalidad directiva y la limitación de la misma por parte de las estructuras de gobierno corporativo conforman las piezas claves en la comprensión de las diferentes políticas adoptadas por la dirección en el seno de la empresa. En el tercer capítulo analizamos la función contractual de la contabilidad bajo la óptica de la teoría positiva de la contabilidad. Concluimos esta primera parte presentando la contabilidad como una parte integrante de las estructuras de gobierno, sobre la que se ciñen intereses en conflicto, lo que da origen a un nuevo problema de incentivos, que serán nuevamente gobernados por el resto de las estructuras de gobierno.

¹ El problema más importante que se plantea en relación con la incertidumbre surge de la constatación del hecho de que el entorno en el que los agentes económicos individuales toman sus decisiones, no sólo viene determinado por la ocurrencia de un incierto estado de la naturaleza sino, también, por la incertidumbre que, en un mercado de información imperfecta o incompleta, recae sobre las decisiones estratégicas de los competidores y sobre los objetivos individuales que orientan la toma de las mismas.

2. EMPRESA Y MERCADO: FORMAS ALTERNATIVAS DE ASIGNACIÓN DE RECURSOS

Tal y como hemos comentado en los párrafos anteriores, la preocupación por la apertura de “esa caja negra” supone un importante paso en las investigaciones económicas realizadas durante el pasado siglo. En esta nueva concepción de empresa la misma es considerada una forma de asignación de recursos alternativa al mercado. Ciertas transacciones son efectuadas a través del mecanismo de la empresa mientras que otras son efectuadas a través del mercado. Sería imposible encontrar explicación alguna a este fenómeno si partiésemos de las hipótesis de mercado neoclásicas. Sin embargo, relajando las mismas, Coase (1937) nos proporcionó una respuesta a la pregunta de por qué existen las empresas: “la razón principal por la que es beneficioso establecer una empresa parece residir en que es costoso usar el mecanismo de precios... la operativa del mercado es costosa, y se pueden ahorrar costes formando una organización y permitiendo a alguna autoridad (un “empresario”) dirigir los recursos”. Coase fue pionero en la utilización de una argumentación basada en los costes de transacción², proporcionando la base teórica para explicar la asunción o no de una actividad por la empresa, su “ámbito productivo”, si bien no explica sus características organizativas.

Alchian y Demsetz (1972) atribuyen a los contratos el papel de vehículo de intercambio voluntario por contraposición al gobierno de las actividades a través de la autoridad; su trabajo centra la atención en un tipo especial de costes de transacción: los que surgen de la producción en equipo, en la que es preciso evaluar y motivar la aportación de cada participante para evitar que eludan el trabajo. La percepción de la renta residual por parte del empresario³ es lo que incentivará al mismo en la realización de su tarea de vigilancia y evaluación de la productividad de los demás participantes, redundando en una disminución de los costes de transacción derivados de una producción en equipo.

Tras el trabajo de Coase (1937), los trabajos de Alchian y Demsetz (1972) y Jensen y Meckling (1976) conforman los pasos siguientes para perfilar una teoría de la empresa como fenómeno contractual⁴. Las relaciones contractuales son la esencia de la empresa, no solo con empleados sino con proveedores, clientes, acreedores, etc... La corporación privada o empresa es simplemente una forma de ficción legal que sirve de nexo para un conjunto de

² Para Coase (1937) estos costes de transacción consistían en el aprendizaje y la negociación que son precisos para el intercambio.

³ Figura en la que coinciden propiedad y dirección.

⁴ Si bien el trabajo de Coase (1937) es considerado la piedra base sobre la que se construirá la teoría contractual, los trabajos de Alchian y Demsetz (1972) y Jensen y Meckling (1976) difieren del trabajo original en la consideración de la contratación en lugar de la autoridad como eje de las actividades realizadas en la empresa y en la indefinición del límite de la empresa.

relaciones contractuales entre individuos, que se caracteriza por la existencia de derechos residuales divisibles sobre los activos y cash flow de la organización, que generalmente pueden ser vendidos sin el consentimiento de los otros individuos (Jensen y Meckling, 1976).

La empresa deja de tener las propiedades ontológicas que se le había atribuido anteriormente en la teoría neoclásica y son las partes contratantes quienes ahora poseen atributos individuales como objetivos y responsabilidad. Es un error pensar en las organizaciones como si fueran personas con motivaciones o intenciones. La empresa no maximiza sino que son los individuos -que se relacionan con otros individuos a través de la empresa- los que maximizan. El comportamiento de la empresa, como el del mercado es el resultado de un complejo proceso de equilibrio. La génesis de la actividad empresarial puede ser entendida como un proceso de especialización de funciones, que lleva parejo el nacimiento de relaciones contractuales especiales, cuya razón de ser es limitar los conflictos de intereses (Arruñada, 1990). Con el fin de aprovechar economías de especialización y utilizar eficientemente la información disponible, en las organizaciones se transfiere a los sujetos el derecho a decidir pero no el derecho a vender, cediéndose derechos de decisión sin transferir su enajenabilidad, haciendo necesario un diseño artificial de control, ya que el decisor no necesariamente recibe las consecuencias de sus actos sobre los bienes (Arruñada, 1991).

La actuación de los distintos agentes económicos que interactúan en la empresa estará guiada por la búsqueda de su propio interés. Es necesario pues, establecer en qué términos van a llevarse a cabo esas relaciones, para que ese conflicto de intereses no impida el desarrollo de la actividad de la empresa. Si pudiera redactarse un contrato completo en el que se especificara lo que cada parte debe de hacer en todas las circunstancias posibles, así como la distribución de los costes incurridos y los beneficios realizados en cada contingencia, el conflicto de intereses no tendría razón de ser. Sin embargo, en la contratación en el mundo real nos encontramos con inconvenientes que impiden la existencia de ese tipo de contratos ideales, ya que prever y describir sin ambigüedades toda contingencia que podría ser importante en los distintos acuerdos resulta imposible debido a que los individuos no son omniscientes ni perfectamente previsores, sino limitadamente racionales, y actúan en un entorno caracterizado por la existencia de incertidumbre e información imperfecta. Klein (1983) identifica los contratos reales con los contratos que tienen lugar en un universo incierto y que inevitablemente son incompletos, por contraposición a los contratos ideales de la teoría económica convencional en los que se contempla todos los estados de la naturaleza, sin necesidad de que ello acarree ningún tipo de problema o coste. Grossman y Hart (1986) introdujeron el término “derechos residuales de control” como identificativo del derecho a tomar decisiones que no han sido previstas en los contratos.

La búsqueda de una teoría que explicara la estructura organizativa de la empresa ha sido tema de gran preocupación para los economistas durante largo tiempo. La competencia entre sus diferentes variantes conduce a que las estructuras que perduren sean las más efectivas, en términos de costes, en proporcionar bienes y servicios. La actividad productiva puede realizarse en el mercado o dentro de la empresa (Coase, 1937; Alchian y Demsetz, 1972), siendo el mecanismo que dirige la misma los precios de mercado para el primero de los casos, y dentro de la empresa, la falta de éstos será reemplazada por un sistema que asigne los derechos de decisión, y mida y evalúe, recompense o penalice los resultados de la gestión (Jensen y Meckling, 1986). Estos mecanismos, sustitutivos de la enajenabilidad, persiguen solventar los problemas de asignación de los derechos de decisión y control surgidos por la delegación de poder o autoridad en la empresa capitalista. La información contable juega un papel importante en este sistema, configurándose como parte de la tecnología contractual eficiente.

A medida que la empresa se aleja de esa abstracción teórica del análisis microeconómico para convertirse en una forma de organización de la producción y mecanismo de asignación de recursos alternativo al mercado, se han ido poniendo de manifiesto circunstancias como la inter-relación entre derechos de propiedad, incentivos y comportamiento económico, la existencia de costes relacionados con el modelo elegido para gobernar las transacciones y los problemas asociados a la falta de información sobre las circunstancias relevantes del futuro. Se plantean así problemas de incertidumbre, información asimétrica, incentivos y señalización que, dentro de la empresa, se traducen en contratos incompletos, problemas de agencia, y comportamientos oportunistas (Fernández y otros, 1994).

La importancia del capital humano como fuente de valor en la empresa ha sido apuntado recientemente por algunos de los autores como Rajan y Zingales (1997 y 1998). La definición de empresa que proponen estos autores “un nexo de inversiones específicas: una combinación de activos y personas mutuamente especializados”, enfatiza su estructura compleja, donde todos los partícipes especializados forman parte del concepto de empresa. En esta red de inversiones que no puede ser replicada en el mercado, su valor proviene no sólo de los activos inanimados sino también de activos que difícilmente pueden ser apropiados tales como el capital humano.

3. ASIMETRÍAS DE INFORMACIÓN Y COSTES EN UNA RELACIÓN DE AGENCIA

La teoría de la agencia proporciona un marco teórico idóneo para el análisis de las distintas relaciones contractuales y los problemas a que las mismas dan lugar en el seno de

una organización. El epicentro en torno al que se estructura esta teoría es el concepto de relación de agencia. La relación de agencia es una relación contractual que surge entre dos o más personas, cuando una de ellas, a la que se le denomina agente, actúa en nombre o representación de otra, a la que se denomina principal, en un determinado ámbito que exige por su parte la toma de decisiones (Ross, 1973). Esta relación de agencia es consustancial a toda delegación de autoridad decisoria y más en general a todo esfuerzo cooperativo. En muchas ocasiones, la relación de agencia es mutua y el agente es también principal. El entorno en que esta relación se desarrollará es un entorno incierto, con asimetrías de información entre las partes, lo que dará lugar a que ese potencial conflicto de intereses entre principal y agente suponga realmente un problema que se traducirá en unos costes, tanto en la fase previa a la elaboración del contrato como posteriormente al mismo. Si ambas partes son maximizadoras de utilidad es lógico pensar que el agente no siempre actuará en interés del principal. Este tipo de relación incurre en unos costes dirigidos a reducir la desviación en el comportamiento del agente respecto a los intereses del principal que Jensen y Meckling (1976) identificaron como costes de incentivación y supervisión, costes de fianza o garantía y pérdida residual.

Los costes de incentivación y supervisión vienen dados por los recursos monetarios y no monetarios en que incurre el principal para vigilar y condicionar positivamente el comportamiento del agente. Los costes de fianza o garantía son abonados, aunque no necesariamente soportados, por el agente para garantizar al principal que su comportamiento no se desviará de lo pactado, y la pérdida residual es la resultante de las divergencias que seguirán existiendo entre el principal y el agente y que es consecuencia inevitable de ser prohibitivos los costes de formalización, garantía y control que se requerirían para un cumplimiento perfecto del contrato.

En general pueden entenderse como costes de las relaciones contractuales los dirigidos a eliminar el conflicto entre las partes y reducir las posibilidades de incumplimiento, y que buscan en suma hacer posible la transacción. El reparto de los costes entre agente y principal, depende, en general, de las elasticidades de la oferta y la demanda en el correspondiente mercado de agentes así como de que el principal anticipe o no el comportamiento oportunista del agente (Arruñada, 1990).

El problema de distribución asimétrica de información ocasionado por la imposibilidad de obtener y procesar información completa y gratuita, así como de igual forma por parte del agente y principal, da origen a dos conocidos problemas: selección adversa y riesgo moral. Previamente a la formalización del acuerdo contractual, las partes se enfrentan a un problema de información oculta o selección adversa ya que ninguna de ellas conoce a priori a la otra parte contratante (Arrow, 1965). La selección adversa o

antiselección es un problema de oportunismo precontractual⁵. A este tipo de problema *ex ante* presta una especial atención la economía de los costes de transacción. El origen del riesgo moral se encuentra en las asimetrías de información *post* contractual, dejando las puertas abiertas a un posible comportamiento aprovechado por parte del agente. El término riesgo moral se originó en los seguros, para referirse a la tendencia de los asegurados a cambiar de comportamiento de una manera que conduce a mayores costes de indemnización para la entidad aseguradora. Los problemas de riesgo moral pueden surgir en cualquier situación en la que una parte (proveedor, cliente, empleado, etc....) tenga la tentación de emprender una acción oportunista ya que su actuación no podrá verificarse adecuadamente debido a las asimetrías de información.

Así pues, la información asimétrica y la divergencia de intereses ocasionan una serie de problemas de agencia, ante los cuales el principal debe de asumir -aunque no necesariamente soportar- dos tipos de costes de control: costes en los que se incurre en el proceso de selección del agente más adecuado -selección adversa-, y costes de seguimiento de la relación contractual -riesgo moral -.

En la empresa considerada como un equipo cuyos miembros actúan según su propio interés pero conscientes de que sus destinos dependen en alguna medida de la supervivencia del equipo en competencia con otros equipos (Fama, 1980), y en la que los comportamientos cooperativos pueden ser compatibles con la persecución de los intereses personales, nos encontramos con la existencia de asimetría en la distribución de la información que sin lugar a dudas supone un gran freno a esta actitud de cooperación, posibilitando comportamientos oportunistas por parte de los más informados. Azofra y de Miguel (1991) entienden que el problema de agencia o problema principal – agente se planteará cuando las acciones que el agente realiza o debiera de realizar no pueden ser observadas ni tampoco ser inferidas directamente a partir de variables observables, tratándose de un problema de información asimétrica que puede presentarse de diversas formas. Para estos autores el problema no es trivial debido a que las actividades del agente sólo son conocidas por él y no hay incentivo inmediato para que informe de ellas con prontitud y exactitud al principal, y a que la solución posible en principio de asignar al agente algún tipo de derecho residual, es una solución subóptima, tanto porque el resultado de los esfuerzos del agente es en parte aleatoria, como porque el agente es adverso al riesgo. Así planteado, el problema de agencia es básicamente un problema de incentivos, por lo que el interés de la economía de la agencia se centra en la especificación de aquellos sistemas de incentivos que incorporados a la relación contractual debieran inducir al agente a adoptar actitudes frente al riesgo similares a

⁵ Cuando el problema de selección adversa es especialmente severo, puede no haber ningún precio al que la cantidad de bienes ofrecida al mercado por los vendedores iguale a la demandada por los compradores. Otras respuestas de los mercados a los problemas de selección son el racionamiento del

la del principal, de manera que la delegación de poder característica de la relación de agencia se produzca en términos óptimos, (Klein, 1983).

Planteado así, para el grupo de los aportantes de recursos financieros y poseedores de derechos residuales el problema fundamental lo constituye la motivación de la dirección para actuar en interés de los mismos. Este planteamiento puede hacerse extensible a todos los partícipes de la empresa, si bien a diferencia de los anteriores la remuneración de sus aportaciones está compuesta fundamentalmente por pagos fijos y serán los accionistas a través de sus órganos delegados quienes contraten a la dirección. Las asimetrías de información expone a estos grupos a los ya comentados problemas de riesgo moral y selección adversa.

Esa divergencia de intereses entre principal y agente se puede resolver o al menos paliar, a través de mecanismos internos, como puede ser un sistema de remuneración ligado a los resultados o precios de las acciones, la participación de la dirección en la propiedad, la concentración accionarial, o mediante mecanismos externos, tales como los mercados de trabajo y de capitales (Jensen, 1986). La teoría de la agencia determina cómo el proceso de selección natural favorece estructuras de gobierno que economizan los costes de agencia (Fama y Jensen 1983a; Jensen 1983). Por estructuras de gobierno, los teóricos se refieren a los mecanismos de vigilancia y salvaguarda de los contratos implícitos y explícitos entre principales y agentes (Demsetz 1983; Fama 1980; Fama y Jensen 1983a), aludiendo por lo tanto, al sistema completo de acuerdos institucionales y relaciones a través de las cuales las empresas son dirigidas y controladas (Azofra y Fernández, 1999). El objetivo principal de estas estructuras es contribuir al diseño de incentivos y mecanismos de control que minimicen los costes de agencia para evitar que el conflicto de intereses inherente a las relaciones contractuales impidan el que las mismas pueden llevarse a cabo. Así pues, el análisis de las relaciones contractuales ha de ser realizado considerando conjuntamente el problema de incentivos inherente a toda relación de agencia y las estructuras de gobierno, las cuales supondrán un límite al ejercicio de la discrecionalidad.

En este entramado contractual que conforma la empresa, la dirección constituye la pieza angular a través de la cual todos los partícipes formalizaran su relación con la entidad. La dirección como denominador común de todas estas relaciones contractuales y centro del proceso de decisión, será quien gestione los recursos aportados por los distintos partícipes. Las asimetrías de información y la imposibilidad de controlar sin costes dejan la puerta abierta a una posible actuación discrecional por parte de la dirección. Esa búsqueda de la maximización de utilidad que persigue todo individuo, guiará la actuación de la dirección en la organización, haciendo de la misma un instrumento al servicio de sus fines, en la que los

crédito en lugar de una subida del tipo de interés del mismo, recurrir a despidos de personal antes que a recortes de salarios, estrategias de señales y de criba, etc... (Milgron y Roberts, 1993).

intereses del resto de los individuos partícipes en la coalición suponen únicamente limitaciones y restricciones al comportamiento de la gerencia (Azofra 1987).

Esta breve descripción del modelo de comportamiento que persiguen los individuos en una organización, así como el contexto de asimetrías de información y de la imposibilidad de observar sin costes, proporcionan argumentos racionales para justificar la hipótesis de una actuación de la dirección caracterizada por la existencia de elevados márgenes de discrecionalidad. Por razón de sus responsabilidades, la dirección posee información de la que carecen los inversores, además tales informaciones son costosas de revelar, ya sea debido a la racionalidad limitada, a lo costoso de su transmisión o a los denominados *proprietary costs*, es decir, a que los competidores pudieran aprovecharse de la misma en perjuicio de la empresa. Por todo ello, la información resulta imperfecta y costosa, concediendo a la dirección la discrecionalidad suficiente para perseguir sus propios objetivos en lugar de maximizar el valor de la empresa para sus propietarios. La empresa constituye un instrumento al servicio de la dirección, quien como todo individuo perseguirá la maximización de su función de utilidad. Entre los componentes básicos de la función de preferencias de la dirección, se encuentran entre otros, remuneración, seguridad, poder, prestigio, estatus social, servicio a la comunidad, competencia profesional, satisfacción por el trabajo realizado, etc....

Dentro de las relaciones contractuales que conforman la empresa, han recibido especial atención las relaciones entre la dirección y los aportantes de recursos financieros: accionistas y obligacionistas o prestamistas. El análisis de estas relaciones contractuales bajo el enfoque de la teoría financiera de la agencia ha contribuido a una mejor comprensión tanto de las decisiones financieras como del papel que las mismas desempeñan en el ejercicio de la discrecionalidad directiva.

En el apartado siguiente veremos como la dirección puede modificar su sistema de incentivos a través de la política financiera ya que, de una manera u otra, su interés depende del valor de la empresa en el mercado, y son los accionistas los que determinan dicho valor una vez conocidos los incentivos de la dirección. Además, la posibilidad de disciplinar el comportamiento de la dirección a través de la actuación de los mecanismos de control, tanto internos como externos, hace que la dirección tenga interés por revelar sus incentivos.

4. LA TEORÍA FINANCIERA DE LA AGENCIA

Una parte importante de la investigación en finanzas se ha centrado en el análisis de la interrelación entre decisiones de inversión, decisiones de financiación, y su consecuente efecto en el valor de la empresa. El trabajo de Modigliani y Miller (1958), inspirado en la

separación fisheriana de consumo e inversión, nos demostró como los flujos de tesorería derivados de un proyecto son ajenos a las fuentes de financiación del mismo. Desde un punto de vista metodológico, las proposiciones de Modigliani y Miller marcan el inicio de una nueva etapa en la evolución de la teoría financiera, una etapa caracterizada por la aplicación de los principios y métodos analíticos de la microeconomía a la resolución de los problemas de finanzas y la consideración de la naturaleza del equilibrio en los mercados de capitales (Azofra y Fernández, 1999).

Tras este trabajo seminal de Modigliani y Miller, la investigación siguió su cauce relajando los supuestos de partida subyacentes en sus proposiciones. El análisis de los impuestos y de los costes de quiebra constituyen un primer paso. Estos trabajos buscaban un equilibrio o *trade-off* entre los beneficios y los costes del endeudamiento, lo que determinará la estructura óptima de capital y consecuentemente el valor de la empresa.

Una nueva apertura, en este caso hacia la economía de la información, supondrá el reconocimiento merecido a la información y la importancia que la misma tiene en los procesos de asignación de recursos. Así, cuando se relaja la hipótesis de una estructura de información conocida, implícita en el teorema MM, la información adquiere especial relevancia en los procesos de asignación de recursos hasta el punto de que todo mecanismo de asignación puede concebirse como una estructura de intercambio de información entre agentes económicos individuales, de manera que una asignación eficiente requiere que la información disponible se transmita sin costes y por igual entre los agentes (Azofra y de Fernández, 1999). Este reconocimiento explícito de la importancia de la información y de los problemas ocasionados por su distribución asimétrica entre las partes, hace que la estructura de derechos afecte a los incentivos de la dirección, influyendo en los flujos de renta, lo que se traduce en una interdependencia entre las decisiones de inversión y la financiación, tornándose relevante la estructura de capital. La consideración explícita de la información puede llegar formalizado matemáticamente con intención de dar prescripciones sobre las relaciones contractuales de la empresa -como por ejemplo el diseño óptimo de contratos- como plantea la teoría económica de la agencia o a través de un enfoque más positivo como el planteado por Jensen y Meckling (1976)⁶.

⁶ Entre ambas corrientes, teoría financiera de la agencia y teoría económica de la agencia, pueden encontrarse importantes diferencias en cuanto al planteamiento y enfoque de los problemas de agencia, entre los que Azofra y de Miguel (1991) señalan: el establecimiento de relaciones contractuales entre varios agentes y principales en lugar de un único agente y un único principal, la determinación del esquema de incentivos por la dirección (agente) a través de la política financiera por contraposición a un diseño óptimo de incentivos por parte del principal para el agente, o la no consideración explícita de los problemas derivados de la asignación del riesgo parte de la teoría positiva de la agencia, mientras que la teoría económica considera que la asignación del riesgo no es neutral con respecto al comportamiento de los agentes económicos y que la optimización del proceso contractual requiere resolver simultáneamente la asignación y el sistema de incentivos.

La evolución a lo largo del tiempo de la teoría sobre dividendos puede establecerse de forma paralela y con gran similitud a la teoría de la estructura de capital. Modigliani y Miller (1961) demostraron formalmente la irrelevancia de la decisión de dividendos bajo la hipótesis de mercados perfectos de capitales, utilizando como argumento que la distribución de dividendos lleva asociada una disminución en el precio de las acciones por igual importe. Tras este trabajo, se sucedieron otros que analizaban distintas imperfecciones del mercado, principalmente el efecto de los impuestos y los correspondientes efectos clientela. De la mano de la economía de la información, se introdujo una nueva imperfección proporcionando un ángulo de visión nuevo respecto a la política de dividendos. Las asimetrías de información entre accionistas y directivos dota de capacidad informativa a los dividendos así como la calidad de moderador en los conflictos de agencia, tornándose relevante las decisiones de dividendos en el valor de mercado de la empresa.

Las repuestas a preguntas como por qué la empresa emite deuda o reparte dividendos, giran en torno a conceptos como incertidumbre, información asimétrica, derechos de propiedad, imposibilidad de controlar sin costes, incentivos y señalización. Argumentos que nos muestran como la moderna teoría financiera ha cambiado de rumbo guiada por los nuevos vientos de la economía de la información, dejando de ser una parte de los mercados financieros para irse convirtiendo en una teoría más explicativa de los fenómenos que acontecen en la empresa. Bajo esta teoría, el mercado financiero será considerado como el lugar en que se negociarán los contratos financieros entre los individuos y la empresa a través de la dirección.

El avance que la investigación en finanzas ha experimentado, ha tomado una perspectiva de complementariedad, desde aportaciones de la teoría microeconómica y de los mercados financieros hacia otras consideraciones que pasan por la especificación de los derechos individuales de los distintos inversores, por la determinación de la forma que se distribuyen los costes de negociación y por la resolución de conflictos entre los partícipes en las decisiones financieras (Fernández y otros, 1994).

Las diferencias de información y los objetivos en conflicto permiten que la política de financiación modifique las expectativas de renta de los inversores y las posibilidades de control, afectando por lo tanto a la valoración de la empresa. La teoría de la agencia y la teoría de las señales alumbran nuevas dimensiones del problema de la estructura de capital (Azofra y Fernández, 1999).

También pueden encontrarse ciertos paralelismos, así el “esfuerzo” del agente en la teoría económica se corresponde con el consumo de beneficios no pecuniarios o “extras” por parte de la agencia propietaria o una política subóptima de inversión reduzca el valor de la empresa en el mercado.

Los cuatros bloques que fundamentan la teoría positiva de la agencia son (Charreaux, 2000)⁷: un modelo del comportamiento humano, los costes asociados a la transferencia de conocimiento, los costes de agencia y las reglas organizativas del juego. Utilizando estos ingredientes, los trabajos basados en esta teoría analizarán el comportamiento de los distintos agentes que se verá plasmado en las distintas políticas tomadas en la empresa, y por ende en los rendimientos alcanzados por la organización.

Los problemas de agencia en que se ha centrado la literatura financiera tienen su origen en tres fuentes principales (Azofra y de Miguel, 1991):

1. Conflicto de intereses entre accionistas internos y externos a la dirección de la empresa
2. Inclusión de cláusulas de responsabilidad limitada en los contratos financieros.
3. Asimetrías en la información.

Seguiremos este esquema para mostrar el análisis de las decisiones financieras bajo la óptica de la teoría financiera de la agencia.

4.1. CONFLICTO DE INTERESES ENTRE ACCIONISTAS INTERNOS Y EXTERNOS A LA DIRECCIÓN DE LA EMPRESA

Es comúnmente aceptado en el ámbito de la moderna teoría financiera establecer como objetivo la maximización de la riqueza de los accionistas. Una importante cuestión que podemos plantearnos es cómo ese objetivo puede verse modificado cuando en la dirección confluye la doble circunstancia de ser aportante de capital y de gestionar o controlar unos recursos económicos susceptibles de ser aplicados a diversas finalidades, o llevado a un extremo, cuando la dirección no posee parte alguna del capital. Las indudables ventajas que proporciona la especialización de funciones derivada de la separación entre aportantes de capital -y por lo tanto tomadores de riesgo- y gestores de recursos económicos se ven minoradas por los intereses en conflicto de las distintas partes, conflictos que inevitablemente se traducirán en costes de agencia debido a que las fricciones existentes en los mercados impiden un control eficiente de los mismos.

La separación entre propiedad y control en las empresas y la divergencia de intereses entre aportantes de fondos y los agentes con poder de decisión constituyen una fuente de problemas de agencia, debido a que la dispersión de la propiedad y la asimetría de información dificultan el control de las decisiones directivas y favorecen la discrecionalidad

⁷ Esta clasificación es tomada por este autor de Jensen (1998).

de los gerentes para conseguir objetivos diferentes de la maximización del valor de la empresa (Azofra y Fernández, 1999).

La naturaleza del problema de agencia que planteamos en este apartado, recuerda al de la separación entre propiedad y control, que alumbró las teorías gerencialistas de la empresa, pero a diferencia de estas que atribuían un papel pasivo a la propiedad, la teoría financiera de la agencia supone que los accionistas externos a la dirección -y, en general, a los inversores- tienen incentivos para actuar y modificar el comportamiento de aquellos que ejercen el control (Edwards, 1988)⁸.

Este conflicto accionistas internos – externos ha sido tratado en la literatura a través de dos variables que definen la estructura de propiedad: participación del equipo directivo en el capital y la concentración accionarial. Las hipótesis respecto a la participación del equipo directivo en el capital proporcionan predicciones opuestas respecto al comportamiento de la dirección, así la hipótesis de convergencia mantiene que el incentivo de la dirección a comportarse de forma oportunista será menor cuanto mayor sea la participación de éste en la propiedad de la empresa debido a la convergencia de intereses entre los dos grupos, mientras que la hipótesis de atrincheramiento prevé un mayor conflicto de intereses ante un aumento de la participación de la dirección basándose en que los gerentes que mantienen un porcentaje reducido de propiedad trabajarán de acuerdo con la maximización del beneficio debido a las fuerzas disciplinadoras que reducen la rentabilidad privada de los gerentes, mientras que si los gerentes poseen un porcentaje importante, también poseen un poder de voto que garantizará su trabajo, pudiendo oponerse a un comportamiento maximizador del valor, primando sus intereses como gerentes. La concentración accionarial complementa el análisis anterior, por su implicación en el problema de falta de incentivos para la supervisión o problema del polizón (*free – rider*).

Un breve resumen de las ventajas e inconvenientes de la separación entre propiedad y control, los mecanismos de resolución de los potenciales conflictos de intereses derivados de la misma, así como de las estructuras organizativas planteado por Fama y Jensen (1983a y 1983b) completa el análisis que sobre la relación contractual accionistas internos y externos exponemos en este epígrafe.

4.1.1. Ventajas e inconvenientes de la separación propiedad y control

El trabajo pionero de Berle y Means (1932) plantea el conflicto de intereses que puede originar la separación entre propiedad y control, si bien el paso del tiempo nos ha demostrado que estas organizaciones son capaces de mantenerse, deduciéndose de tal

⁸ En Azofra y de Miguel (1991).

supervivencia la existencia de *pos* además de *contras* de tal separación. Fama y Jensen (1983a) nos muestran algunas de las ventajas asociadas a la posesión de títulos con derechos residuales, presentes en este tipo de organizaciones:

1. Adecuada distribución del riesgo entre un gran número de inversores y especialización en la adopción del riesgo por parte de los mismos. Estos inversores tratarán de diversificar la inversión depositando recursos en un elevado número de empresas, a la vez que se especializan en la función de aportación de capital-riesgo y eluden su responsabilidad de vigilar el comportamiento de la dirección.
2. Compra de activos específicos. Estos activos específicos poseen un valor inferior para el resto de las organizaciones. La adquisición de los mismos plantea menos problemas que su arrendamiento siendo posible la misma a través de los recursos aportados por los accionistas.
3. Especialización de la función directiva. El desempeño de la misma lleva parejo la realización de actividades a menudo complejas. La posesión de estas habilidades para desempeñar eficientemente este tipo de tareas no tiene por qué venir asociado a la condición de propietario.
4. Los inversores adoptarán la regla de maximización del valor de mercado en sus decisiones de inversión.

La separación entre propiedad y control además de las ventajas que acabamos de apuntar reporta una serie de inconvenientes originados por el conflicto de intereses accionistas internos-accionistas externos. Jensen y Meckling (1976) plantean el conflicto de intereses entre accionistas externos e internos a la dirección y los consecuentes costes de agencia, analizando el cambio en los incentivos al consumo de *perquisites* que puede tener la dirección cuando pasa de poseer el 100% de la propiedad a poseer solamente un porcentaje de la misma. El conflicto accionista interno – externo es debido a que la posesión por parte de la dirección de una fracción del capital crea incentivos para un consumo de beneficios no pecuniarios más allá de lo que podría ser considerado óptimo para un desarrollo eficiente de la actividad económica empresarial. Mientras que la dirección percibe íntegramente los beneficios de este consumo “extra”, los costes en forma de reducción en el valor de mercado de la empresa, son compartidos con el resto de los accionistas. Sin embargo, si el mercado de capitales se basa en expectativas racionales, los accionistas se protegerán comprando a un precio que incorpore el cambio en el comportamiento de la dirección. Debido a esta protección a través del precio, los accionistas internos soportan la totalidad del coste del cambio en el comportamiento. A través de los contratos e incurriendo en unos costes de control del cumplimiento del contrato, la dirección puede convencer al mercado de capitales

que actuará conforme al mismo. Así pues, es el agente no el principal, quien tiene incentivos en que se lleve a cabo el control.

Un problema similar de riesgo moral existiría si el empresario hubiese decidido recurrir al endeudamiento en lugar de emitir acciones para financiar el proyecto de inversión. En este caso, los incentivos asociados a la financiación de deuda, los costes de supervisión que tales incentivos generan y los costes de quiebra, encarecerían el recurso al endeudamiento, por lo que ante un contexto de recursos financieros limitados, el modelo de (Jensen y Meckling, 1976)⁹ plantea un *trade off* entre los costes asociados a la emisión de capital propio y la emisión de deuda. La estructura de capital óptima será la que minimice los costes de agencia.

El comportamiento oportunista, derivado de la separación entre propiedad y control, tiene diversas manifestaciones afectando a las distintas áreas en que la dirección posee discrecionalidad: consumo de beneficios extras, menor esfuerzo en actividades creativas, remuneración por encima de la adecuada, competencia con la propia empresa, retención de dividendos, políticas de diversificación que no favorezcan a los accionistas, políticas contables tendentes a maximizar la remuneración o la evaluación de la actuación del directivo, etc....

4.1.2. Mecanismos de resolución del conflicto accionista interno-accionista externo

En ese entramado contractual que constituye la empresa, la dirección ocupa una posición privilegiada, no sólo por ser el centro y denominador común de las relaciones contractuales con los distintos *stakeholders* sino también por las ventajas informativas que conlleva la especialización y desempeño de las labores de dirección.

Para realizar la tarea que a la dirección le ha sido encomendada, es necesario un cierto grado de autoridad y poder de control sobre la empresa que le ha sido cedido por los propietarios. Los miembros integrantes de la dirección, en su condición de agentes, intentan servirse de los instrumentos que los accionistas ponen a su alcance para perseguir determinados intereses personales, de cuya satisfacción, pueden resultar claramente perjudicada la riqueza final del propietario (Rodríguez, 1997). La solución a este conflicto se encuentra en vincular de alguna forma los intereses contrapuestos de ambas partes, con el objeto de que la dirección actúe de forma óptima al servicio de los accionistas a la vez que satisface sus intereses.

⁹ Grossman y Hart (1982) lo hicieron extensible a las grandes empresas en las que no hay un único manager-propietario.

Este conflicto se ve especialmente agravado en empresas con propiedad difusa, ya que como apuntan Bergström y Rydqvist (1990) en estas empresas los accionistas suelen ser ajenos al control de la misma. Si el mercado de control societario no ejerciese la disciplina necesaria sobre la dirección, debiera ser el accionariado quien emprendiera acciones tendientes a limitar estas actuaciones discrecionales, sin embargo éstos accionistas además de carecer de incentivos, tampoco facilitarán el proceso de toma de control ya que pretenderán percibir el rendimiento de la futura mejora a través de un mayor precio de venta de sus títulos. Varios autores plantean diversas soluciones o enfatizan determinadas consideraciones en este potencial conflicto:

- Grossman y Hart (1982) plantean tres posibles soluciones a este conflicto:
 - estableciendo un esquema adecuado de incentivos salariales basado en acuerdos de participación del equipo directivo en el resultado empresarial
 - facilitar los procesos de toma de control por parte de los inversores externos con objeto de relevar a los equipos directivos cuya actuación conduzca a la obtención de un bajo rendimiento, o
 - recurrir al endeudamiento empresarial como mecanismo de control del problema de incentivos planteado entre accionistas y dirección. El endeudamiento no sólo permite el crecimiento de la empresa sin que se diluyan los incentivos de la dirección sino que obliga también a ésta a actuar en el interés de los accionistas.
- Sheleifer y Vishny (1986) analizan el papel que desempeñan los accionistas que poseen una fracción significativa del capital propio de la empresa en el proceso de toma de control. Estos autores tratan un aspecto parcial del problema de los *free riders* o pequeños inversores que intentan aprovecharse del esfuerzo de los demás.
- Para Jensen y Meckling (1976) el potencial conflicto de intereses accionista interno – externo se verá paliado a medida que aumenta el porcentaje de la propiedad, ya que se producirá una alineación de intereses de ambos grupos. Frente a esta hipótesis de convergencia se encuentra la hipótesis de atrincheramiento en la que el aumento de la participación puede dar lugar a que los objetivos de ambos grupos sean más antagónicos.
- Leland y Pyle (1977) tratan el problema de selección adversa con que se encuentran los potenciales aportantes de recursos financieros ante una demanda

de los mismos por parte de la dirección para poder llevar a cabo proyectos de inversión. Para estos autores el deseo de invertir en la propia empresa por parte del equipo directivo o de aquellos accionistas cercanos a la dirección, constituye un buen indicador de la calidad de la misma para sus potenciales inversores.

- Bergsröm y Rydqvist (1990), al igual que Jensen y Meckling (1976) y Leland y Pyle (1977), analizarán el papel de la participación del equipo directivo. Cuando son los directivos quienes controlan los recursos libres de tesorería, se encontrarán incentivados a utilizarlos de la forma que mejor contribuya a la consecución de sus intereses, corriendo el riesgo de que se produzca un uso improductivo o inadecuado de los mismos. Para solucionar este problema, la dirección ha de estar incentivada para distribuir estos recursos en lugar de aplicarlos a proyectos con valor actual neto negativo. Este objetivo puede conseguirse a través de una política de endeudamiento, una distribución de dividendos o con un mayor control de la actuación de la dirección ejercido a través de una concentración de la propiedad, actuando como mecanismo de vigilancia del mal uso que podría hacerse de los recursos. En este sentido, la participación de la dirección en la propiedad de la empresa pone freno en esas política subóptimas de inversión.

Dada la importancia de los costes de quiebra, el endeudamiento es considerado como un elemento disciplinador del comportamiento directivo. Un mayor desvío de recursos hacia la consecución de mayores dosis de bienestar personal del directivo, conlleva una mayor probabilidad de quiebra, que adquiere más importancia cuanto mayor sea el nivel de endeudamiento, haciendo que la dirección reconsidere su comportamiento. La emisión de deuda limita el comportamiento discrecional de la dirección alineando los incentivos con los de los accionistas, contribuyendo a la resolución del problema de agencia planteado entre accionistas internos y externos a la dirección.

Otra forma de ver como el endeudamiento contribuye a resolver el conflicto accionistas internos – accionistas externos nos la proporciona Jensen (1986) a través de la teoría del *free cash flow*. Se entiende por *free cash flow* o “ recursos libres de tesorería “ la cantidad de recursos que quedan libremente a disposición de la dirección de la empresa después de financiar todas aquellas oportunidades de inversión con valor actual neto positivo al alcance de la misma. Ante este planteamiento, la divergencia entre accionistas y dirección es motivado por la distribución o no de los recursos libres de tesorería. La dirección tendrá incentivos para retener el *free cash flow* con la finalidad de aumentar su propia utilidad personal (Jensen, 1993). Dentro de los motivos que conducen a esta actuación se encuentran: reducir las necesidades de financiación para así aislar a la empresa del mecanismo de gobierno que supone la obtención de nuevos fondos en el mercado de

capitales, y el deseo de aumentar el tamaño de la empresa ya que el mismo está relacionado con la compensación de la dirección, las posibilidades de promoción, poder y prestigio, así como posibilidad de consumos no pecuniarios. Esta retención de los recursos libres de tesorería impide que los accionistas redireccionen los capitales hacia usos más productivos. Para resolver este problema la dirección se ha de comprometer a distribuir estos recursos ociosos. Jensen (1986) indica dos posibles soluciones: incremento en la tasa de dividendos o adquisición de acciones propias, o mediante la política de endeudamiento, ya que el reembolso de la deuda obliga a la dirección a comprometerse de una forma efectiva en la distribución de recursos libres de tesorería.

Unido a la disminución en el *free cash flow* que se consigue con la distribución de dividendos, se encuentra la necesidad de recurrir al mercado de capitales como forma de suplantar los recursos que se distribuyan regularmente vía dividendos, viéndose la dirección disciplinada por estos mercados ya sea por emisión de nuevas acciones o por recurrir al endeudamiento. La demanda de nueva financiación a la par que la distribución de dividendos, puede servir como garantía de que el reparto de capitales no se debe a la desaparición de oportunidades de inversión.

Los directivos interesados en soslayar mecanismos de supervisión como las tomas de control, tratarán de revelar su predisposición a maximizar la riqueza de los accionistas a través del reparto de dividendos, pues con esta decisión mantienen la presencia de la empresa en los mercados de capitales y, reducen los fondos que se pueden emplear discrecionalmente (Azofra y Fernández, 1999).

La magnitud de los costes de agencia asociados al problema accionistas internos-accionistas externos variará en las distintas empresas, dependiendo de las preferencias de la dirección, la facilidad con que puedan ser ejercidas las mismas en contraposición con las decisiones maximizadoras de valor, y los costes de las actividades de control y de garantía. Se espera una mayor utilización de mecanismos disciplinadores de la actuación directiva, como el endeudamiento y la distribución de dividendos, en aquellas empresa en que los conflictos de agencia accionista interno-externo se vean más acentuados, como pueden ser aquellas empresas cuyo accionariado se encuentra disperso, empresas donde la dirección no posea una participación significativa en la sociedad etc..

La deuda y la política de dividendos se erigen así como mecanismos para disciplinar el comportamiento discrecional de los directivos ya que la reducción de los recursos libres de tesorería desincentivará políticas de inversión subóptimas y restringirá el consumo de *perquisites*.

Junto al endeudamiento y la distribución de dividendos, otros mecanismos de gobierno, tanto internos como externos, se encargarán de velar por el cumplimiento de los

contratos e impedir en la medida de lo posible comportamientos oportunistas por parte de la dirección.

4.1.3. Estructuras organizativas derivadas de la separación propiedad y control

Fama y Jensen (1983a y 1983b) realizan un análisis de las estructuras organizativas derivadas de la separación de las funciones de gestión y de aportación de capital-riesgo. La realidad económica nos muestra que existe una amplia gama de estructuras organizativas que van desde estructuras en las que ambas funciones coinciden hasta aquellas en que existe una total separación. Estos autores centran su análisis en los siguientes aspectos:

- costes de agencia derivados de la elaboración y ejecución de los contratos, incluyendo los costes de formalización, vigilancia y garantía, así como la pérdida residual.
- los derechos residuales que poseen los propietarios de la entidad, que son quienes asumen el riesgo, y la confluencia en ocasiones de esa faceta con la de gestión de recursos.

La estructura contractual de las diferentes organizaciones tiene como objetivo primordial regular el riesgo asumido por los distintos partícipes de la empresa en general, y por los encargados de su dirección en particular. Los distintos aportantes de recursos, ya sean financieros o de otro tipo como por ejemplo mano de obra, pueden obtener una compensación fija o guardar relación con el rendimiento empresarial. Los propietarios de la empresa recibirán el cash flow neto, es decir, tras haber remunerado todos los pagos fijos, adquiriendo por lo tanto, el carácter de residual. Estos derechos residuales, pueden tener además el carácter de “no restringidos”, como es el caso de las organizaciones en que sus poseedores no desempeñan ningún tipo de función, permitiendo una distribución del riesgo, o de carácter “restringido”, como ocurre en las organizaciones en que coincide propiedad y gestión. Las organizaciones, llamémoslas abiertas o cerradas atendiendo a la consideración de derechos residuales no restringidos o restringidos como proponen estos autores, pueden encontrarse con problemas de agencia en distintos grados, originados por la separación entre propiedad y control, así como con la distinta posibilidad de diversificación del riesgo.

En organizaciones cerradas, los problemas de agencia que pudieran ocasionar la separación entre propiedad y control evidentemente no existen, si bien por otro lado los derechos de carácter restringido hacen coincidir la habilidad y capacidad de gestión con la cualidad de inversor que será quien asuma el riesgo, viéndose en la necesidad de renunciar a la diversificación del mismo. La escasez de recursos financieros que el reducido número de

partícipes puede aportar, así como la imposibilidad de comprometerse en la compra de activos específicos, constituyen dos inconvenientes adicionales asociados a los derechos de carácter restringido (Fama y Jensen, 1983 a). En organizaciones abiertas, los costes de los mecanismos habilitados para solventar los problemas de agencia que originan la separación entre propiedad y control es parte del precio pagado por los beneficios de la existencia de derechos residuales no restringidos. Estos autores determinan la viabilidad de una organización cuando los costes y beneficios reportados por sus derechos residuales, junto con el control efectivo sobre los problemas de agencia y la tecnología disponible de producción permiten ofertar en el mercado su producción a un precio más competitivo que el resto de las organizaciones.

Otra importante aportación de estos autores al análisis de la separación de las funciones de dirección y aportación de capital, es la preocupación por el proceso de decisión, debido a la importancia que el mismo tiene en el control de los problemas de agencia. Este proceso puede dividirse en 4 etapas:

1. Iniciación, considerada como generación de propuestas para la asignación concreta de recursos y para el establecimiento de las correspondientes relaciones contractuales.
2. Ratificación o elección de la alternativa más adecuada.
3. Ejecución de la alternativa adecuada
4. Control de la eficiencia desplegada por los agentes en los procesos decisionales, y establecimiento de un sistema adecuado de recompensas y penalizaciones.

La primera y tercera etapa constituyen el proceso de decisión propiamente dicho, mientras que la segunda y tercera forman el proceso de control. En organizaciones complejas y donde no coincide la titularidad de los derechos residuales con el desarrollo de las labores de dirección, existen conocimientos específicos de gestión difícilmente transmisibles y ampliamente extendidos entre los distintos niveles jerárquicos de la organización. La complejidad de estas organizaciones hace posible y deseable la delegación de las etapas del proceso de decisión, en aquellos agentes con un nivel adecuado de conocimiento. Los problemas de agencia que lleva parejo toda delegación se verán minoradas si la ratificación y control del proceso, es decir, las etapas que constituyen el proceso propio de control, recaen en personas distintas y que en principio debieran de ser los accionistas, si bien resulta imposible dado el alto número de los mismos, lo costoso que resultaría, la falta de capacidad, así como de incentivos para el desempeño del mismo.

4.2. INCLUSIÓN DE CLAUSULAS DE RESPONSABILIDAD LIMITADA EN LOS CONTRATOS FINANCIEROS

La existencia de cláusulas de responsabilidad limitada en determinados contratos financieros constituye una fuente de problemas de agencia en la empresa (Azofra y de Miguel, 1991). Nos estamos refiriendo a la responsabilidad limitada de las aportaciones de capital por parte de los accionistas. Mientras la posibilidad de obtener pérdidas es limitada, la de obtener beneficios es ilimitada ya que el accionista dispone de la renta residual. De acuerdo con Rodríguez (1997) los accionistas y acreedores coinciden en la condición de ser suministradores de capital pero difieren en el vínculo contractual con el que ambos se relacionan con la entidad legal empresarial, de forma que mientras el accionista disfruta de las ventajas de la mencionada cláusula de responsabilidad limitada, el acreedor no; de esta circunstancia se derivan los conflictos de intereses más importante entre ambos grupos. La aportación del acreedor tiene como característica principal la de sufrir el mismo tipo de limitaciones en la posibilidad de obtener pérdida como en la de obtener beneficios -que en el caso de la deuda es el tipo de interés-. También es necesario advertir que los acreedores disfrutan de una ventaja con respecto a los accionistas consistente en un orden preferencial a la hora de recuperar la cantidad invertida.

La percepción por parte de los acreedores de un importe fijo por contraposición a los accionistas, quienes obtendrán una remuneración residual y potencialmente ilimitada, conforma un contexto idóneo para que algunas políticas empresariales que caen dentro del ámbito de la discrecionalidad directiva, favorezcan los intereses del accionariado y perjudiquen los de los acreedores. Determinadas estrategias de inversión y políticas financieras influyen de distinto modo en los intereses de accionistas o acreedores, poniendo en entredicho la remuneración que recibirán los acreedores, por lo que como apuntan Jensen y Meckling (1976), desde el momento en que el acreedor toma contacto con la empresa inicia su lucha particular contra el riesgo de insolvencia.

Los comportamientos discrecionales de la dirección, incentivados por la relación de agencia accionista-acreedor pueden ponerse de manifiesto en las distintas áreas dentro de su ámbito de gestión, tales como política financiera o contable. Dentro de las decisiones de inversión existirán:

- incentivos por parte de los accionistas para embarcarse en proyectos de inversión excesivamente arriesgados y que suponen transferencias de riqueza de obligacionistas a accionistas
- incentivos de los accionistas para renunciar a proyectos de inversión rentables, con valor actual neto positivo. Este incentivo es consecuencia directa del orden

de preferencia que los obligacionistas tienen a la hora de recibir las cantidades adeudadas sobre los accionistas, lo que origina que se renuncie a ciertas inversiones que aportan un beneficio suficiente para cubrir todo o parte de la deuda pero no reportan ninguna rentabilidad.

Por lo que a las decisiones de financiación se refiere:

- Variación de la política de dividendos. Los títulos de renta fija que la empresa emite son valorados asumiendo que la empresa mantendrá una determinada política de dividendos, el valor de estos títulos se verá alterado si con posterioridad se modifica la tasa de reparto de dividendos. Además de otras posibles implicaciones, la variación de la política de dividendos -en sentido positivo- implica una salida inesperada de fondos que reduce la cobertura de la deuda, y por lo tanto su valor (Arruñada, 1990).
- Nuevas emisiones de deuda. A igual que en el caso anterior la valoración de la deuda antigua se resiente cuando se emite deuda adicional de forma inesperada y de similar o superior prioridad.

En cuanto a decisiones de política contable:

- la inclusión de cláusulas restrictivas de comportamiento oportunista por parte de la dirección en estos contratos de endeudamiento, cláusulas que habitualmente descansan en cifras contables, crean incentivos para un nuevo comportamiento oportunista, en este caso en política contable tendente a adoptar aquella política que evite el incumplimiento de las restricciones.

Otro factor importante en este análisis es la naturaleza de los activos, ya que en último término constituyen una garantía para el prestamista. Arruñada (1990) distingue los activos tangibles, que no dependen de la decisión discrecional del equipo directivo, de los activos intangibles como pueden ser las patentes, concesiones o gastos en investigación y desarrollo, y que representan oportunidades u opciones de crecimiento cuya culminación final depende ampliamente de la discrecionalidad directiva. Este último tipo de activos suponen una garantía de mala calidad puesto que en situaciones próximas a la insolvencia el accionista prefiere no ejercer esas opciones al ser el acreedor el principal beneficiario de los resultados que éstas deparen. Ante cambios inesperados de activos por otros de peor calidad (en cuanto a generación de resultados y valor intrínseco del mismo), o la persecución de políticas de inversión que incrementen el riesgo y consecuentemente la probabilidad de insolvencia, variando en este caso el riesgo pero no el coste de la deuda, los accionistas se verían favorecidos en detrimento de los acreedores.

Además de los efectos que la estructura de derechos crea sobre los incentivos de la dirección en materia de política financiera (inversión y financiación), el endeudamiento también ha de ser tenido en cuenta:

- por ser un medio que limita la discrecionalidad directiva, moderando así el conflicto de intereses accionista interno-externo comentado en el apartado anterior
- por tratarse de una señal creíble de la información privada de que dispone la dirección, aspecto que será tratado en el siguiente apartado.

4.3. ASIMETRÍAS EN LA INFORMACIÓN

En las anteriores relaciones de agencia comentadas se encontraba como base del problema de agencia las asimetrías de información existentes entre las partes. Sin embargo, cuando se hace alusión específica al problema de asimetría de información, se considera el conflicto originado por una situación previa de información asimétrica que surge cuando la dirección trata de conseguir financiación para un proyecto de inversión emitiendo acciones u obligaciones, siendo la verdadera naturaleza de la distribución de los rendimientos desconocida por el mercado de capitales (Barnea, Haugen y Senbet, 1985). Estas asimetrías de información afectan tanto a los accionistas -antiguos y nuevos- como a los acreedores -actuales y potenciales- encontrándose una vez más la dirección en ese punto clave de interconexión.

La dirección de la empresa se encuentra en un posición de ventaja respecto a la información sobre el valor futuro esperado y que desea transmitir en un intento de conseguir unas condiciones más favorables de financiación. Esta transmisión de información no puede llevarse a cabo sin ambigüedad debido a los problemas de riesgo moral y selección adversa. En la literatura han sido considerados varios mecanismos de transmisión de información sobre la corriente esperada de flujos monetarios de la empresa como puede ser el nivel de endeudamiento (Ross, 1977), la tasa de distribución de beneficios en forma de dividendos (Miller y Rock 1985) o la tasa de participación de la dirección en la propiedad de la empresa (Leland y Pyle, 1977).

La estructura de capital contribuye a paliar los problemas ocasionados por asimetrías de información a través de dos vías:

- Atenuación de las políticas de inversión subóptimas. En entornos caracterizados por asimetrías de información no pueden distinguirse empresas de buena calidad o con proyectos de inversión rentables de aquellas que se encuentren en la

posición contraria, siendo conjuntamente valoradas a un precio que refleje la calidad media de todas las empresas existentes en el sector. Ante esta situación las empresas que se encuentren infravaloradas -de alta calidad- resultarán perjudicadas renunciando a la emisión de acciones y a la realización de proyectos de inversión. Estas decisiones subóptimas de inversión de las empresas subvaloradas pueden resolverse en parte a través de la emisión de deuda (Myers y Majluf, 1984). De este análisis se deduce el orden de preferencia en que serán elegidas las fuentes de financiación ocupando el primer eslabón los fondos internos o las deudas sin riesgo para situar en último término a los títulos con mayor nivel de riesgo. Este orden preferencial ayuda a entender las disminuciones en la cotización de los títulos tras una emisión de acciones. Harris y Raviv (1990) demuestran como las empresas con una escasa porción de sus activos en forma de activos tangibles sufrirán una mayor asimetría informativa entre dirección y accionistas externos lo que conllevará a una mayor utilización de capital ajeno frente a capital propio.

- Estructura de capital como mecanismo de señalización. Ross (1977) rechazando la hipótesis de información completa postula que los cambios en la estructura de capital pueden alterar la percepción de los inversores acerca de los rendimientos a obtener por la empresa y, por consiguiente, también su valor de mercado. Para que un mecanismo de señalización funcione ha de tener un sistema de penalización lo suficientemente importante como para desanimar la emisión de una señal determinada cuando no se corresponde con la realidad. Aplicado a la estructura de capital, al sufrir las empresas de peor calidad unos costes de quiebra superiores, sus directivos tratarán de no imitar a las empresas de superior calidad mediante incrementos en su tasa de endeudamiento. En situación de equilibrio definida por Ross, el tipo real de empresa coincidirá con el tipo de empresa señalado por la dirección y percibido por los inversores. Leland y Pyle (1977) nos muestran otra forma de transmitir señales al mercado, en este caso es la voluntad de la dirección de participar en el proyecto de inversión, así una mayor participación de los accionistas-gerentes en los proyectos de inversión pueden ser considerada como señal de la calidad del proyecto y de la confianza depositada en el mismo.

Por contraposición al orden de preferencia expuesto por Myers y Majluf (1984), en la teoría de los costes de transacción utilizada por Williamson (1988) la forma de financiación por excelencia es la deuda y la financiación propia sólo es utilizada cuando los costes de financiar a través de la deuda son prohibitivos. Esta teoría considera a la deuda y a la financiación propia como estructuras de gobierno más que como instrumentos financieros. La utilización de uno u otro radica en los proyectos de investigación a financiar. Los

proyectos caracterizados por su baja especificidad deberían de ser financiados con deuda, a medida que la especificidad de los activos aumenta, el derecho preferente de los poseedores de deuda sobre las inversiones disminuye ya que es más difícil reemplazar los activo de usos alternativos sin perder valor y por tanto supondrán un mayor riesgo que se traducirá en un mayor coste de la deuda. Dado que para activos muy específicos el coste de la deuda se hace prohibitivo, estos proyectos han de ser financiados con capital.

La teoría de las señales defiende el efecto informativo de la decisión de dividendos en contextos de información asimétrica. El beneficio asociado al empleo del reparto de dividendos como señal es el aumento en el valor de la empresa, inducido por la subida en la cotización de las acciones tras el anuncio de mayores dividendos que los esperados por los accionistas. Este efecto no sólo es deseable para los accionistas sino también para la dirección ya que repercutirá positivamente en su prestigio profesional, auspicia una mayor remuneración y dificulta operaciones de toma de control (Azofra y Fernández, 1999). En un horizonte multiperiodo, la evaluación directiva dependerá de la confirmación de las señales emitidas, detrayendo la utilización de señales falsas por parte de la dirección.

Para que una determinada acción, en este caso la distribución de dividendos, pueda funcionar como una señal, es necesario que sea penalizada cuando no comunique una información cierta. Como apuntan estos autores, si los flujos de tesorería no fuesen suficientes para mantener el nivel de distribución esperado por el mercado, no tendría sentido emitir una “señal falsa” repartiendo un dividendo elevado, pues el coste que posteriormente se derivaría de su reducción no compensa los beneficios de la sobrevaloración de la empresa en un momento determinado, a la vez que impediría que los dividendos actuasen como señal en el futuro.

La información que posee la dirección difiere considerablemente de la información que poseen los inversores, además puede esperarse que la dirección transmita información en el modo que le sea más favorable desembocando en situaciones de selección adversa en las que los inversores valoren a la empresa suponiendo la situación más desfavorable. La emisión de información por parte de la dirección no resulta sencillo, no solo por la existencia de los *proprietary costs* sino también porque la misma puede no ser creíble por su posible manipulación. En este sentido las decisiones de emisión de deuda, de política de dividendos y de porcentaje de propiedad en manos de la dirección pueden erigirse como señales ante los inversores.

La consideración de la política financiera bajo la óptica de la teoría financiera de la empresa como un mecanismo que sirve tanto para conciliar los intereses de la dirección con los aportantes de fondos como para transmitir información al mercado acerca de las perspectivas de la empresa, ha contribuido notablemente a la colocación de piezas en los

“puzzles” de la estructura de capital y política de dividendos, si bien aún quedan varias cuestiones por resolver en los mismos (Fernández y otros, 1994).

En este apartado hemos presentado, desde la perspectiva de la teoría financiera de la agencia, un análisis de las relaciones contractuales con los aportantes de fondos. Las relaciones de agencia que encontramos en la empresa conforman un abanico mayor, por lo que a continuación introducimos un enfoque más amplio: el enfoque *stakeholders*..

5. LA TEORÍA DE LA AGENCIA AMPLIADA: EL ENFOQUE *STAKEHOLDERS*

El concepto de empresa introducido por Jensen y Meckling (1976) nos permite un análisis de las distintas relaciones contractuales que constituyen la empresa. No tiene ningún sentido hacer consideraciones respecto a los límites de la empresa, sino que lo único que verdaderamente existe es una multitud de contratos entre la ficción legal (empresa) y los propietarios de los distintos factores (capital, mano de obra, materiales, etc...) y los consumidores de *outputs*. Estos autores resaltan especialmente la generalidad del problema de agencia y matizan que centrarán su atención en una parte: el análisis de los costes de agencia generados por los acuerdos entre la dirección y los accionistas.

La teoría financiera de la agencia se ha centrado principalmente en las decisiones de financiación como determinantes de la estructura de capital de la empresa. Esta nueva forma de enfocar las finanzas nos ha proporcionado explicaciones de las estructuras de financiación considerando de primordial importancia los costes contractuales, además de mostrarnos como la deuda y la política de dividendos ayudan a mitigar el conflicto de intereses entre dirección y accionistas y entre éstos y los obligacionistas. Las decisiones de financiación han sido analizadas tomando como base las relaciones contractuales con los aportantes de recursos financieros, si bien en un sentido amplio las decisiones de financiación incumben también a los derechos de otros agentes, como trabajadores, clientes, proveedores, etc...

Existe una similitud entre gran parte de las relaciones contractuales con proveedores de bienes y servicios y los contratos de deuda, ya que todos poseen la característica común de ser contratos de renta fija, cuya contraprestación por parte de la empresa es, al menos a corto plazo, un pago fijo. Frente a estas relaciones contractuales se encuentran la relación con los accionistas, quienes poseen un derecho residual sobre los flujos netos de tesorería, soportando por lo tanto un mayor nivel de riesgo (Fernández y otros, 1994). Fama (1990) propone denominar “estructura financiera” a las estructuras contractuales -consideradas desde un punto de vista de pagos fijos pagos variables- por contraposición a las estructuras de capital habitualmente analizadas.

La consideración de otros aportantes de recursos en el análisis de la utilización del endeudamiento por razones estratégicas constituye un ejemplo de este enfoque más globalizador. Los inversores en deuda debieran tener en cuenta la posición de la empresa en los mercados de factores y productos y a su vez los clientes y trabajadores deberían prestar atención al grado de apalancamiento de la empresa con la que contratan.

Siguiendo a Arruñada (1990), la génesis empresarial puede ser entendida como un proceso de especialización de funciones, que lleva parejo el nacimiento de relaciones contractuales especiales, cuya razón de ser es limitar los conflictos de intereses inherentes a la especialización. Este autor proporciona una relación de las mismas:

- relación laboral existente entre empleador y empleado, y entre los propios trabajadores
- las relaciones de endeudamiento entre la empresa deudora y sus acreedores y entre la empresa acreedora y sus deudores, en ocasiones de origen comercial, lo que conecta ambas relaciones
- la relación directiva, entre los accionistas de sociedades anónimas en que existe separación entre propiedad y control, y sus principales ejecutivos
- la relación empresarial analizará la relación entre la empresa y los sujetos económicos que asumen el riesgo residual
- relaciones puramente comerciales entre la empresa y sus proveedores y clientes
- la relación política entre la empresa y el estado.

El término *stakeholders* hace referencia a todos los titulares de un derecho explícito o implícito sobre los recursos de la empresa. Para Mach y Simon (1958)¹⁰ a cada uno de estos grupos se les puede considerar aportantes de recursos críticos que esperan como compensación que sus intereses sean satisfechos. Así, los accionistas proporcionan a la empresa recursos financieros esperando a cambio maximizar el rendimiento ajustado al riesgo de su inversión; los acreedores también proporcionan financiación esperando a cambio que se les devuelva el préstamo junto con los intereses; la dirección y empleados dedican a la empresa mano de obra más o menos específica esperando a cambio un salario justo y unas condiciones de trabajo aceptables; los clientes proporcionan a la empresa posibilidad de obtener ingresos esperando que lo adquirido se corresponda con lo pactado y pagado; los proveedores suministran *inputs* y esperan a cambio precios justos y establecer cierta dependencia, etc...

¹⁰ En Hill y Jones (1992)

Los *stakeholders* se diferencian por el tamaño de su *stake* en la empresa (lo que cada uno compromete), lo que se encuentra en relación directa con la especificidad de los activos en que descansa la relación (Williamson, 1984)¹¹.

La dirección tiene un papel singular en este entramado, ya que es el único grupo de *stakeholders* que se relaciona con todos los demás, es decir, es el centro de todos los contratos (Hill y Jones 1992). El control de la información por parte de la dirección complica los problemas de agencia inherentes a estas relaciones contractuales, siendo las asimetrías de información muy pronunciadas en determinadas relaciones.

Cada uno de los partícipes tendrá su correspondiente función de utilidad que intentará maximizar. Estos intereses si son satisfechos reducirán la cantidad de recursos que la dirección puede dirigir hacia la consecución de los suyos propios. La diferencia entre la utilidad que los *stakeholders* pudieran alcanzar si la dirección actuara en interés de los mismos y la que alcanzan ante una actuación de la dirección en su propio interés, es lo que se denomina “pérdida de utilidad”. En ausencia de estructuras que permitan alinear los intereses de la dirección con los de los *stakeholders*, esta pérdida puede ser substancial. Esta pérdida de utilidad o costes contractuales vienen dados por la reducción en la utilidad que los *stakeholders* soportan por conducir recursos hacia mecanismos de incentivación, control y cumplimiento, en lugar de una utilización de estos recursos directamente para satisfacer su función de utilidad, más una pérdida residual (Hill y Jones 1992).

Para reducir estas pérdidas de utilidad se han desarrollado una serie de estructuras institucionales que servirán a la función de control y cumplimiento de los contratos. Estas estructuras institucionales intentarán economizar en los costes de obtención de información, ya que los mismos, en ocasiones, representan un obstáculo para el control que pudieran ejercer los *stakeholders*. La respuesta institucional al problema de alcanzar una acción colectiva entre los *stakeholders* que se encuentran difusos, ha sido el desarrollo de un número de estructuras que intentan esa función de coordinación. Algunas de estas estructuras se encuentran recogidas en la legislación (como es el requerimiento de que las compañías publiquen las cuentas anuales), otras instituciones han surgido en un intento de explotar las oportunidades de obtener beneficios a través de la recogida, análisis y posterior venta de la información a los *stakeholders* (como es el caso de los servicios que prestan los analistas), mientras que otras han surgido sin ánimo de lucro con el fin de controlar hasta qué punto la dirección actúa en interés de ciertos grupos de *stakeholders* (sindicatos, asociación de consumidores etc...).

¹¹ Por activos específicos se entiende aquellos activos que no pueden ser trasladados a usos alternativos sin pérdida de valor.

Uno de los aspectos que resultan de especial interés son los derechos derivados de las relaciones contractuales entre los distintos *stakeholders* y la empresa a través de la dirección. Muchos de éstos aparecen de forma explícita en los contratos como puede ser el salario, el periodo de garantía del producto, mientras que otros, en ocasiones muy importantes, se refieren a derechos implícitos tales como la promesa de continuar un servicio a los clientes, seguridad en el trabajo para los empleados etc.... De acuerdo con Cornell y Shapiro (1987) dos rasgos caracterizan estos derechos implícitos: son demasiado nebulosos y contingentes como para plasmarlos por escrito a un coste razonable, y no pueden ser separados y negociados de forma aislada con respecto a los bienes y servicios que la empresa compra y vende.

Internalizando en términos de balance las implicaciones del cumplimiento por parte de la empresa de los derechos implícitos con los *stakeholders*, dando lugar al balance organizacional, estos autores proporcionan un punto de partida para que estos grupos sean tenidos en cuenta en los distintos análisis que pueden llevarse a cabo.

La existencia de este tipo de derechos en las relaciones contractuales aparece íntimamente ligado a la existencia de las condiciones que permitan la actuación de mecanismos de cumplimiento de los contratos, entre los que la reputación ocupa un lugar importante.

El análisis de los problemas de incentivos asociados a las relaciones de agencia entre el equipo directivo y los aportantes de fondos, así como del resto de partícipes, requiere un detenimiento especial en los mecanismos de vigilancia y control que conforman las diferentes estructuras de gobierno, por lo que en el siguiente capítulo describimos su función y la importancia de las mismas en la salvaguarda de las relaciones contractuales. El análisis realizado en este capítulo nos resulta de gran interés puesto que sienta las bases de los conflictos de intereses entre las partes, problemas de agencia que se encuentran en el origen de la función contractual de la contabilidad que veremos en el Capítulo 3.

CAPÍTULO 2

EL GOBIERNO DE LA EMPRESA

1. INTRODUCCIÓN

Como derivación lógica de la conceptualización de empresa y de las diversas manifestaciones de los problemas de agencia expuestos a lo largo de este trabajo, surge el interés por indagar en los distintos mecanismos de salvaguarda del entramado contractual que define a la empresa. En este apartado describimos ese engranaje entre problema de incentivos y gobierno de la empresa, engranaje necesario para el desarrollo de toda actividad que tenga lugar en el seno de una organización.

Sin ánimo de proporcionar un análisis exhaustivo del gobierno corporativo, en este apartado analizaremos la contribución de los distintos mecanismos de gobierno, y en especial del consejo de administración, en la minoración del problema básico de agencia del capitalismo, que Berglöf (1997) define como “un problema de credibilidad al que se enfrentan los empresarios y las empresas cuando intentan convencer a los inversores externos para que aporten fondos”. En el primer apartado, siguiendo el planteamiento de Rajan y Zingales (1998), introducimos el concepto de gobierno de la empresa y la evolución que el mismo ha experimentado de forma paralela al concepto de empresa. Tras exponer estas recientes e innovadoras perspectivas sobre gobierno de la empresa, concluiremos este capítulo presentando los distintos mecanismos de gobierno de la empresa, prestando especial atención al consejo de administración.

2. CAMBIOS EN LA NATURALEZA DE LA EMPRESA Y GOBIERNO CORPORATIVO

El gobierno de la empresa hace referencia al sistema completo de acuerdos institucionales y relaciones a través de las cuales las empresas son dirigidas y controladas (Hill y Jones, 1992). Por su carácter general, esta definición no puede ser tildada de anacrónica. Ahora bien, una presentación sincronizada de la evolución en la naturaleza de la empresa y del gobierno de la misma, así como del grado de desarrollo de la teoría de la empresa, nos ayudará a comprender mejor los distintos temas que han sido objeto de atención en la literatura sobre gobierno corporativo a lo largo de las últimas décadas.

El término “gobierno” es sinónimo de ejercicio de la autoridad, dirección y control. Términos que resultan extraños cuando la microeconomía se ocupaba de transacciones “estandarizadas”¹². Éstas tenían lugar en un mercado de libre competencia responsable de la localización eficiente de todos los recursos, sin que fuese necesario la intervención de la autoridad. Las simplificaciones de este análisis económico relegaron a la misma a un elemento integrante del mercado, encargado de la producción de bienes. La imposibilidad de que bajo este enfoque puedan considerarse problemas como la separación entre propiedad y control, puede ser debido a que tal problema no existiera en el periodo del establecimiento de los fundamentos del modelo neoclásico, ya que la forma dominante de estructura de propiedad era la del empresario - único propietario.

Con la segunda revolución industrial emerge una nueva forma organizativa que algunos autores han denominado “la moderna empresa de negocios”, cuyas características principales Rajan y Zingales (1998) resumen en:

- la coincidencia de los límites económicos de la empresa con los límites legales estipulados por la propiedad de los activos
- la necesidad de una mayor inversión y una mayor capacidad para correr riesgo que la que estaba al alcance de los directivos, por lo que resultaba necesario recurrir a fondos externos
- la concentración del poder al más alto nivel de la pirámide organizativa

Ante estas características de la empresa, el gobierno corporativo se ocupó primordialmente del conflicto de intereses “accionistas-dirección” y de la asignación del excedente generado dentro de sus límites, y no de cómo preservar y proteger esos límites.

¹² Término acuñado por Williamson (1985). Citado en Zingales (1997).

El trabajo de Berle y Means (1932) puso de manifiesto la prevalencia en la economía norteamericana de corporaciones caracterizadas por la dispersión del accionariado y donde el control de la empresa se encontraba en manos de directivos. El objetivo de la maximización del beneficio, indiscutible para la empresa en el planteamiento neoclásico, pasa a ser puesto en tela de juicio, y a ser objeto primordial de estudio el conflicto de intereses entre accionistas y gerentes, quienes ante el poder que la nueva estructura organizativa les ha otorgado, pueden adoptar políticas encaminadas a la satisfacción de sus propios intereses. Los trabajos desarrollados dentro de este nuevo enfoque conocido como “gerencialismo”, analizan las variables explicativas de la función de preferencia de los gerentes, tales como la remuneración, seguridad, poder, prestigio, satisfacción del trabajo, etc...

La teoría de la agencia proporcionará una nueva perspectiva al problema de separación entre propiedad y control basándose en el modelo de empresa introducido por Jensen y Meckling (1976). Estos autores, como ya expusimos en el apartado anterior, conciben la empresa como “una forma de ficción legal que sirve de nexo de las relaciones contractuales y se caracteriza por la existencia de derechos residuales sobre los activos y resultados de la empresa que, por lo general, pueden enajenarse sin autorización de los demás implicados en las relaciones contractuales”. La delegación del derecho o poder de decisión en la dirección dota a la misma de una capacidad discrecional, por lo que la especialización de funciones de asunción de riesgo y gestión de los recursos llevará asociados los ya conocidos problemas de agencia. Bajo la teoría financiera de la agencia, la necesidad de establecer mecanismos de gobierno corporativo surge por la existencia de problemas de agencia asociados a la separación entre propiedad y control, problemas que resultan inevitables ante la imposibilidad de redactar unos contratos completos que incluyan todas las eventualidades futuras (Hart, 1995). En este mismo sentido Sheleifer y Vishny (1997) consideran que el gobierno de la empresa atañe a las formas con las que los oferentes de fondos a la empresa se aseguran a sí mismos el logro de una corriente de renta sobre su inversión.

Bajo este enfoque contractual, el gobierno de la empresa es considerado como el proceso por el que los inversores intentan minimizar los costes contractuales que origina la realización de transacciones económicas en el seno de aquella, es decir, tanto los costes de agencia relacionados con la separación de la financiación y la dirección como con el conflicto de intereses entre los distintos aportantes de fondos (Azofra, 1999).

Nuevos cambios en la naturaleza de la empresa abogan por nuevos retos en el gobierno de la misma. Rajan y Zingales (1998) nos describen dos de las principales mutaciones que tienen lugar en la empresa: sustitución del capital físico por el capital humano como principal fuente de valor, y una mayor competencia en los mercados

intermedios, por lo que la estructura organizativa integrada verticalmente, imperante hasta fechas recientes, será desbancada. Este giro en la naturaleza de la empresa lleva consigo un nuevo giro en el gobierno corporativo, desplazando su atención, hasta entonces centrada en la preocupación por cómo aglutinar los derechos de propiedad diseminada, hacia el diseño de otros mecanismos para controlar y retener el capital humano (Azofra, 1999).

Cerraremos estos breves apuntes sobre el concepto de gobierno de la empresa, con la definición de gobierno corporativo que Rajan y Zingales (1997 y 1998) proporcionan basándose en la existencia de contratos no completos, característica que por otro lado es común a toda la literatura de la teoría de la firma. Estos autores definen el sistema de gobierno como “el conjunto complejo de restricciones que determinan la negociación *ex post* sobre las *cuasi-rentas*¹³ generadas en el curso de una relación” que aplicado al ámbito de una determinada forma organizativa puede definirse como “el conjunto de mecanismos que condicionan la negociación *ex post* sobre las *cuasi-rentas* generadas por la empresa”. Para que surja la necesidad de un sistema de gobierno han de darse dos condiciones: que la relación genere *cuasi-rentas* y que las mismas no pueden ser perfectamente localizadas *ex ante*. En estos mecanismos quedarían incluidos todas aquellas instituciones que influyen en el proceso a través del cual se distribuyen las *cuasi-rentas*: la estructura de propiedad y control, la estructura de capital, los sistemas de incentivos a la dirección, las tomas de control, los consejos de administración, la actividad de los inversores institucionales, la competencia en los mercados, la estructura organizativa, etc....

Estos autores centran su exposición sobre el gobierno de la empresa en torno a tres ideas fundamentales: un mundo de contratos incompletos, las fuentes de poder en la empresa y la importancia del gobierno en la eficiencia de la misma.

Si todas las contingencias posibles pudieran ser consideradas en los contratos y la elaboración de los mismos no implicara coste alguno, el gobierno de la empresa no tendría razón alguna de ser. Sólo en un mundo de contratos incompletos, en que la contratación es costosa y en el que las *cuasi-rentas* se distribuyen *ex post* y han de ser tomadas decisiones reales, es en el que nos encontramos ante la necesidad de asignar los derechos a tomar decisiones *ex post* en aquellas contingencias no especificadas en los contratos. En este contexto, los derechos residuales de control introducidos por Grossman y Hart (1986) tienen significado y pasan a ser de vital importancia dado que confieren discrecionalidad en la toma de decisiones *ex post* y la misma puede ser utilizada estratégicamente en la negociación sobre el reparto del excedente.

¹³ Por *cuasi-rentas* se entiende la diferencia entre lo que dos partes generan conjuntamente y lo que podrían obtener en el mercado.

El poder, especialmente aquel originado por el control que los individuos ejercen sobre los recursos susceptibles de crear valor, puede incidir en la eficiencia de los procesos productivos, por lo que los sistemas de gobierno no pueden mostrarse ajenos a las asignaciones de poder dentro de la empresa. El sistema de gobierno puede afectar al proceso de creación de valor tanto *ex ante*, a través del impacto en los incentivos para la especialización como *ex post*, por la alteración de las condiciones bajo las que el proceso de negociación tendrá lugar. El sistema de gobierno también influirá en el nivel y distribución del riesgo.

Bajo esta perspectiva los proveedores de fondos son quienes retienen los derechos residuales de control sobre los activos y delegarán el derecho de especialización de los activos a una tercera parte que no internalizase la pérdida de oportunidad derivada de esta especialización. Esta tercera parte no debe de estar en la posición de un mero agente quien tiene deber de obediencia al principal, sino que ha de tener la suficiente independencia para actuar en el interés de la firma, es decir, de todos los miembros que constituyen el nexo de inversiones específicas, y no sólo en el interés de los accionistas. El órgano que podría cumplir las funciones asignadas a esta tercera parte es el Consejo de Administración.

Una vez apuntados los principales rasgos del gobierno corporativo íntimamente ligados al concepto de empresa, pasaremos a describir los distintos mecanismos de gobierno, haciendo especial hincapié en el consejo de administración dada la importancia que el mismo tiene en la resolución de los problemas de agencia derivados de la separación entre la propiedad y control, a los que prestamos especial atención en este trabajo de investigación.

3. MECANISMOS DE GOBIERNO CORPORATIVO

La supervivencia de la empresa al conflicto de intereses derivado de la persecución del interés propio individual, en un contexto caracterizado por la existencia de costes contractuales y asimetrías de información, se encuentra directamente vinculado a los mecanismos de gobierno corporativo. Una división ampliamente aceptada de estos mecanismos de salvaguarda de las estructuras contractuales se basa en su carácter, interno o externo, a las organizaciones.

Los mecanismos que a continuación exponemos permiten que ese problema de incentivos inherente a todo trabajo cooperativo no supongan un freno tal, que impida el funcionamiento de la empresa, persiguiendo la continua reestructuración del equilibrio mediante sistemas de alineación de intereses y de control. Entre los distintos mecanismos de gobierno podemos describir una secuencia a la vez que una interdependencia, por lo que el análisis de los sistemas de gobierno requiere una visión global. A los controles internos que

realizan los directivos sobre la utilización de los factores productivos, el Consejo de administración sobre los directivos, y los accionistas a través de su órgano de representación (la junta general de accionistas) sobre el propio Consejo, se superpone el control efectuado por mecanismos externos: mercado de capitales, mercado laboral, mercado de productos, etc....

3.1 MECANISMOS INTERNOS DE GOBIERNO

La inclusión en este apartado de mecanismos tales como el recurso al endeudamiento o la concentración de propiedad, tratados en apartados anteriores, revela el carácter omnipresente del gobierno de la empresa. Dentro de la amplia gama existente de mecanismos de gobierno interno, prestaremos especial atención a los siguientes:

- concentración accionarial
- participación accionarial de la dirección
- el consejo de administración
- participación accionarial de los consejeros
- remuneración de los gestores frecuentemente ligada a alguna medida de valor de la empresa
- la junta general de accionistas
- financiación bancaria

Concentración accionarial

Los inversores que proporcionan financiación externa a las empresas reciben a cambio derechos de control (Shleifer y Vishny, 1997). Si la dirección de la empresa viola los términos del contrato, entonces los proveedores de fondos tienen el derecho de apelar a los tribunales para hacer valer sus derechos. Como mostraremos a continuación, gran parte de las diferencias de los sistemas de gobierno corporativos en los distintos países son derivados de la diferente naturaleza de las obligaciones legales que la dirección tiene con los proveedores de fondos, así como también por las diferencias en cómo los tribunales interpretan y hacen cumplir estas obligaciones. Esta protección legal trata de establecer prohibiciones contra conductas oportunistas de los directivos y mecanismos legales que protejan a los accionistas minoritarios. El derecho legal más importante que tienen los

accionistas es su derecho de voto en aspectos importantes para la empresa tales como fusiones y liquidaciones o la elección del consejo de administración. Si bien la protección legal otorga a los pequeños inversores derechos de control, estos no son suficientes, por lo que la forma de que los accionistas consigan más derechos de control efectivo es a través de la adquisición de un paquete accionario importante convirtiéndose en accionistas principales (Shleifer y Vishny, 1997). Así pues, la protección legal, pero especialmente la concentración de la propiedad jugarán un papel importante en la recuperación por parte de los inversores de los rendimientos obtenidos en la empresa.

La concentración de los aportantes de recursos financieros es especialmente relevante como mecanismo para evitar la adopción de políticas que se alejen de la maximización del valor. El control de la dirección por parte de un accionariado disperso, con una escasa porción de la propiedad, exige un importante esfuerzo de coordinación y de dudoso éxito, para obtener una mínima parte de los beneficios generados por tal esfuerzo. De esta forma, la concentración de capital se erige como un mecanismo de control de las actuaciones de la dirección. Si la propiedad está concentrada en manos de un grupo reducido de accionistas, éstos tendrán el suficiente incentivo privado para invertir en la adquisición de información y el control de la dirección. Además, la posesión de una parte importante de las acciones les permite el control de la dirección, ya sea por la posesión de derechos de votos comparativamente mayores que los que les otorga la mera titularidad de su capital por la escasa capacidad de actuación de los accionistas minoritarios, o a través de la representación en el consejo de administración. Shleifer y Vishny (1986) postulan que la presencia de grandes accionistas incide en la limitación del ejercicio de la discrecionalidad directiva, teniendo efectos positivos sobre el valor a largo plazo de la empresa. Resultados de diversos trabajos corroboran la argumentación teórica de que los grandes accionistas juegan un papel activo en el gobierno corporativo¹⁴. La importancia de la concentración de la propiedad en la limitación en el ejercicio de la discrecionalidad directiva en sus diferentes facetas radica por lo tanto en que la misma solventa el problema de falta de incentivos para la supervisión de un accionista con una reducida propiedad.

La concentración del capital propio no es ajena al dominio de los mercados de cada país. Así, DeAndrés y otros (1996) nos muestran cómo las empresas estadounidenses y británicas, que operan en mercados muy desarrollados, mantienen una mayor diversificación de sus títulos en el mercado en contraposición a países como Alemania, Japón y España donde predominan la concentración de las acciones en manos de los primeros accionistas.

¹⁴ Shleifer y otros (1997) citan entre otros: la asociación encontrada por Franks y otros (1994) entre la existencia de accionistas importantes y la rotación de consejeros; una mayor probabilidad de cambio en la dirección ante resultados no satisfactorios en empresas con grandes accionistas (Kaplan y otros, 1994; Kang y otros, 1995) y la reducción de gastos discrecionales ante la existencia de accionistas importantes (Yafeh y otros, 1996).

Participación accionarial de la dirección

La estructura de propiedad define dos variables, concentración accionarial y participación del equipo directivo. Si bien la concentración contribuye a solventar el problema del “*free rider*” o falta de incentivos para la supervisión, la literatura nos ofrece dos hipótesis respecto a la propiedad por parte de la dirección. La propiedad de acciones por parte de la dirección constituye un medio de alineación de intereses entre la alta dirección y los accionistas (Jensen y Meckling, 1976). Mientras la hipótesis de convergencia vaticina una alineación de intereses ante mayor participación accionarial del equipo directivo, la hipótesis de atrincheramiento mantiene que la participación de los gestores acentúa las diferencias entre accionistas y dirección¹⁵.

El problema de agencia “accionistas-dirección” es inherente a la separación entre la propiedad y el control, o lo que es lo mismo entre financiación y gestión, por lo que la estructura de propiedad determina en parte la resolución de este potencial conflicto de intereses.

Al igual que la concentración de la propiedad y la participación accionarial de la dirección son importantes en la disciplina de la dirección, la identidad de los grandes accionistas puede tener también importantes implicaciones en el gobierno de la empresa (Prowse, 1994). Las familias, instituciones financieras y corporaciones financieras pueden tener diferente capacidad para controlar, diferentes incentivos para la supervisión o incluso diferentes objetivos, a lo que hemos de añadir los impedimentos legales que algunos accionistas se encuentra en los países anglosajones para ejercer el control. En cuanto a los accionistas institucionales, bien por prohibición legal o por la búsqueda de rentabilidad a corto plazo, surgen dudas respecto a su capacidad o incentivo para controlar la actuación directiva, por lo que frecuentemente se lo que algunos trabajos han analizado la “miopía” de estos inversores¹⁶.

El consejo de Administración

En el vértice de los sistemas de control se encuentra el consejo de administración (Jensen, 1993), órgano de gobierno de primer orden en el que los accionistas han delegado la supervisión del equipo directivo. Así pues, a este órgano se le presume el desempeño de la labor de control en representación de los accionistas, ya que la misma resultaría difícil de ejercer por un accionariado disperso (John y Senbet 1998). Esta labor consiste en contratar,

¹⁵ La combinación del efecto convergencia de intereses y de atrincheramiento apunta a una relación no lineal entre los resultados de la empresa y la propiedad de la dirección. La literatura empírica en USA a la que se refieren Short y otros (1999), sugiere una alineación a bajos y altos niveles de propiedad por parte de la dirección y un atrincheramiento a niveles intermedios.

¹⁶ Ver Short y otros (1999).

despedir y remunerar a la alta dirección, supervisar su actuación, proporcionar consejo y vetar las decisiones que no contribuyan a la creación de valor (Prowse, 1994).

La relación entre los accionistas y el consejo de administración puede analizarse bajo una perspectiva de agencia, donde los accionistas ocupan la figura de principal y los consejeros serán los agentes. El consejo actuará en representación de los accionistas (principal) y estará sólo bajo el control del mercado de capitales, el mercado de productos y la junta general de accionistas. Este enfoque se basa en las normas legales que determina una cadena de responsabilidades: la dirección será responsable de la compañía ante el consejo, quien a su vez es responsable ante los accionistas (Crespi y Gispert, 1998). Así pues, los accionistas delegan por imposición legal en el consejo de administración la responsabilidad de vigilar, compensar y sustituir a los gestores, así como la aprobación de los grandes proyectos empresariales (Meller y Maroto, 1999).

El consejo de administración a través del desempeño de las funciones que le han sido encomendadas, tiene como principal objetivo “minimizar los costes de agencia” inherentes a la separación entre propiedad y control. Es éste el planteamiento que subyace en un importante volumen de literatura que vincula el valor de la empresa con ciertos factores determinantes del funcionamiento del consejo de administración, tales como composición, tamaño, dualidad de funciones, operativa interna, etc.... La efectividad de este órgano de gobierno, también ha sido evaluada en aquellos casos en que la dirección precisa de ser disciplinada.

La elaboración de códigos de conducta de los consejos de administración en numerosos países (Cadbury, Vienot, Peters, Olivencia, etc..) pone de manifiesto la preocupación generalizada por que este mecanismo de gobierno sea efectivo en el desarrollo de la función que la ha sido encomendada. Los mecanismos de gobierno internos, y especialmente el consejo de administración, predominarán en sistemas financieros como el español, no orientados hacia el mercado, donde los inversores no pueden imprimir un grado de presión lo suficientemente fuerte para que los gestores lleven a cabo una política de empresa eficiente. Analizaremos a continuación determinadas características, como composición, tamaño y operativa, que pueden incidir en el grado de efectividad con que este órgano desempeñe su función¹⁷.

a) Composición del consejo de administración.

El consejo delega en la dirección la iniciación e implementación de determinadas decisiones, si bien es el consejo quien tiene el control y la autoridad para ratificar y controlar las principales políticas, y contratar, despedir y remunerar a la alta dirección

(Fama y Jensen, 1983b). El consejo reduce los problemas de agencia separando la gestión y control del proceso de toma de decisiones. Los consejeros internos, es decir, miembros a su vez del equipo directivo, poseen información específica muy valiosa sobre las actividades de la empresa que puede verse complementada con la experiencia de miembros externos, no directivos de la empresa, en el mercado de capitales, en el mercado de productos, en la legislación corporativa, etc.... Estos últimos desempeñan una importante función de apoyo a la alta dirección. Matolcsy y otros (2000) resaltan el papel que los consejeros externos pueden desempeñar como guías en el ejercicio de las oportunidades de crecimiento de la empresa. Klein (1998b) obtiene evidencia consistente con el planteamiento expuesto por Fama y Jensen (1983b) acerca de la valía de la información que pueden proporcionar los consejeros internos referente a las decisiones de inversión a largo plazo.

Retomando la función de control del consejo de administración, este órgano no será efectivo en el desempeño de la misma, a menos que limite la discrecionalidad de la alta dirección. Los consejeros externos arbitrarán los desacuerdos que surjan entre miembros de la alta dirección, a la vez que su presencia es crucial en determinadas decisiones contaminadas por problemas de agencia “alta dirección y poseedores de derechos residuales”, como, por ejemplo, la política de retribuciones de la alta dirección o la destitución y reemplazo de la misma, política de crecimiento, diversificación, etc...

Para que exista una separación efectiva entre el proceso de decisión y el control es necesario que los consejeros externos tengan incentivos para desempeñar su función y no adopten una posición de connivencia con la dirección, derivando en una expropiación de los accionistas. Así pues, la función de los consejeros no ejecutivos es asegurar que los consejeros ejecutivos adopten políticas que favorezcan los intereses de los accionistas. La independencia de los consejeros no ejecutivos y su preocupación por mantener la reputación en el mercado de trabajo externo son características que potencian el cumplimiento de su labor de control. La reputación de éstos como consejeros en el mercado externo de trabajo se convierte en un incentivo importante, ya que estos consejeros externos son a su vez directivos de otras organizaciones y su posición de consejeros será utilizada como señal de su capacidad y competencia como gestores internos (Fama y Jensen, 1983b).

Una idea generalizada en la literatura es la estrecha relación entre el grado de independencia del consejo y su composición, de forma que se presume un consejo más independiente a medida que aumenta su proporción de consejeros externos (John y otros, 1998). En este sentido, la literatura considera la independencia del consejo, medida a través del porcentaje de consejeros externos, como una garantía de la efectividad del consejo en su tarea de supervisión, lo que influirá en el valor de la empresa y en la disciplina impuesta en

¹⁷ La frecuencia con la que se reúne el consejo o los comités y el valor de la empresa, también ha sido objeto de estudio en la literatura (Vafeas, 1999).

la alta dirección. La argumentación en favor de la participación activa de los consejeros internos gira en torno al mejor conocimiento de la empresa y de las peculiaridades del sector, por lo que la experiencia puede contribuir a incrementar la rentabilidad de la empresa. Entre los trabajos referidos a este tema podemos citar aquellos que han analizado la relación entre el valor de la empresa y la composición del consejo ((Hutchinson, 2000; Matolcsy, 2000), entre la composición del consejo y la cambios de la dirección ante la presencia de malos resultados¹⁸ (Weisbach, 1988) o la acogida por parte del mercado de capitales del nombramiento de consejeros externos (Rosenstein y otros, 1990), entre otros. La evidencia obtenida en los mismos nos es concluyente.

Determinados atributos o posiciones de los consejeros externos pueden influir en la efectividad con que el consejo desempeña su labor de control. Matolcsy y otros (2000) recopilan de la literatura los siguientes:

- Periodo de tiempo que los consejeros externos vienen desempeñando este puesto. La importancia de esta característica descansa en que a diferencia de nuevos consejeros, quienes necesitan un tiempo para comprender la operativa de la compañía, los antiguos conocen la situación de la compañía, por lo que su capacidad de control mejorará a medida que transcurra el tiempo que han prestado sus servicios a la compañía.
- Posesión de acciones por parte de los consejeros no ejecutivos. El carácter adicional de accionistas confiere a los consejeros un incentivo adicional para el control y la búsqueda de mejores resultados en la compañía.
- Calidad de los consejeros o número de empresas en que también es consejero externo. Si bien este atributo es representativo de los “contactos” que los consejeros externos tienen en otras compañías, muy valiosos en compañías con opciones de crecimiento (Maltolcsy, 2000), también puede ser representativo de una menor disponibilidad de tiempo para desempeñar las funciones que le han sido encomendadas. La evidencia al respecto no es concluyente (Beasley, 1996; Klein, 1998b)

Además de la incidencia de la composición del consejo de administración en la dependencia del consejo de administración de la dirección, la misma también se verá menoscabada si la dualidad de funciones “primer directivo de la compañía” y “presidente del consejo de administración” coinciden en una misma persona. Esta práctica es desaconsejada por el informe “Cadbury” ya que de esta forma, se deposita demasiado poder

¹⁸ En la destitución de la alta dirección, juega un papel importante la composición del consejo debido a que las carreras profesionales de los consejeros internos se hallan ligadas a la trayectoria de sus

en una sola persona. El fortalecimiento de los poderes del consejo respecto del primer directivo resulta especialmente necesaria cuando las funciones de éste y las de la presidencia del consejo se descansan en una misma persona como ocurre en la práctica totalidad de los consejos españoles (Meller y Maroto, 1998).

b) Tamaño del Consejo de administración

El tamaño es una característica del consejo de administración que puede influir en las tareas de supervisión y control que este órgano tiene encomendado. Esta influencia puede ser positiva, en el sentido de que un mayor número de consejeros facilitará esta tarea, o negativa por los problemas de coordinación y comunicación que pueden aflorar en el proceso de toma de decisiones así como también a la hora de disciplinar a la dirección (Jensen, 1993).

La evidencia empírica parece mostrarnos una relación inversa entre el tamaño del consejo y el valor de la empresa (Yermack, 1996; Eisenberg y otros, 1998), si bien esta relación no es lineal ya que serán las empresas de reducida dimensión las más perjudicadas ante el aumento del tamaño del consejo. Una posible explicación de esta relación es un diseño más claro del sistema de incentivos en empresas pequeñas y el hecho de que en ellas existen inversores activos, como por ejemplo consejeros internos con un importante paquete accionarial. De igual forma en estas empresas se observa una menor rotación de los consejeros.

c) La estructuración en comités

En la efectividad del consejo pueden influir la composición y el tamaño, pero también su estructura interna. La estructuración del consejo de administración en comités tiene una gran importancia en el desempeño de su función de vigilancia y control, ya que la especificación y delimitación de las competencias de los consejeros redundará en una mayor efectividad de este órgano.

Dentro de los comités más habituales se encuentran: los comités de financiación y de inversiones estratégicas y los comités de auditoría y remuneración. Los dos primeros requieren integrantes con un alto grado de especialización y conocimiento de las actividades de la empresa, mientras que los dos últimos tienen como función primordial supervisar la actuación de los administradores. El comité de retribución, por su repercusión en la ejecución de la estrategia, puede ser especialmente relevante ya que la dirección puede orientar el comportamiento estratégico en función de su estructura de compensación.

inmediatos superiores.

El objetivo del comité de auditoría es vigilar los controles contables y los estados financieros (Fama y Jensen, 1983b), así como también la contratación de los auditores externos y comunicar los resultados de la investigación de auditoría interna (Weir y Laing, 2000). Este comité sirve de medio de comunicación entre el consejo, auditores externos, internos y administradores (Fama y Jensen, 1983b). Una de las recomendaciones del informe “Cadbury” es la existencia de un comité de auditoría integrado por consejeros no ejecutivos

A pesar de la gran importancia de este comité, la evidencia empírica es escasa. Wild (1994) nos muestra como el mercado reacciona más favorablemente a los informes contables después de que se haya establecido un comité de auditoría. Por el contrario, Klein (1998b) muestra cómo la presencia de comité de auditoría no influye en los resultados económicos, sean éstos medidos por variables contables o de mercado.

Participación accionarial de los consejeros

La posesión de acciones por parte de los consejeros constituye un medio de alineación de intereses entre accionistas y consejeros, por lo que los mismos tendrán más incentivos para desempeñar las funciones de ratificación y control que les han sido encomendadas. El consejo de administración es considerado el primer agente de los accionistas, por lo que el problema de agencia se verá disminuido a medida que éste tenga un mayor incentivo para actuar en interés de los accionistas, en este caso motivado por la propiedad de acciones.

Diferenciando entre accionistas internos y externos a la dirección, la participación accionarial de los accionistas no ejecutivos genera incentivos para controlar la actuación de los consejeros directivos. Shivdasani (1993) y Jensen (1989) sugieren que los consejeros externos que posean una fracción importante de las acciones tendrán más incentivos para controlar a los consejeros internos que si no tuvieran tal participación. Morck y otros (1988) encuentran una relación no lineal entre los resultados de la empresa y la propiedad por parte de los consejeros externos, pudiendo ser debido a la compensación entre los costes de agencia derivados del conflicto de intereses entre accionistas y la dirección y los costes del atrincheramiento.

Cuanto mayor sea la propiedad mayor será la alineación de intereses entre consejeros y accionistas, por lo que los intereses de éstos se encontrarán presentes en las funciones de vigilancia y control que este órgano tiene encomendadas. En la práctica el consejo de administración tendrá poder en tanto en cuanto esté compuesto por grandes accionistas que tengan incentivos para invertir los recursos necesarios para llevar a cabo las funciones de supervisión y control (Prowse, 1994).

Contratos de incentivos

Los contratos de incentivos se basan en una vinculación *ex ante* de los intereses de los directivos o consejeros a la creación de valor en la empresa, alineando los intereses de los agentes (administradores o consejeros) con los del principal (accionistas). Una remuneración de la dirección ligada a distintas medidas de rendimiento contribuye a paliar el problema de incentivos que sufren las empresas en que existe separación entre propiedad y control.

De igual forma la alineación de intereses entre accionistas y el consejo de administración puede conseguirse mediante una remuneración dependiente del valor de la empresa. La preocupación de los consejeros por su reputación en el mercado laboral constituye en sí un mecanismo que contribuye a esta alineación de intereses (John y otros, 1998).

Si bien en teoría los contratos de incentivos son adoptados por los accionistas para disminuir el potencial conflicto de intereses, en la práctica el proceso de formulación e implementación de estos contratos se encuentra bajo el control de los consejeros. La recomendación del informe Cadbury es que esta función retributiva recaiga sobre un comité integrado por consejeros externos a la dirección. Sin embargo sigue sin quedar claro si este tipo de retribuciones proporciona los incentivos suficientes o si por el contrario estos comités de remuneración actúan como una herramienta legitimada para justificar aumentos en la remuneración (Short y otros, 1999).

Uno de los problemas de los contratos de incentivos son las oportunidades que crea para que la dirección obtenga su particular ganancia, especialmente si estos contratos son negociables con consejos de administración escasamente motivados. La dirección puede negociar estos contratos cuando los resultados contables o el precio de las acciones es probable que aumente o incluso alterar las cifras contables y la política de inversiones para aumentar sus retribuciones¹⁹.

La Junta General de Accionistas

En la Junta General los accionistas asistentes tienen derecho a votar sobre asuntos relevantes para el futuro de la empresa, como fusiones, liquidaciones o elección de los miembros del consejo de administración, por lo que este órgano sirve para que los propios accionistas controlen el conflicto entre ellos y la dirección.

¹⁹ Yermak (1997) nos muestra cómo la dirección recibe opciones sobre acciones justo antes de que tengan lugar anuncios de buenas noticias y retrasan esta concesión cuando tienen lugar anuncios de malas noticias.

La financiación bancaria

1

Al igual que los accionistas, los acreedores tienen a su disposición una protección legal, que también varía a lo largo de los distintos países. La protección legal de estos proveedores de fondos es, con frecuencia, más efectiva que la de los accionistas, ya que el incumplimiento de lo acordado en el contrato de endeudamiento es más sencillo de verificar ante un tribunal. Ante situaciones extremas como la quiebra, el procedimiento legal es tan complicado que los acreedores frecuentemente negocian fuera del mismo. Aún en países como Estados Unidos, Japón y Alemania donde el sistema legal protege en profundidad los derechos de los inversores, la protección legal resulta insuficiente para asegurar a los acreedores la devolución de su inversión (Shleifer y otros, 1997).

Acreedores importantes, tales como bancos, son también potenciales inversores activos. Al igual que los principales accionistas, estos inversores han depositado en la firma importantes cantidades y les preocupa la obtención de un rendimiento adecuado, por lo que se sentirán incentivos para controlar la actuación de la dirección. El poder de estos inversores proviene de los derechos de control que reciben cuando la empresa incumple las cláusulas de endeudamiento y por la renovación de la financiación, especialmente en los préstamos a corto plazo. Así en situaciones en que un prestamista importante prolonga su condición a lo largo del tiempo, la amenaza de retirar fondos a la empresa a menos que la dirección actué adecuadamente, pasa a ser una amenaza creíble (Prowse, 1994). Sin embargo, los prestamistas se preocupan solamente por la probabilidad de impago, sin atender a si la dirección maximiza o no el valor de la empresa. Este problema se verá mitigado en situaciones en que los prestamistas principales son también accionistas, ya que en esta situación tendrán incentivos para controlar a la dirección y no para distribuir los rendimientos a favor de uno de los inversores. Algunos trabajos revelan, mediante la evidencia obtenida, la importancia del gobierno de deuda cuando existen bancos que se convierten en los principales acreedores²⁰.

Jensen (1986) atribuye un importante papel a la deuda como mecanismo de control de la actuación de la dirección por su cometido en la disminución de los recursos libres de tesorería en la devolución periódica de la deuda. El valor de la deuda como señal informativa y mecanismo de control de los conflictos de agencia, es la razón por la que a veces las empresas aumentan su endeudamiento, aún cuando no existen razones fiscales para hacerlo (Azofra y Fernández, 1999).

²⁰ Una mayor incidencia de la rotación de la dirección ante malos resultados en presencia de un banco como acreedor importante (Kaplan y otros (1994); Kang y otros (1995)) o la mejora de resultados cuando un banco se convierte en accionista importante en comparación con otros bloques de accionistas (Gorton y otros, 1996) son algunas de las referencias que podemos encontrar en Shleifer y otros (1997).

En la práctica la disciplina de la dirección es probable que descansa en una combinación de los mecanismos anteriormente expuestos. Esta combinación variará en las distintas empresas²¹. Así por ejemplo, en pequeñas empresas los inversores que adquieran participaciones importantes, no soportarán grandes costes por la limitación del riesgo de diversificación. Un control directo por los accionistas o acreedores será un método más barato de control corporativo en pequeñas empresas que en grandes, quienes descansarán en otros mecanismos como la amenaza de tomas de control. Además cada empresa tendrá distintas necesidades de gobierno dependiendo de su entorno económico y regulador, así como también de las fuerzas de mercado exógenamente determinadas, que puedan disciplinar a la dirección.

Las peculiaridades de los sistemas de gobierno influyen en las normas institucionales y de los mercados donde la compañía opera. Características institucionales y de mercado tales como el desarrollo de mercados financieros, mercados de control corporativo, la importancia de los bancos, las normas legales que protegen la inversión de los accionistas o el papel de los inversores institucionales son factores que contribuyen a dar forma al sistema de gobierno de las empresas.

Si bien algunos de los mecanismos, tales como la actividad del mercado de control corporativo, mercado de productos, mercado laboral o mercado de capitales, son determinados exógenamente, el resto de los mecanismos serán definidos en el interior de la empresa. La existencia de mecanismos alternativos y de su posible interdependencia son cuestiones que requieren un adecuado tratamiento metodológico (Agrawal y Knoeber, 1996).

Antes de exponer cómo es posible distinguir entre sistemas financieros en que el gobierno de las empresas descansa en mecanismos internos, tales como el consejo de administración, o aquellos otros en que prevalecen mecanismos de carácter externo, es decir, la disciplina del mercado, presentaremos aquellos mecanismos de gobierno externo más importantes. Ambos mecanismos presentan ventajas y desventajas, así mientras los mecanismos internos son preferibles a la hora de desarrollar políticas que requieren el desarrollo de relaciones con otros grupos, como proveedores o clientes, los mecanismos exteriores son superiores para responder al cambio.

²¹ Matolcsy y otros (2000) nos proporcionan evidencia de la importancia del conjunto de oportunidades de inversión en la determinación de la demanda de diferentes mecanismos de control: auditoría externa y consejo de administración.

3.2 MECANISMOS EXTERNOS DE GOBIERNO

Los sistemas de gobierno externo de la empresa tratan de resolver los conflictos de intereses entre directivos e inversores, a través de la disciplina propia de los mercados y de una legislación muy precisa sobre los derechos de cada parte.

Los diferentes mercados en los que la empresa se desenvuelve funcionan como mecanismos de control de la actuación de la gerencia, impidiendo que ésta utilice los recursos bajo su control ya sea en beneficio propio y en perjuicio de los accionistas o en beneficio de los accionistas y en detrimento de los acreedores de la empresa. La dirección será disciplinada para actuar en favor de la supervivencia del conjunto de la empresa buscando la maximización del excedente generado por la misma. Los mercados sirven como mecanismos de disciplina del comportamiento de la dirección penalizando aquellas actuaciones que se alejaron de los intereses de los accionistas, sin embargo debido a las fricciones con que los mismos operan, como pueden ser los costes de transacción, costes de información, limitaciones al endeudamiento etc..., esa función que les ha sido encomendada no siempre puede ser conseguida dando lugar a que los conflictos de intereses que tienen lugar en el seno de la empresa se traduzcan inevitablemente en costes de agencia. Veremos a continuación los mecanismos externos más frecuentemente apuntados en la literatura:

- el mercado de capitales
- el mercado del personal directivo
- el mercado de factores y productos
- la regulación
- la auditoría

El mercado de capitales

Este mercado nos permite adquirir y vender títulos que incorporan algún tipo de derecho sobre la empresa, su precio mide el valor actual de la corriente de rentas que se espera que la empresa genere, reflejando las expectativas que tienen los inversores sobre el futuro de la empresa y sobre la actuación de la dirección. La existencia de un mercado competitivo con abundancia de posiciones oferentes y demandante de títulos, proporciona una serie de ventajas (Arruñada, 1990):

- Salida de disidentes. Aquellos accionistas que no se encuentren satisfechos con la gestión de la dirección o con la marcha de la empresa pueden deshacer su posición de inversores. Esta posibilidad facilita las ventajas de la especialización de funciones de dirección y gestión de riesgos, ya que de lo contrario los accionistas se verían en la necesidad de intervenir en la gestión o en el control directo de la dirección.
- La cotización bursátil como indicador de la calidad de la dirección y de la futura evolución de la empresa. Los inversores descontentos con la evolución de la sociedad pueden vender sus títulos, lo que en el libre juego de la oferta y la demanda se traducirá en un descenso en el precio pudiendo influir negativamente en la empresa y sobre su equipo directivo bajo la forma de una menor remuneración, adquisición de mala reputación o de la dificultad en la realización de nuevas emisiones de títulos.
- El mercado de valores facilita la actuación de un mercado de control. El mercado financiero permite que una entidad o equipo directivo externo a la empresa pueda tomar el control de la misma realizando directamente una oferta de compra sobre las acciones de los actuales propietarios. El mercado de control se refiere a la competencia entre equipos directivos alternativos por el control de la empresa y por el uso o asignación de sus recursos. Las tomas de control ayudan a mitigar situaciones de amplia discrecionalidad directiva cuando la dirección tiene bajo su ámbito de control una amplia cantidad de recursos en principio destinados a promover inversiones rentables. Además, el mercado de control no solamente afecta a las empresas que se ven sometidas a la actuación directa del mismo, sino que incluso supone una amenaza implícita para el resto de las sociedades. La amenaza permanente de ser objeto de una toma de control externo, con las consiguientes pérdida de prestigio y de oportunidades de empleo en el futuro actúa de forma disuasoria sobre los equipos directivos ineficientes limitando la discrecionalidad.

La deuda como mecanismo de control, cuando la misma está formada por títulos negociados en el mercado, también es considerada un mecanismo externo ya que descansa en el mercado de capitales para evaluar a la dirección.

Esta capacidad de controlar los problemas de agencia que tienen lugar en las corporaciones queda reducida debido a que los mercados funcionan en condiciones que distan mucho de las condiciones de perfección y eficiencia requeridas para efectuar un control de estos costes. Barnea, Haugen y Senbet (1985) plantean algunos de los obstáculos típicos a la actuación eficiente de los mercados de capitales:

- el problema del *free rider*. Este problema surge cuando algunos inversores renuncian a participar en algunos procesos que suponen creación de valor para la empresa, confiando en que el resto de los inversores sí respondan para así recoger el consiguiente incremento de valor de sus títulos.
- El valor de los beneficios no pecuniarios de la dirección. Cuando la dirección es propietaria de una fracción del capital, los procesos de toma de control se encuentran con que ésta recibe una compensación específica al mando de la gestión de los recursos de la empresa que pierde al dejar ésta, y que no puede ser compensada en su respectiva función de utilidad por un mayor valor de la cartera de títulos.
- El efecto de impuestos. Las ganancias de capital son gravadas en el momento de la enajenación, no siendo el momento en que se realiza la toma de control quizás el más adecuado desde el punto de vista del inversor.
- Continuidad de los problemas de incentivos. La empresa continuamente se encuentra con la necesidad de realizar o continuar proyectos de inversión, y cuando la situación vuelve a la normalidad surgirá un nuevo incentivo para realizar una política de inversión subóptima.
- Las tomas de control, constituyen un importante mecanismo de control en el ámbito anglosajón caracterizado por la dispersión del accionariado. La efectividad de las mismas como mecanismo de gobierno plantea algunas cuestiones, tales como:
 - su elevado coste ya que muchas empresas han introducido instrumentos de defensa que hacen que las Opas resulten cada vez más costosas
 - necesidad de un mercado de capitales líquido
 - en ocasiones las Opas se alejan de sus objetivos teóricos dirigiéndose a empresas sin problemas significativos. Muchas Opas no tienen como fin disciplinar a los gestores sino que se han diseñado como movimientos estratégicos para conseguir una mayor cuota de mercado o un mayor poder de mercado
 - las tomas de control son un fenómeno de naturaleza cíclica, muy ligado a aspectos coyunturales como el precio del dinero o cotización de las acciones (Prowse, 1994)

- ante la posibilidad de sometimiento a una Opa, muchas compañías han desarrollado una política basada en cuidar la cotización a corto plazo y evitar inversiones a largo plazo
- la continua amenaza de tomas de control dificulta el establecimiento de contratos implícitos de la compañía con sus *stakeholders* (Short y otros, 1999)

El mercado de personal directivo.

El mercado de personal directivo constituye otro de los mecanismos de control de los conflictos de agencia en que la dirección ocupa un protagonismo especial, dada la amplia discrecionalidad de que goza sobre los recursos de empresas caracterizadas por la separación de propiedad y control. Este mercado laboral funciona tanto en el ámbito interno como en el externo.

Las relaciones laborales a largo plazo, las limitadas puertas de entrada, las carreras definidas dentro de la empresa y las promociones, son características básicas de los mercados laborales internos (Milgrom y Roberts, 1993). Un mercado laboral interno consta de un empleador y sus empleados permanentes (o un grupo particular), cada uno de estos mercados internos interactúa con el mercado laboral externo en distinto grado dependiendo de la oferta y demanda así como de la especialización y nivel de conocimientos requeridos para la tarea a realizar. En el ámbito interno, los niveles inferiores estarán interesados en una eficiente actuación de sus superiores puesto que de ellos depende el que sean adecuadamente valorados tanto dentro como fuera de la organización (Rodríguez, 1997).

El mercado laboral externo evalúa el capital humano del equipo directivo. El mecanismo básico de actuación del mercado laboral es el nivel de remuneración. Si este mercado fuera eficiente, el nivel salarial representaría la estimación insesgada de los resultados que se espera que la dirección obtenga en el futuro a tenor de su comportamiento actual. Este mercado no es ajeno al mercado de capitales ya que el mismo también evalúa la capacidad de gestión de la dirección. El funcionamiento del mercado laboral en que la dirección se desenvuelve es escasamente competitivo dejando paso a un entorno permisivo en que la dirección puede manejar discrecionalmente los recursos que se encuentran bajo su control.

El mercado de factores y productos.

El mercado de factores y productos también representa un punto de referencia en la evaluación de la actuación de la dirección en función de la posición que la misma ocupe en el mercado.

En un mercado competitivo, en el que existen un gran número de oferentes y demandantes, el mercado expulsará a las empresas que incurran en un exceso de costes, incluidos los de agencia, y la consiguiente desaparición del incentivo de la dirección a llevar a cabo actividades que disminuyan el valor de la empresa.

El problema de este mecanismo es su lento efecto disciplinador. Además, en mercados de competencia imperfecta, como en el caso de oligopolio, los directivos pueden operar con un amplio margen de discrecionalidad otorgado por la posibilidad de obtención de beneficios anormales.

Los mecanismos indirectos de control, es decir, mercado de capitales, mercado de productos y mercado laboral, se encuentran lejos de su perfección como herramientas de control. Prowse (1994) nos muestra entre otros los siguientes inconvenientes:

- los mercados de capitales podrán restringir el comportamiento de la dirección sólo en aquellas empresas que necesiten una financiación externa continuada
- las tomas de control son costosas y por lo tanto una solución poco frecuente a los problemas de control corporativo
- estos mecanismos frecuentemente no tienen la fuerza suficiente para detraer a la dirección ante actuaciones que erosionen la riqueza de los accionistas.

La reputación puede considerarse un mecanismo de *enforcement*, por lo que un buen funcionamiento del mismo hará valer los acuerdos pactados entre agentes en los distintos marcos de referencia valorativa que acabamos de mencionar, es decir, en los distintos mercados. Algunos autores, consideran aún viva la mano invisible de Adam Smith tomando la forma de individuos esforzándose por construir y mantener su propia reputación, o la reputación de la organización con quien se sienten identificados.

La reputación puede ser vista como un trato en el comportamiento. Una empresa o individuo construirá una reputación mediante su comportamiento en las distintas relaciones contractuales. Una vez construida, aumentará el valor de los derechos implícitos vendidos a los *stakeholders*. Así pues, el deseo de la empresa de ganar rentas económicas futuras a través del mantenimiento de la reputación puede actuar como un mecanismo de salvaguarda de los contratos implícitos.

Ligado a la cuestión de por qué existen contratos implícitos aparecen interrogantes respecto a los mecanismo de cumplimiento de los mismos. La ruptura de un contrato puede producirse de dos formas (Bull, 1987):

- cualquiera de las partes puede cesar una relación y negociar con una tercera parte
- cada parte puede cambiar unilateralmente los términos de los contratos

La primera forma no tendrá lugar si los costes de transacción son prohibitivos o el sistema legal lo impide²². Sin embargo, este tipo de costes no pueden evitar el segundo tipo de ruptura. La única fuerza, en opinión de este autor, que puede evitarlo es la reputación. La existencia de acuerdos implícitos, es decir, no plasmados en los contratos, así como la posibilidad de que la reputación actúe como mecanismo de cumplimiento de los mismos, gira en torno a la existencia de asimetrías de información.

Cornell y Shapiro (1987) ayudan a ilustrar la naturaleza contractual de la reputación en su trabajo a través de su relación con los derechos implícitos. En términos de balance, la reputación de una empresa en un momento dado puede ser vista como un activo y un pasivo. En el activo quedaría plasmado el valor de los derechos implícitos vendidos tanto en el presente como en el futuro, mientras que por el lado del pasivo recogería el valor presente de hacer cumplir estos derechos en un futuro.

Además de la condición de rentabilidad económica de la reputación, existen otros condicionantes para que la misma actúe como mecanismo de gobierno de las relaciones contractuales, estas condiciones están asociadas con la existencia de costes y de fluidez en la transmisión de la información, como son la repetición de los contratos en el futuro o la observación del cumplimiento del contrato *ex post*.

La regulación

El sistema legal afecta al tipo de contratos realizados entre las partes, y proporciona un punto de referencia del grado de confianza que puede depositarse en los mismos. En ocasiones las fricciones del sistema legal, como plazos administrativos, costes y pruebas necesarias, hacen que el funcionamiento del mismo como estructura de gobierno sea ineficaz y se recurra a otras formas de salvaguarda de los contratos.

Las diferentes restricciones reguladoras pueden influir significativamente en los incentivos de la dirección y en el gobierno corporativo. Dentro de las regulaciones que pueden influir en el gobierno corporativo se encuentran la normativa sobre la propiedad institucional o tomas de control.

La regulación ha mostrado ser un importante factor explicativo de las diferencias existentes en los sistemas de gobierno corporativo a lo largo de distintos países. Los

²² Recurrir al sistema puede suponer a veces costes prohibitivos.

mercados de capitales están más desarrollados y tienen un mayor peso en el gobierno de la empresa en aquellos países en que los accionistas minoritarios gozan de una mayor protección legal (La Porta y otros, 1999).

La regulación pública de las condiciones de la competencia en determinados sectores económicos permite que empresas concesionarias de una actividad considerada de “interés público” se benefician de barreras de entrada legales que impiden la concurrencia de nuevos agentes, a cambio de imposiciones en su conducta competitiva que, de hecho, disciplinan algunos aspectos del comportamiento de sus directivos (Meller y Maroto, 1999).

En el ámbito de la política contable la regulación adquiere un protagonismo especial como mecanismo de gobierno. La inter-relación entre investigación y regulación contable es la nota dominante en la historia de la contabilidad. El debate acerca de la deseabilidad de la regulación contable sobrepasa el alcance de este epígrafe, ya que en el mismo nos limitaremos a exponer brevemente como la regulación contable afecta a la función contractual de la contabilidad.

Arruñada (1990) considera un error de la regulación pública ignorar la función primordial contractual de las cifras contables a favor de su función accesoria de ayuda a la determinación del valor bursátil y de sus títulos. La regulación ha olvidado los costes de obtener y divulgar la información de cada empresa, para así facilitar su uso en el mercado de capitales.

La normativa contable es considerada por Watts y Zimmerman (1986) como una restricción real del conjunto de procedimientos disponibles, obligando a las empresas a adoptar una tecnología contractual costosa. Desde el punto de vista de elección contable, la normativa contable impone restricciones en la discrecionalidad directiva, restricciones que de no ser modificadas en contra por las partes, delimitarán el conjunto de procedimientos disponibles.

La regulación tanto en la emisión de información como en la auditoría distorsiona las atribuciones que de forma natural se asignarán a la contabilidad en ese proceso contractual. La regulación constituye una forma de intervención del Estado en la economía, afectando al papel genuino de la contabilidad en el proceso contractual.

La regulación ha de ser entendida como el resultado de un proceso político en el que los políticos y burócratas actuarán como agentes económicos racionales, es decir, en busca de su propio interés. La dirección, accionistas y demás grupos se verán afectados por la decisión que en materia contable determinan los organismos reguladores por lo que tendrán incentivos para pronunciarse respecto a una determinada norma, llevando a cabo actividades de apoyo o rechazo.

Las diferencias institucionales entre los países pertenecientes al *common-law* o al ámbito anglosajón y los pertenecientes al *code-law* o ámbito continental se verán reflejadas en los criterios y prácticas contables aplicados en los distintos países. Ball y otros (2000) argumentan el distinto grado de discrecionalidad permitido en la normativa contable en los distintos países basándose en los distintos modelos de gobierno de la empresa. En los países de corte continental, la influencia política comparativamente alta, tiene lugar tanto en la esfera nacional como en la empresa. Los gobiernos establecen y hacen cumplir la normativa contable nacional. En la empresa impera un modelo de gobierno orientado hacia los *stakeholders*, donde los resultados contables del periodo son considerados como “el pastel” que será repartido entre los diferentes grupos en forma de dividendos para los accionistas, de impuestos para el gobierno, de bonos de compensación para la dirección y, en ocasiones, también para los empleados. De esta forma, el cálculo del resultado contable se ve influido más por las preferencias de pago de los diferentes agentes, empleados, gobierno y proveedores de fondos, que por la demanda pública de información. Estas preferencias penalizan la volatilidad en los pagos y por lo tanto en los resultados, por lo que los directivos gozan de una mayor libertad dentro de la normativa contable para decidir cuándo los resultados económicos han de ser incorporados en el resultado contable. En un modelo de gobierno orientado a los accionistas característicos de los países de corte anglosajón, los pagos se encuentran menos ligados al resultado contable por lo que las asimetrías informativas del mercado de capitales constituyen el objeto central en la emisión de la información financiera.

La auditoría

La regulación y la auditoría juegan un papel importante en el control y delimitación del ejercicio de la discrecionalidad directiva en el ámbito contable. La utilización durante décadas de la auditoría voluntaria es coherente con la existencia de problemas de agencia y la utilización de mecanismos de garantía y de control tendentes a reducir estos costes de agencia, sugiriendo que la auditoría es parte de la tecnología eficiente en la organización de las empresas (Watts y Zimmerman, 1983)²³.

La auditoría contable, como medio de control de los contratos tiene como misión comprobar que la información contable ha sido elaborada de acuerdo con un conjunto de procedimientos disponibles y que las provisiones contractuales no han sido incumplidas.

La teoría contractual puede ser utilizada para predecir qué empresas, en base a los costes contractuales, contratarán auditores profesionales cuando la auditoría no es requerida

²³ La existencia de auditores independientes no es el resultado directo de un mandato gubernamental sino fruto de la propia actividad, así estos autores consideran que cambios en las legislación acerca de quiebras potenció esta actividad, pero aún sin estos, las economías de escala también hubieran llevado al desarrollo de esta actividad.

por ley. Chow (1982) predice que las empresas de mayor tamaño y con mayor ratio de endeudamiento demandarán más los servicios de la auditoría debido a los mayores costes de agencia que soportan por el incentivo a transferir riqueza de los accionista o de los acreedores. En un contexto caracterizado por asimetrías de información, la búsqueda del interés propio y expectativas racionales, la auditoría voluntaria se consagra como un mecanismo de control voluntario tendente a evitar que el coste *ex ante* de una posible actuación oportunista sea soportado por el agente.

La teoría contractual también proporciona explicaciones útiles acerca de la práctica de la auditoría, tales como la competencia e independencia del auditor, reputación del auditor, la existencia de sociedades profesionales, las formas organizativas de una sociedad de auditoría, el tamaño de la empresa y la especialización por sectores (Watts y Zimmerman, 1986).

La regulación y amenaza de regulación afectará a la naturaleza de la auditoría. El papel atribuido a la auditoría en la legislación es controlar la información publicada por la dirección y que será utilizada por los inversores en sus decisiones de inversión. Las funciones atribuidas a la auditoría sobrepasan el papel contractual ya que también ha de ocuparse de otras cifras no incluidas en los contratos. El auditor será legalmente responsable de la información contable más allá de la utilizada en los contratos.

Si bien la regulación amplía las atribuciones de la auditoría y aumenta la demanda de este servicio para cumplir requisitos legales, a su vez disminuirá la demanda contractual de la misma, derivado de la reducción de la eficiencia de los contratos basados en cifras contables en eliminar los costes contractuales ocasionado por la obligatoriedad de las normas contables (Watts y Zimmerman, 1986).

La auditoría proporciona al auditor la oportunidad de ofrecer nuevos servicios a los clientes, como información sobre nueva normativa, etc.... Dentro del proceso político los auditores tendrán incentivos para emprender acciones que aumenten su riqueza aún a costa de otro grupo, generalmente sus clientes. Los auditores tienen incentivos para apoyar normas que entrañen dificultad de tal forma que se aumente la demanda de sus servicios, si bien antes de adoptar esta posición será necesario una evaluación coste – beneficio en la que se tendrá en cuenta que una normativa compleja dificultará la utilización de las cifras contable en los contratos disminuyendo la demanda de la auditoría como control de los mismos.

Las fricciones con que actúa este mecanismo de control, como puede ser la no independencia de los auditores, dificultarán la labor de la auditoría.

4. ALGUNAS DIFERENCIAS INTERNACIONALES

1

La importancia que adquieren los distintos mecanismos de gobierno que acabamos de exponer difiere en los distintos países. En este epígrafe pretendemos dar unas leves pinceladas sobre los dos modelos básicos de relación entre los mercados de capitales y las empresas, el modelo Angloamericano y el modelo de Europa Continental²⁴, y de sus repercusiones en los también dos sistemas de gobierno de empresas.

El primero de ellos, el modelo anglosajón, es un modelo basado en el mercado y la competencia, y se caracteriza por la importancia y el papel que juegan los inversores institucionales y los mercados de capitales, siendo las empresas independientes entre sí y de las instituciones financieras. Por el contrario, en la Europa Continental, los mercados de capitales están menos desarrollados, la inversión institucional es menos importante y la propiedad y el control se transfiere fuera del mercado entre accionistas estables de las compañías, por lo que el gobierno de las empresas está fundamentado sobre la existencia de relaciones estables (Fanjul, 1998).

Como estereotipos de las diferentes estructuras financieras nos encontramos con países como Alemania y Japón donde las empresas tienen fuertes vínculos con los bancos a diferencia del Reino Unido o Estados Unidos, donde la relación con los proveedores de capital tienen lugar en el "anonimato" del mercado de capitales "*arm's length*". Del análisis de la estructura de capital de las grandes empresas de países pertenecientes al G-7, Rajan y Zingales (1995) nos muestran que las diferencias observadas en la estructura de capital agregada de estos siete países vienen en parte explicadas por las diferencias institucionales existentes, si bien no parece que el predominio de los mercados financieros o de la banca sea la diferencia institucional con mayor poder explicativo, por lo que es preciso tener en cuenta además otros rasgos institucionales como las normas fiscales, la regulación de la quiebra o el mercado de control societario. Más que diferencias en el grado de apalancamiento, estos autores obtienen evidencia de diferencias en la mayor utilización de títulos públicos (bonos, obligaciones y acciones) en el ámbito anglosajón frente a la utilización de financiación privada (créditos bancarios) en el ámbito continental. Los orígenes de la deuda, bancario o no, son importantes ya que las consecuencias sobre el control y los sistemas de incentivos que gobiernan la relación contractual no son las mismas.

Tradicionalmente se han mostrado como argumentos en favor/contra de la deuda los beneficios fiscales, los costes de transacción asociados a la quiebra, el efecto que pudiera tener en la política de inversión y, especialmente en industrias maduras, la minoración de los

²⁴ En el modelo continental europeo pueden apreciarse dos sistemas: el sistema germánico y el sistema latino. La diferencia fundamental radica en la importancia atribuida a los bancos y empleados, factores críticos en las empresas alemanas (Melis, 1998).

problemas del *free cash flow* asociados a la deuda. Teniendo presente estos factores, podría esperarse que las empresas de las economías “orientadas a la banca” se encuentren más endeudadas, ya que las instituciones financieras ejercerán un fuerte control en las política de inversiones a la vez que seguirían manteniendo las ventajas fiscales de la deuda. Sin embargo, Rajan y Zingales (1998) encuentran que las empresas del Reino Unido y Alemania son las menos apalancadas. Estos autores sugieren que los mercados bien regulados, normas contables sobre elaboración y emisión de información y normativa que proteja a los accionistas, son sustitutos adecuados de la relación estrecha que mantienen las empresas con las instituciones financieras en los países de ámbito continental.

La Porta y otros (1999) consideran que la diferencia entre estos dos sistemas financieros es tenue, resaltando dos características importantes, incluso paradójicas, en los mismos. Desde un punto de vista legal, las entidades financieras tienen permitido la subscripción y negociación de títulos en los mercados financieros orientados al mercado mientras que está severamente prohibido en países como Japón. Los países englobados dentro del sistema de mercado tienen un mercado de deuda (bonos y obligaciones) mucho más desarrollado que los países pertenecientes al sistema financiero orientado a la banca.

La empresa con propiedad dispersa descrita por Berle y Means (1932) es una forma de organización común a los países del “common law”, si bien estructuras accionariales dispersas no es habitual en el resto de los países. Las diferencias en las estructuras de gobierno observadas a los largo de distintos países no son simples accidentes históricos o culturales sino el resultado de profundas diferencias en el entorno legal y regulador que influyen en la concentración de la propiedad y deuda. Esta concentración es importante desde la perspectiva del gobierno corporativo porque proporciona a los inversores incentivos y capacidad para controlar e influir en la actuación de la dirección, y en su ausencia han de aflorar mecanismos alternativos que disciplinen a la dirección (Prowse, 1994). Este entorno regulador incluye la legislación en defensa de la competencia, negociación de títulos por parte de la dirección, emisión de información, posibilidad de que las instituciones financieras se conviertan en importantes proveedores de financiación, o de que las empresas obtengan fuentes de financiación externa diferentes a la bancaria.

Como ejemplos de una legislación restrictiva pueden citarse las limitaciones en la participación en empresas que la banca, compañías de seguros y fondos de inversiones encuentran en los Estados Unidos y Reino Unido. Por el contrario la ausencia de tales restricciones en Japón y Alemania han alentado la concentración financiera.

Fanjul (1998) nos presenta dos modelos de gobierno de las empresas: el modelo anglo-americano y otro menos definido y menos homogéneo que caracteriza a los países de

Europa Continental y en un cierto sentido también a Japón. Las diferencias entre estos modelos se⁴refieren básicamente a los siguientes aspectos:

- La importancia del mercado bursátil. Para una empresa americana estar registrada en una bolsa de valores constituye un indicador de éxito y de consolidación empresarial, siendo además el objetivo habitual de cualquier empresa que aspire a crecer. La importancia de las empresas que cotizan en bolsa en América o Estados Unidos es alta, no sólo por el número de empresas sino también porque la capitalización bursátil alcanza un alto porcentaje sobre el producto nacional a diferencia de lo que ocurre en la Europa Continental.
- La eficiencia de los mercados de capitales. Si bien no es fácil identificar las razones, si resulta claro que el desarrollo de los mercados anglosajones está asociado a un nivel de eficiencia superior. Los mercados anglosajones son mercados mejor regulados que los europeos, con un mayor rigor y transparencia exigido en los comportamientos de sus agentes, lo que contribuye a dar más confianza a los participantes.
- El control y la propiedad de las empresas. En las economías anglosajonas, las empresas suelen ser independientes en el sentido de no estar controladas por algún inversor individual, por otra empresa o banco, por un grupo reducido de inversores. Igualmente no es habitual el cruce de participaciones entre empresas. La imagen en la Europa Continental difiere sustancialmente de la que acabamos de describir, siendo normal que las empresas estén controladas por grupos de inversores estables, con participaciones que con frecuencia son minoritarias pero significativas y donde son habituales los cruces de participaciones. La dispersión de los accionistas tiene la ventaja de la diversificación de carteras, pero la desventaja de carecer de incentivos para supervisar y controlar el gobierno de las empresas en las que se invierte.
- La inversión institucional. La independencia empresarial en Estados Unidos y en el Reino Unido se encuentra ligado a la inversión institucional, más desarrollada que en el resto de países europeos.
- El mercado de control. Las anteriores características implican procedimientos distintos de transmisión de propiedad y de cambio de control de las empresas, así en el entorno anglosajón la transmisión de la propiedad y el control de las empresas tendrá lugar en el mercado. Sin embargo, las tomas de control son menos frecuentes en el ámbito continental debido a que la existencia de accionistas significativos obliga a negociar la transferencia de control o la propiedad fuera del mercado.

Estas características definen dos modelos muy diferenciados en cuanto a la relación con los accionistas. Mientras que en el modelo anglosajón se basa en un sistema de mercado, donde los accionistas institucionales no tienen potenciales conflictos de interés en la empresa²⁵, el modelo continental se basa en las relaciones, siendo frecuente la existencia de accionistas estables que controlan la marcha de las sociedades, evitando a su vez los inconvenientes de la separación entre propiedad y gestión que sufren las empresas en el sistema anglo-americano. La existencia de mercados de capitales más desarrollados en los países anglosajones potencian una tenencia fragmentada de títulos negociables (deuda o acciones) por parte de los inversores, quienes intentarán diversificar su cartera, así como también potencian la negociación a corto en lugar de una tenencia con fines de control corporativo.

Los resultados obtenidos por La Porta y otros (1999) tras analizar empresas de 34 países, concluyen que la calidad de protección del inversor, medido bien por el grado de derechos de los accionistas o por su origen legal, es un determinante importante en la incidencia de la dispersión en el accionariado de las empresas. Emmons y otros (1999) ponen de manifiesto la importancia de los sistemas legales (“*common law*” y “*civil law*”) en el grado de protección otorgado a los inversores en los distintos países incidiendo a su vez en el desarrollo de los mercados de capitales, así como también en la estructura de capital y de propiedad.

De estos dos sistemas de gobierno pueden extraerse ventajas y desventajas comparativas. Así, el modelo europeo continental, basado en la cooperación y el consenso, resulta ser poco compatible con la flexibilidad y rapidez de ajuste que requiere un mundo caracterizado por el aumento de la competencia y el cambio tecnológico, mientras que el modelo anglo-americano, sufre del excesivo sometimiento a las reglas de mercado, incentivando en exceso la búsqueda de beneficios a corto plazo, sacrificando los resultados a largo.

Estas características de los dos modelos de gobierno que acabamos de exponer pueden considerarse líneas generales que hemos de tener presente, a la vez que ser conscientes, de que pueden existir diferencias importantes entre países de un mismo modelo. Tomar estos dos modelos como punto de referencia es razonable y práctico, pero no hemos de olvidar que el sistema de gobierno y control de las empresas vigente en cada país, depende no sólo de las fuerzas económicas del mercado, sino de su historia, sus peculiaridades institucionales, así como de sus leyes, regulaciones y costumbres.

²⁵ Por razones de diversificación de riesgo, sus participaciones en las empresas son minoritarias, sin vocación o compromiso de permanencia a largo plazo, aunque ésta puede producirse, y no se involucran en la gestión o control de las compañías.

Frente a la posición clara de Fanjul (1998) respecto a una imposición del modelo anglosajón en la Europa Continental debido a la creciente globalización financiera, al fuerte incremento de la inversión institucional y a “haber triunfado ideológicamente y como esquema teórico”, se encuentran otras posturas como la de Dehesa (1998) que muestra dudas al respecto. Este autor se inclina más por una convergencia de ambos modelos, ambos tienen sus ventajas y desventajas, y la convergencia puede ayudar a que ambos se beneficien de importar las ventajas de cada uno de ellos. Como rasgos más sobresalientes de esta convergencia se encuentra por un lado el acercamiento del modelo anglosajón a juzgar por el mayor activismo de los inversores institucionales²⁶ con lo que el modelo “outsider” angloamericano cada vez tenderá a parecerse más al modelo “insider” alemán o francés, y por otro el modelo europeo continental está intentando reducir peso de los propietarios de control mediante la introducción de mayor transparencia e información a los accionistas minoritarios y a través del nombramiento de consejeros independientes que defiendan dichos intereses minoritarios. Por último este autor señala como la creciente defensa de los intereses de los *stakeholders* puede imponer a la larga cambios importantes en el modelo angloamericano acercándolo al modelo Europeo Continental, con mayor representación de éstos en los Consejos de Administración.

En el último de los capítulos que conforman el marco teórico de este trabajo de investigación, presentamos la contabilidad como un elemento integrante del sistema de gobierno, en tanto que, como parte de ese entramado contractual, alimenta las distintas relaciones de agencia, contribuyendo a paliar los problemas de información existentes en las mismas, a la vez que será fuente de nuevos conflictos de intereses, sobre los que el resto de los mecanismos de gobierno se sentirán llamados a actuar.

²⁶ Cada vez es mayor el número de inversores institucionales que piden tener representación en los Consejos de administración, por lo que las acciones están pasando de ser tratadas como activos a ser consideradas como instrumentos de propiedad.

CAPÍTULO 3

LA TEORÍA POSTIVA DE LA CONTABILIDAD

1. INTRODUCCIÓN

El nacimiento y la evolución de la teoría positiva de la contabilidad han de ser entendidos desde una perspectiva de evolución paralela a la experimentada por otras disciplinas afines a la misma. Un aspecto que no pasará desapercibido tras la lectura de este breve descripción del contexto en que la teoría positiva de la contabilidad emerge y de sus primeros balbuceos, es cómo la investigación en contabilidad viene dada de la mano de la investigación en otras disciplinas, especialmente economía y finanzas, de tal forma que nuevos conceptos y metodología que estaban siendo aplicados en las mismas pasaran a ser tenidos en cuenta y a surtir efectos en la investigación contable. Como no podría ser de otra forma, la investigación en contabilidad ha de ser entendida desde una visión interdisciplinar, desde la que cada disciplina aportará su particular grano de arena en la comprensión de los procesos de asignación de recursos y en los que la información adquiere tal relevancia que los mismos pueden concebirse como una estructura de intercambio de información entre agentes económicos individuales. La teoría positiva de la contabilidad parte de una comprensión económica de la organización, en la que incluye el sistema de información contable como parte del diseño organizativo.

Los avances producidos en finanzas en los años 50 y 60, y la consideración de la teoría contractual de la empresa como estructura básica que sustentará el análisis de la política contable son los focos de influencia que más profundamente han marcado la evolución de la investigación en contabilidad.

Siguiendo un orden cronológico, aunque no de forma estricta, comenzaremos describiendo los trabajos contables de finales del XIX y principios del XX. Durante este periodo sus autores se limitan a describir la práctica observada, proporcionando reglas pedagógicas para clasificar la misma, sin ni siquiera estructurar un conjunto de principios contables que pudiera servir para explicar la práctica.

Tras los *Securities Act* de 1933 y 1934, establecidos por la *SEC (Security Exchange Commission)* en U.S.A., pronunciamientos que regulan la publicación de información de aquellas empresas que cotizan en bolsa, los investigadores comienzan a preocuparse por proporcionar prescripciones de cómo las empresas deben de informar. El entorno que caracteriza estos pronunciamientos está notablemente influido por el Crash del 29, pasando a considerar como prioritario sistematizar la práctica contable unificando criterios, de forma que se favoreciese la uniformidad y comparabilidad de los estados financieros. Los teóricos contables son más normativos, centrándose en lo que debe de hacerse y no prestando atención a la validación empírica de las hipótesis en que se basaban las prescripciones normativas²⁷.

El concepto de teoría positiva fue introducido en la literatura contable recientemente, en los años 60. La aplicación de los avances obtenidos en las finanzas, tanto corporativas como de mercado, en los años 50 y 60 condujeron a la introducción de la investigación positiva y del concepto de teoría positiva en la disciplina contable. En los años 50 Joel Dean (1951) y Modigliani y Miller (1958) consiguieron importantes avances en finanzas aplicando el análisis económico a los problemas financieros. La contrastación empírica de las hipótesis planteadas se vio facilitada por la creación de bases de datos de precios de acciones y por los avances de la tecnología informática. Esta facilidad de obtención de datos propició que se llevaran a cabo numerosos estudios sobre comportamiento de los precios y el efecto de nueva información en el precio de los títulos. Serán en estos primeros estudios empíricos donde comiencen a aparecer las hipótesis de mercado eficiente.

Para Watts y Zimmerman (1986), considerados los padres de la teoría positiva de la contabilidad, el concepto de teoría que sustenta la literatura contable formada por trabajos empíricos con substrato económico, es un concepto científico de teoría. El objetivo de la teoría es explicar y predecir un fenómeno, en este caso la práctica contable, sin pronunciarse acerca de qué método ha de seguir una empresa, quedando, por lo tanto, claramente

²⁷ Dyckman y Zeff (1984) citan a título de ejemplo cómo en el periodo 1963-1965 sólo el 3% de los trabajos publicados en *The Accounting Review* eran empíricos y prácticamente ninguno intentaba explicar el mundo real de la contabilidad empleando modelos matemáticos o técnicas más o menos formales.

diferenciadas las proposiciones positivas de las normativas²⁸; en economía este concepto se ha llamado teoría positiva. Unido a este concepto de teoría se encuentra una metodología de investigación, resultado de la acumulación de años de experiencia de los investigadores empíricos en la elaboración de teorías útiles²⁹. La importancia de la teoría positiva en contabilidad radica en el potencial para proporcionar predicciones y explicaciones de las consecuencias de las decisiones en política contable.

Las críticas al enfoque marcadamente normativo existente en contabilidad también contribuirán a este cambio de orientación, favoreciendo el despegue de la contabilidad positiva. Los informes que encargaron la Fundación Ford y La Carnegie Corporation sobre el contenido de los estudios de postgrado (MBA) que se impartían en U.S.A., criticaron el enfoque docente marcadamente normativo, así como la escasa actividad investigadora que se desarrollaba en las escuelas de negocios, inclinándose a un cambio que contemplara una formación orientada hacia la toma de decisiones y en la que la investigación en el mundo real constituyera una de las tareas fundamentales del profesorado. Los cambios producidos en la orientación académica y curricular de las grandes escuelas norteamericanas a finales de los cincuenta y primeros de los sesenta, es un factor que contribuyó al despegue de la contabilidad positiva (Watts, 1995)³⁰.

Fueron los propios defensores del normativismo los primeros en llamar la atención acerca de las notables deficiencias que presentaba la contabilidad en los años cuarenta, cincuenta y sesenta, razón por la que comenzará a tomar cuerpo la idea de construir una teoría general para remediar esas deficiencias (Monterrey, 1998). Una evidente dificultad del normativismo es el hecho de que para diferentes individuos, la contabilidad tiene diferentes funciones y objetivos. Así, para un miembro del Consejo de Administración, la contabilidad desempeña una función de control de la acción gerencial, mientras que para un analista financiero su papel es proporcionar información a los mercados financieros. El problema del normativismo, tal y como lo concibe Chambers (1966) no es otro que elegir entre funciones y objetivos alternativos, y desde este punto de vista no es posible construir una teoría general que dé solución a todos los problemas de la contabilidad (Monterrey, 1998).

²⁸ Dado un objetivo, un investigador puede cambiar una prescripción en una predicción condicional y determinar su validez. La teoría sólo proporciona uno de los ingredientes necesarios de una prescripción: el efecto de ciertas acciones en determinadas variables. Los usuarios proporcionan el otro ingrediente: el objetivo y la función que proporciona el efecto de las variables en ese objetivo, es decir, la función objetivo (Watts y Zimmerman, 1986).

²⁹ La metodología científica fue introducida en la contabilidad de la mano de las finanzas quien a su vez supo introducirla de la economía. Bajo la metodología científica no existe teoría verdadera ni perfecta.

³⁰ Citado en Monterrey (1998).

El auge que experimentará la contabilidad positiva se produce de forma paralela al declive del enfoque normativo. En palabras de Monterrey (1998), uno de los méritos de la contabilidad positiva es concebir la disciplina como una parte integral de la economía, no como un cuerpo de conocimientos independiente y separado. Esta forma de entender la contabilidad tiene su razón de ser, en primer lugar en la importación de los avances producidos en las finanzas corporativas en los años 50 y 60 y posteriormente, cuando la información es considerada pieza fundamental en la asignación de recursos, la teoría contractual será el armazón que sostenga la investigación dentro de la teoría positiva de la contabilidad. Pasamos a ver en los apartados siguientes estos dos focos de propulsión de la teoría positiva de la contabilidad.

2. LA INFORMACIÓN CONTABLE EN EL MERCADO DE CAPITALES

Las hipótesis de mercado eficiente y el modelo de valoración de activos CAPM jugaron un papel trascendental en la evolución de la investigación contable. Las hipótesis de mercado eficiente establecen que la competencia por la información conduce a que los beneficios económicos esperados de la producción y uso de la misma sean igual a cero³¹. Estas hipótesis son una extensión de las condiciones de equilibrio de beneficio cero en la teoría de precios en un mundo totalmente certero, a un comportamiento dinámico de los precios en un mercado competitivo bajo incertidumbre.

Junto a las hipótesis de mercado eficiente, el modelo de valoración de acciones (CAPM) marcarán la investigación contable de este periodo. Este modelo identifica factores que afectan a los valores de mercado de las acciones. El CAPM introducido por Sharpe (1964) y Litner (1965) se trata básicamente de una extensión de los modelos de certidumbre perfecta de Fisher a una situación de incertidumbre. El CAPM ampliado a varios periodos valora un activo basándose en sus cash flows esperados y en el tipo de rendimiento esperado que el mercado requiere de acuerdo con el riesgo de los cash flows. Si las cifras contables están asociadas con cash flows entonces las cifras correspondientes al periodo corriente pueden proporcionar información acerca de los cash flows actuales y de los esperados en un futuro.

Estas contrastaciones empíricas tuvieron gran impacto en la investigación contable ya que los resultados obtenidos de las hipótesis de eficiencia de mercado eran contrarios a las hipótesis subyacentes en las prescripciones normativas, principalmente la hipótesis sobre

³¹ Dentro del conjunto de información disponible se distinguen tres niveles, por lo que diferenciaremos tres grados de eficiencia: en el nivel débil el conjunto de información incluye sólo los precios históricos de los títulos; en el nivel semifuerte se refiere a toda la información públicamente disponible

la existencia de una única fuente de información en la empresa: la información contable. En esta hipótesis descansaban dos argumentos utilizados en la literatura contable:

- la falta de uniformidad de procedimientos contables permitía a los directivos confundir sistemáticamente al mercado de capitales
- los resultados contables no tienen significado ya que están calculados bajo diferentes bases (coste histórico, valor de mercado..)

La hipótesis de mercado eficiente sugiere que es poco probable que la información contable sea la única fuente de información, ya que la competencia de información subyacente en la hipótesis de mercado eficiente conduce a que inversores y analistas financieros obtengan información a través de otras fuentes distintas a los informes contables e incluso fuera de la empresa. Esta hipótesis también sugiere que el mercado no será sistemáticamente confundido por los resultados contables. Por último, si existe asociación empírica entre resultado contable y precios de acciones, los resultados contables pueden ser útiles.

Este conflicto entre la hipótesis de mercado eficiente y las hipótesis subyacentes en las prescripciones contables condujo a la introducción y popularización de la teoría positiva y la metodología en la literatura contable, si bien resultó difícil de aceptar por parte de los investigadores en contabilidad, como muestran las dificultades que encontraron Ball y Brown en publicar su trabajo en 1968³². Dentro de los trabajos basados en conceptos introducidos de las finanzas, fue éste uno de los que más impacto causó. En este trabajo los autores investigan una relación empírica entre los resultados contables y los precios de las acciones en el mercado, así como el contenido informativo de los resultados contables, es decir, si los resultados contables reflejan factores ya incorporados en los precios o si los mismos proporcionan información al mercado de capitales. Junto a estos autores, también se considera a Beaver (1968) como otro de los pioneros en esta línea de investigación, siendo las conclusiones básicas de la misma que los cambios en precios de acciones para un periodo dado se encuentran asociados tanto con el sentido como la magnitud de los resultados contables inesperados en ese periodo. Dada la hipótesis de eficiencia de mercado esta evidencia es consistente con las hipótesis de que el resultado contable refleja factores que afectan a los precios de las acciones.

Si bien el grupo de estudios que tratan las relaciones entre resultado contable y precio de acciones partían de las hipótesis de mercado eficiente como algo dado,

que es fundamentalmente de naturaleza contable, y en el nivel fuerte el conjunto de información incluye tanto la información pública como la privada.

³² The Accounting Review rechazó la publicación del trabajo argumentando que aquella era “una revista de contabilidad”.

posteriormente se realizaron estudios que contrastaban la hipótesis “mecanicista”³³ frente a la hipótesis de “no efecto”. Estos trabajos presentan importantes problemas metodológicos asociados a estudios de eventos, así como la imposibilidad de rechazar la hipótesis nula.

Así pues, los primeros trabajos empíricos contables influidos por las nuevas corrientes de investigación (década de 60 y 70) se centraron principalmente en las implicaciones que las hipótesis de mercado eficiente y el modelo de valoración de activos CAPM tienen en el papel de las cifras contables como proveedores de información al mercado de capitales a efectos de valoración, pero no intentaban explicar la práctica de ese momento. Watts y Zimmerman (1986) consideran que se trata de una investigación positiva en tanto que investiga el por qué los resultados contables y el precio de las acciones están relacionados y por qué los resultados contables proporcionan información al mercado de capitales; sin embargo, no exploran por qué el resultado contable es calculado de una determinada forma.

Subyacente en estos estudios se encuentra la irrelevancia de la elección contable en la valoración de la empresa, como no podría esperarse de otra forma si se consideran unos costes de información nulos. Proposición análoga a la irrelevancia de la estructura de capital de Modigliani y Miller (1958), si bien no se trata sólo de una mera analogía ya que la proposición de irrelevancia de estructura de capital ejerció una gran influencia en las primeras predicciones de los investigadores que centraron su análisis en los cambios en precios de acciones asociados a cambios contables. Bajo el CAPM, la estructura de capital y los procedimientos contables sólo son formas y no tienen efectos en el valor.

Una de las primeras imperfecciones que fueron analizadas fue la existencia de impuestos. Si se introduce el impuesto, ambas, estructura de capital y procedimiento contable tendrán efecto en el cash flow y en el valor de empresa. Así Modigliani Y Miller (1963) muestran cómo en un mundo con impuestos, donde los intereses son deducibles y los dividendos no, la estructura de capital afecta al cash flow y al valor de la empresa. Cuando se realizan los primeros estudios para discriminar entre hipótesis “mecanicista” y de “no efecto”, el análisis de los impuestos era el único existente que permitía que la estructura de capital afectara al cash flow y al valor de empresa. De ahí que los investigadores contables predijeran que un cambio contable no tendría ningún efecto en el precio de las acciones a menos que no tuviese implicaciones impositivas³⁴.

³³ Esta hipótesis predice que ante procedimientos contables que aumenten o disminuyan el resultado, el precio se verá modificado aumentado o disminuyendo.

³⁴ Los tests de la hipótesis de “no efecto” no son equivalentes a tests de hipótesis de mercado eficiente, sino que se tratan de tests de la hipótesis conjunta de mercado eficiente, CAPM y costes contractuales, de transacción y de información nulos. Así, la imposibilidad de confirmar la predicción de que a menos que un cambio contable afectara a los impuestos, el mismo no tendría efecto en el valor de la

3. LA INFORMACIÓN CONTABLE EN LAS RELACIONES CONTRACTUALES

A finales de los años 70 surge una nueva línea de investigación, que centrará su atención en proporcionar explicaciones de las prácticas contables llevadas a cabo en las empresas, basándose en determinantes económicos. Watts (1995) indica cómo en torno a los primeros años setenta, la falta de argumentos para explicar en las escuelas de negocios las causas y consecuencias de la selección de las políticas contables que efectuaban las empresas, comenzó a ser un problema habida cuenta de la necesidad de enseñar a los alumnos a elegir entre soluciones contables alternativas y darles a conocer las diferentes consecuencias económicas que se derivan de cada opción³⁵.

Los dos focos de propagación o empuje de esta nueva corriente de investigación se encuentran en el debate surgido acerca de la regulación de la información contable y en los trabajos empíricos que trataron la discriminación entre la hipótesis de “no efecto” y la hipótesis “mecanicista” encontrándose que muchas empresas dentro de una misma industria cambiaban de procedimiento contable simultáneamente.

Las implicaciones de las hipótesis de mercado eficiente desacreditaron los argumentos tradicionales en que se basa la regulación contable³⁶. Ante esta situación los investigadores introdujeron nuevos argumentos de la literatura económica basados en fallos de mercado; analizados estos factores los investigadores concluyeron que, a priori, no existía justificación para la regulación de emisión de información contable, sino que se trata de una cuestión relativa de costes y beneficios. La falta de preocupación de la autoridades reguladoras en la determinación de esos costes y beneficios conduce a que el supuesto de que la regulación esté motivada por el “interés público” sea cuestionado. Situación que lleva a modelizar el comportamiento de los participantes en lo que Watts y Zimmerman (1979) han dado en llamar “proceso político” siguiendo unas pautas similares a actuaciones en otros ámbitos, es decir, actuando en interés propio los políticos y burócratas intentarán maximizar

empresa, hipótesis de “no efecto”, no implica necesariamente el rechazo de las hipótesis de mercado eficiente, ya que puede ser debido a otros factores como la existencia de costes contractuales.

³⁵ En Monterrey (1998).

³⁶ Los distintos cuerpos emisores de normas (A.P.B., F.A.S.B. y S.E.C.) pidieron a aquellos investigadores en contabilidad positiva un análisis de las implicaciones de las hipótesis de mercado eficiente en la regulación de la información y los argumentos tradicionales en que descansa la misma. Argumentaciones que giran en torno a la imposibilidad de distinguir por parte de los inversores y del mercado en general las empresas más o menos eficientes, debido al control monopolístico de la información por parte de la dirección, la ingenuidad de los inversores, fijación funcional, falta de significatividad de las cifras contables, diversidad de procedimientos, falta de objetividad, etc... Los trabajos de Beaver (1973 y 1976), Beaver y Demski (1974) y Benston (1969a, 1969b y 1973) pueden considerarse una respuesta a esta petición (Watts y Zimmerman, 1986).

su propia riqueza³⁷. En el llamado “proceso político”, al igual que en “el proceso contractual”, en el que posteriormente profundizaremos, la existencia de costes proporcionará una razón para que los directivos se preocupen acerca de la elección entre los procedimientos contables.

Los autores de los principales artículos que intentaban discriminar entre hipótesis “mecanicista” e hipótesis de “no efecto” comenzaban a plantearse el porqué industrias al completo cambiaban de procedimiento contable cuando tales cambios eran costosos y no tenían efectos beneficiosos en los precios de mercado. El planteamiento de los investigadores en finanzas era muy similar, la hipótesis de irrelevancia de la estructura de capital no podía explicar variaciones sistemáticas en la estructura de capital de ciertas industrias. Todas estas cuestiones llevan a algunos investigadores a plantearse que podría desarrollarse una teoría que explicase la práctica relajando los supuestos de costes de información y transacción cero que impregnaban el análisis económico de las decisiones empresariales y, a utilizar estos costes para, en el caso de la contabilidad, explicar los procedimientos contables. Al igual que en finanzas la existencia de los costes contractuales permitió que la estructura de financiación se tornara relevante en el valor de la empresa, la existencia de estos costes posibilita que el valor de la empresa se vea afectado por los procedimientos contables proporcionando una potencial explicación de las variaciones tanto de corte transversal como a lo largo del tiempo de los procedimientos contables utilizados por las empresas.

La apertura hacia la economía de la información por parte de la moderna economía financiera a partir de la década de los setenta constituye un punto de inflexión importante que se verá reflejado en la investigación en contabilidad de forma que los problemas de información –imperfecta y costosa- y de incertidumbre, serán incorporados en el desarrollo conceptual de la Teoría positiva de la Contabilidad. Los costes derivados de estos problemas constituyen un elemento útil y bien definido para la construcción de la misma (Klein, 1983), jugando un papel muy importante en la explicación de la elección organizativa, incluyendo en la misma la elección de procedimientos contables.

De acuerdo con Holthausen y Leftwich (1983) la consideración de unos costes contractuales no nulos permitirán el paso de una teoría de “no efecto” de la elección contable a una teoría de las consecuencias económicas de la elección contable, o lo que es lo mismo a la relevancia de la política contable en el valor de la empresa. De los trabajos diseñados para contrastar la hipótesis “mecanicista” de la hipótesis de “no efecto” (o lo que es lo mismo “consecuencias económicas nulas”) es difícil extraer conclusiones sobre las

³⁷ La regulación puede considerarse una forma de actuación del Estado en la economía. Este papel del Estado en la economía puede analizarse de acuerdo con Arruñada (1990) bajo una de dos hipótesis

implicaciones de la elección contable en el flujo del cash flow ya que no era la finalidad de estos trabajos. De acuerdo con la hipótesis “mecanicista”, la contabilidad era considerada una fuente monopolista de información sobre las empresas, y para los inversores los costes de procesar la información eran relativamente importantes con respecto a las ganancias que pudieran obtener. La teoría de las consecuencias económicas asume que existen varias fuentes de información y que los beneficios de procesar la información variarán dependiendo de los distintos tipos de usuarios de la información. Al igual que la hipótesis de “no efecto” las teorías de las consecuencias económicas suponen que los costes de procesar la información por parte de los participantes en el mercado de capitales no son importantes con respecto a las ganancias que pudieran obtener.

El rasgo distintivo fundamental de la teoría de “no efecto” y la teoría de las consecuencias económicas radica en la consideración de los costes contractuales. En un mundo en que los mismos sean nulos, la elección de una determinada política contable no tendrá efecto en la riqueza de los potenciales usuarios. Éstos tendrán su particular medida de la actuación de la empresa y ante cambios en la normativa o elección dentro de la misma, podrán ajustarse o renegociarse los contratos sin que suponga coste alguno para las partes. Así pues, en un mundo con estas características puede llegarse a una proposición de irrelevancia de la política contable similar a las proposiciones de irrelevancia de Modigliani y Miller sobre la estructura de capital y política de dividendos.

Cuando los costes contractuales son considerados en el análisis, las elecciones contables voluntarias y obligatorias tendrán efectos en el valor de la empresa y en la riqueza de la dirección, reguladores e inversores ya que estos costes impiden que algunos usuarios puedan ajustar las cifras contables. Por contraposición a la hipótesis de “no efecto”, las teorías que consideran los costes contractuales predicen unas consecuencias económicas ante cambios en los criterios aplicados en la elaboración de la información contable, ya que se originan cambios en la distribución de los cash flows esperados de la empresa, o los derechos de las distintas partes sobre estos cash flows. Las teorías de las consecuencias económicas suponen un comportamiento racional por parte de los agentes económicos. Si es muy costoso escudar el valor de la empresa o la riqueza de los agentes ante los cambios en políticas contables, los agentes se protegerán a sí mismos hasta el punto en que el beneficio marginal de evitar más expropiación iguale a los costes de protegerse. Si los cambios contables inducen transferencias de riqueza, los agentes demandarán *ex ante*, en la medida de lo posible, una compensación por las transferencias de riqueza esperadas.

La existencia de costes contractuales inherentes a toda relación, consecuencia del conflicto de intereses entre las partes y de la asimetría de información, marcará

contrapuestas según las cuales su actuación : a) responde al interés público , o b) es el resultado de la competencia entre grupos de interés privados por lograr redistribuciones favorables de riqueza.

profundamente las argumentaciones utilizadas por los investigadores para explicar las distintas políticas seguidas por las empresas, pudiéndose establecer un paralelismo, o quizás más precisamente una derivación, de los efectos y motivaciones que guiarán las decisiones financieras y contables. En el análisis de la estructura óptima de capital no solo serán tenidos en cuenta los costes de quiebra y los beneficios fiscales de la deuda en comparación con la emisión de capital propio, sino que también serán tenidos en cuenta los costes de agencia derivados del endeudamiento (Jensen y Meckling, 1976); una importante aportación posterior con respecto a la consideración del endeudamiento y los costes de agencia, será el potencial de la deuda en la reducción de los recursos libres de tesorería reduciendo el conflicto de intereses accionistas internos-externos (Jensen, 1986). De forma similar la elección de una determinada política contable vendrá determinada por los costes contractuales de las distintas relaciones que conforman la empresa.

Las empresas que sobrevivirán serán aquellas que minimicen sus costes, entre los que se encuentran los costes contractuales (Fama y Jensen, 1983a). Los métodos contables afectarán a los costes organizacionales de la empresa y siguiendo el mismo criterio, los métodos que se mantendrán serán los que resulten de un equilibrio económico similar. Los costes contractuales son tan importantes en la rentabilidad y supervivencia de la empresa como lo son los costes de producción.

La teoría positiva de la contabilidad ofrece una visión del sistema de información contable como parte de la tecnología elegida para hacer los contratos más eficientes, incorporándose al diseño organizativo de la empresa como un elemento más del mismo, concibiéndose como un instrumento de control y de influencia para conducir el comportamiento de los individuos que integran la organización (Prieto, 1996).

El artículo que sin lugar a dudas supuso el inicio de una teoría positiva de la contabilidad fue publicado en la revista *The Accounting Review* por Watts y Zimmerman en 1978³⁸, impulsores de esta corriente también conocida como “La Escuela de Contabilidad de Rochester”. Este artículo, como ellos mismos reconocen, proporciona los comienzos de una teoría positiva en contabilidad indagando en factores que influyen en las actitudes de los directivos respecto a las normas contables y que determinarán la posición de la empresa con respecto a las mismas. Estos factores influirán en el cash flow de la empresa y a su vez se ven afectados por las normas contables. Desde una perspectiva contractual la literatura contable posterior analizará la elección de una determinada política contable por parte de la dirección, centrando su interés en los determinantes económicos tanto de la elección

³⁸ Ball y Foster (1982) en su revisión de estudios empíricos en contabilidad sitúa a este trabajo dentro del grupo “decisiones sobre métodos contables”, grupo que indaga en los motivos que influyen en la elección de los métodos contables, reconociendo que jugó un importante papel en la generación de posteriores trabajos, que sin lugar a dudas alcanza hasta nuestros días.

contable como de la posición que tome una empresa respecto a una determinada norma contable.

La consideración de los costes contractuales en el análisis de la política contable, permite que la misma afecte al valor de la empresa. Veremos el papel que la contabilidad desempeña dentro de los contratos, dotándola de capacidad para que la dirección no se sienta indiferente el seguimiento de una u otra política contable. Para plantear la función de la contabilidad en el entramado contractual que conforma la empresa seguiremos el esquema propuesto por Watts y Zimmerman (1986), analizando el mismo, tanto en el proceso contractual como en el proceso político, si bien el papel de la contabilidad en este último puede ser entendido como la consideración del Estado como un partícipe más en la empresa.

3.1. CONTABILIDAD Y PROCESO CONTRACTUAL

La importancia del papel de la contabilidad en el proceso contractual, ha sido sugerido por algunos autores no pertenecientes a la investigación contable. Así Jensen (1983) afirma que la existencia de regularidades empíricas entre la elección de métodos contables y características corporativas como tamaño, estructura de capital, estructura de la propiedad, niveles de rentabilidad, etc., hace necesario conocer el papel que la contabilidad desempeña en el ámbito de las organizaciones.

En la contemplación de la empresa por parte de la teoría de la agencia como un nexo de unión contractual entre los distintos aportantes de factores productivos a la misma, que, además, toma en consideración que los objetivos de todos ellos no son coincidentes, sino que por el contrario, cada grupo tiene sus propias metas y motivaciones que cristalizan en un conjunto de contratos implícitos y explícitos que contengan cómo será repartido el excedente empresarial, será, precisamente, el sistema de información contable el mecanismo que va a permitir dar forma a ese entramado de contratos que constituye la empresa (Prieto, 1996).

La corriente surgida en torno al papel de la información contable en los mercados de capitales analiza cómo el mercado utiliza las cifras contables, pero no se proporcionaban hipótesis que permitieran predecir y explicar la práctica contable. Como anteriormente hemos apuntado, es lógico que no proporcionara este tipo hipótesis ya que la elección contable, *per se*, no podía afectar al valor de la empresa, la contabilidad era irrelevante. Para poder explicar y predecir la elección contable los investigadores introdujeron los costes contractuales. Watts y Zimmerman (1986) consideran que este supuesto acerca de la existencia de costes permite que los procedimientos contables afecten a los cash flow de la empresa y/o del directivo proporcionando una oportunidad para explicar las variaciones en

los procedimientos contables entre las distintas empresas y a lo largo del tiempo. El análisis basado en los costes contractuales puede considerarse la génesis de la actual investigación positiva en la que la política contable vendrá determinada por la utilización de la información contable en los contratos entre las partes que integran la empresa.

En la teoría económica de la firma, las relaciones contractuales entre los distintos partícipes, guiados por la búsqueda de su propio interés, y la empresa a través de la dirección constituyen la esencia de la misma. Estas partes reconocen que su bienestar dependerá de la supervivencia de la empresa, si bien al mismo tiempo tienen incentivos para llevar a cabo acciones que reduzcan el valor de la misma, motivadas por intentos de transferir riqueza desde otras partes hacia ellas. La protección a través del precio origina que las partes que tienen la posibilidad de llevar a cabo comportamientos no maximizadores de valor soporten el coste de tales acciones, motivando a las mismas al establecimiento de contratos que limiten tales comportamientos. Estos contratos no reducirán los costes de agencia derivados del conflicto de intereses de las distintas relaciones contractuales a menos que las partes puedan determinar si el contrato ha sido incumplido. Así pues, junto a la consideración de la empresa como nexo de contratos se hace preciso el control del cumplimiento de los mismos. La literatura contractual sugiere que la contabilidad juega un importante papel tanto en los términos de los contratos como en el control de esos términos (Watts y Zimmerman, 1986), siendo considerada una parte integral de los contratos que conforman la firma.

La protección a través del precio incentiva a las distintas partes integrantes de la empresa a utilizar los procedimientos contractuales más eficientes, es decir, que conduzca al mayor valor de la empresa. Además estas partes tendrán incentivos para innovar, encontrar nuevos procedimientos que restrinjan aún más las acciones que reduzcan valor. El conjunto de contratos que se mantendrán a lo largo del tiempo serán eficientes en términos de reducir los costes del conflicto de intereses o de forma equivalente maximizar el valor de la empresa (Fama y Jensen, 1983 a).

La demanda de información contable se hace patente a lo largo de las distintas relaciones contractuales, ya sea de forma explícita o implícita. Los contratos de deuda pactados entre la dirección y las entidades financieras, habitualmente requieren que la empresa se mantenga por debajo de un determinado ratio de cobertura y ratio de endeudamiento. Los planes de compensación de la dirección frecuentemente descansan en cifras contables.

Si la contabilidad es una parte integral de los contratos formales e informales que conforman la empresa (Holthausen y Leftwich, 1983; Watts y Zimmerman, 1986; Ball 1989 y Christie, 1990) y los costes de agencia varían con los diferentes contratos, los

procedimientos contables tienen el potencial de tener efectos en el valor de la empresa y/o en la compensación del directivo. Bajo este enfoque la contabilidad afecta a los derechos contractuales de las partes, incluido los accionistas, y al valor de estos derechos, incluido el precio de las acciones³⁹.

Holthausen y Leftwich (1983) plantean el nexo causal entre las cifras contables y el cash flow de la empresa, haciendo especial énfasis en cómo los costes contractuales impiden que los usuarios eliminen este nexo sin coste alguno. Estos costes contractuales son derivados de la existencia de intereses en conflicto, de la asimetría de información y de la imposibilidad de observar u obtener información sin coste alguno.

Si bien como hemos expuesto la elección de una determinada política contable tiene efectos en el cash flow, junto a la elección contable se encuentran otros importantes determinantes del valor de la empresa como las decisiones en política de inversión.

3.2. CONTABILIDAD Y PROCESO POLÍTICO

La teoría del proceso político o de la regulación económica, formulada inicialmente por Stigler (1971) considera que las decisiones políticas son, fundamentalmente, decisiones de regulación de la actividad económica que implican una redistribución de la riqueza entre los diversos agentes sociales. Las empresas se ven afectadas por este proceso en un doble sentido, por un lado, como señala Gallén Ortiz (1995), están sujetas a los beneficios políticos lo que conlleva recibir riqueza (por ejemplo a través de subvenciones), por otro lado, soportarán costes políticos a través de impuestos y políticas intervencionistas del gobierno (políticas antimonopolistas del gobierno, regulación de ciertos sectores empresariales, establecimientos de tarifas o precios máximos por una comisión pública en algunas empresas ...).

La teoría económica del proceso político adopta el punto de vista de “búsqueda del interés propio” suponiendo que los políticos no desempeñan un papel de meros *brokers*, sino que buscan maximizar su utilidad. El proceso político, como apunta Watts y Zimmerman

³⁹ El papel de la contabilidad en los contratos de deuda y de compensación así como en el proceso político proporcionan una oportunidad para que cambios en procedimientos contables, que sean neutros desde el punto de vista de los impuestos, afectan a los precios de las acciones. Los cambios en los procedimientos contables afectan a los costes de agencia y pueden transferir riqueza entre las partes de la empresa. Resulta de gran interés la comparación de estos estudios con los trabajos que en su día fueron realizados tendentes a discriminar entre la hipótesis de “no efecto” y la hipótesis “mecanicista”. Una gran diferencia los separa: en estos últimos no existía una teoría que nos explicara las variaciones mientras que en los trabajos que adoptan el marco conceptual de la teoría contractual, ésta se plasma como el telón de fondo que sustenta las explicaciones de tales variaciones.



(1986) constituye “una competición entre los individuos por las transferencias de riqueza”. Desde esta posición, la regulación económica es el resultado del equilibrio de dos fuerzas opuestas, una recibe riqueza y otra la proporciona, teniendo además en cuenta que los políticos y burócratas gubernamentales de todos los partidos políticos tienen incentivos para incrementar los recursos controlados por el gobierno ya que ello aumenta su posibilidad de conceder favores. La participación en el proceso político implica costes de información distintos de cero, costes de coalición y costes de presión.

Esta descripción del proceso político nos sugiere que se demandarán justificaciones en función de las posiciones que a cada grupo de interés les conviene defender, lo que Watts y Zimmerman (1979) llamaron “demanda de excusas”; estos grupos reclaman regulaciones que sean en “interés público” cuando realmente se trata de una búsqueda del interés propio.

Mediante la elección contable la dirección de resultados intentará disminuir las consecuencias económicas derivadas de la transferencia de riqueza que dimanen de la regulación o cualquier otra decisión política reguladora.

La hipótesis más comúnmente planteada en la literatura contable, excepto en aquellos trabajos más específicos de una determinada problemática de un sector, es la hipótesis del tamaño. Esta hipótesis predice una mayor utilización de procedimientos contables que difieran resultados del periodo actual a periodos futuros cuanto mayor sea el tamaño de la empresa. Esta hipótesis de tamaño se basa en el supuesto de que las empresas de mayor tamaño son las más visibles políticamente y de forma relativa sufrirán mayores transferencias de riqueza (costes políticos) que las de menor tamaño. El modo más directo de transferir riqueza es a través del sistema impositivo. Una importante cuestión a tener en cuenta es que si bien las empresas de mayor tamaño puede que soporten mayores tipos impositivos también puede que reciban más beneficios políticos que los compensen.

Hemos de ser cautelosos en la interpretación de los resultados de estos trabajos ya que la hipótesis de tamaño descansa en el supuesto de que son las grandes corporaciones las más visibles políticamente. Como anteriormente apuntábamos, también esa visibilidad es mayor en situaciones de problemas financieros, encontrándose más beneficiadas. Otro aspecto a considerar es que la asociación estadística entre el tamaño de la empresa y la elección de procedimientos contable puede ser debida a que el tamaño es una variable representativa de la pertenencia a un sector industrial.

4. DISCRECIONALIDAD DIRECTIVA EN POLÍTICA CONTABLE

En esa visión de la empresa como nexo de contratos en que los mismos especifican las reglas del juego dentro de la organización, la literatura contable, de la que posteriormente mostraremos sus conclusiones, se centra en cómo la utilización de la información como mecanismo para evaluar, incentivar y controlar a la dirección, como medio para proteger a los intereses de distintos partícipes de actuaciones que supongan transferir riqueza hacia otras partes o, como punto de referencia ya sea explícito o implícito para actuaciones del Estado que puedan afectar a la distribución de rentas entre los distintos sectores de la economía, etc...hace que la dirección tenga motivos para no adoptar una actitud pasiva ante las distintas alternativas contables en el registro de los acontecimientos económico. Si se supone que los individuos son racionales, tratarán con sus acciones de maximizar su utilidad, es decir su riqueza. En la medida en que ésta puede resultar alterada por la información contable, ya sea de manera directa o indirecta, es razonable pensar que los afectados elegirán aquellas prácticas que más se ajusten a su conveniencia.

La delegación del derecho de decisión que efectúan los accionistas dota a la dirección de una capacidad discrecional de actuación, que en el ámbito contable que nos ocupa se verá manifestada en la adopción de aquella política contable, dentro de os márgenes permitidos por las estructuras de gobierno, que favorezca sus intereses, o los de los accionistas cuando se trate de un conflicto de intereses entre accionistas y poseedores de títulos de deuda.

El efecto de la elección contable en la riqueza de las partes contractuales depende de las magnitudes relativas de sus costes contractuales. Así por ejemplo, suponiendo una situación en que los contratos de deuda basados en cifras contables tienen unos mayores costes de renegociación que los contratos de compensación del directivo basados en cifra contables, un cambio de la normativa impone mayores costes a empresas con acuerdos de deudas que a otras con acuerdos de compensación y, serán las primeras las que tendrán más incentivos para llevar a cabo actividades de oposición a la norma. Así pues, el desarrollo de una teoría positiva de la elección contable requiere un entendimiento de la magnitud relativa de los distintos tipos de costes contractuales.

Dentro de los estudios de elección contable realizados en el marco teórico de la teoría positiva de la contabilidad pueden distinguirse dos grandes grupos: elección de métodos y procedimientos contables y elección de divulgación de información por parte de la dirección de la empresa.

4.1. DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN

La teoría de la agencia nos proporciona explicaciones de por qué los informes financieros debieran de ser voluntariamente facilitados a acreedores y accionistas, y por qué la dirección debiera de encargar a auditores independientes que testificasen la exactitud y corrección de esos informes (Jensen y Meckling , 1976). En la relación de agencia existente entre dirección y accionistas, las asimetrías de información *ex ante* plantea problemas de selección adversa, de tal forma que los propios directivos tendrán interés en que se establezcan sistemas de control sobre su actuación, ya que en caso de no hacerlo se puede presuponer que realizan actuaciones en interés propio, lo que al ser anticipado por el mercado les repercutirá negativamente. La especialización de funciones (inversión-gestión), así como el elevado coste de una supervisión de la actuación del directivo, lleva a que el directivo emita información de forma voluntaria para así mostrar que su actuación es adecuada con los objetivos del principal. En este sentido la emisión de información voluntaria y la auditoría voluntaria son considerados como mecanismos de control voluntario (Giner, 1996) .

Los directivos gozan de cierta discrecionalidad sobre la información que desean ofrecer (qué información emitir, cómo emitirla, en qué situación...). El análisis de las asimetrías de información en las relaciones contractuales que conforman la empresa, proporciona un marco idóneo para el estudio de ese distinto grado de emisión de información voluntaria en las distintas empresas a lo largo del tiempo.

Los trabajos que sobre publicación de información voluntaria se han llevado a cabo dentro la investigación positiva en contabilidad⁴⁰, tratan de explicar la política de divulgación de información en base a factores que recogen las características de la arquitectura contractual de cada empresa.

La elección contable acerca de divulgación de información voluntaria llevada a cabo por la dirección, pretende controlar el conflicto de intereses entre las distintas partes de la empresa. La magnitud de este conflicto y, por lo tanto, los incentivos de publicación voluntaria variarán dependiendo de ciertas características de las empresas. Las empresas tendrán incentivos para publicar voluntariamente información debido a los beneficios económicos de la misma, tales como menores costes de agencia y políticos asociados a la publicación. La emisión de información también supone costes para la empresa. Además de

⁴⁰ Entre otros trabajos pueden citarse Leftwith y otros (1981), Bradbury (1992), Craswell y Taylor (1992), García y Monterrey (1993), Lim and McKinnon (1993), McKinnon y Dalimunthe (1993), Apellániz y Zardoya (1995), Michell y otros (1995), Frankel y otros (1995), Hossain y otros (1995), Aitken y otros (1997), Giner (1996).

los costes propios de elaboración de la misma, otro tipo de costes más importantes son los que en terminología anglosajona se han denominado *proprietary cost*.

Una de las críticas a este grupo de trabajos empíricos sobre emisión de información voluntaria que hace Giner (1996), es su excesiva simplicidad, ya que el planteamiento no contempla ni la existencia de *proprietary cost* ni el posible uso de la información como mecanismo de señalización.

4.2. ELECCIÓN DE MÉTODOS Y PROCEDIMIENTOS CONTABLES

Watts y Zimmerman (1986, 1990) aíslan dos fuerzas que determinan la elección de procedimientos contables en una empresa. Por un lado el conjunto de procedimientos aceptado "*the accepted set*", es decir, conjunto de procedimientos dentro de los cuales la dirección tiene potestad de elegir, y la elección que dentro de los mismos se realice.

Los contratos que utilizan cifras contables no serían efectivos en la alineación de intereses entre los directivos y el resto de las partes contractuales si los directivos dispusiesen de total discrecionalidad sobre los diferentes procedimientos contables. A la hora de diseñar el conjunto de procedimientos aceptados, aquellos que han de controlar a la dirección se encuentran con unas ventajas y desventajas de la limitación de la actuación directiva en política contable. Por un lado la elección contable ha de estar restringida hasta cierto punto, ya que de lo contrario los contratos basados en cifras contables no serían efectivos a la hora de restringir el comportamiento de la dirección. Por otro lado, si de la elección contable se derivan costes y beneficios, la dirección será quien conozca qué procedimientos contables maximizan el valor de la empresa. En otras palabras, la dirección es más probable que tenga un conocimiento específico respecto a qué procedimientos contables son óptimos desde un punto de vista de la consideración de todos los partícipes. De lo anterior, por lo tanto, esperamos que existan ciertas restricciones, pero a su vez que la dirección disponga de cierta discrecionalidad.

De la elección de una política contable puede derivarse un aumento de la riqueza de todas las partes contractuales o un aumento de la riqueza del directivo a expensas de las otras partes contractuales. Si la dirección ejerce la discrecionalidad en beneficio exclusivo suyo *ex post*, y por lo tanto teniendo efectos redistributivos entre las partes contractuales, entonces se dice que los directivos actúan de forma oportunista.

Ex ante, el conjunto de elecciones contables restringidas por las partes contractuales es determinado por razones de eficiencia (para maximizar el valor de la empresa). Uno de los costes de permitir a la dirección más discrecionalidad en lugar de menos, es el aumento de la probabilidad de una actuación "oportunista" *ex post* por parte de la dirección mediante

la selección de determinados procedimientos contables. Sin embargo, las partes contractuales *ex ante* esperan ciertos efectos redistributivos y reducen el precio que pagan por sus derechos protegiéndose a través de los precios. La probabilidad de que la empresa sobreviva en un entorno competitivo aumentará dependiendo de hasta donde pueda llegarse en esa redacción de los contratos *ex ante* para evitar tal comportamiento *ex post* causante de costes (Klein 1983).

El conjunto de procedimientos aceptado vendrá determinado por las partes contractuales. Se espera que la discrecionalidad directiva permitida en la elección contable varíe a lo largo de las distintas empresas en función de los costes y beneficios de las restricciones. Estas restricciones producen “los mejores” o “aceptados” principios contables incluso sin normas contables obligatorias (Watts y Zimmerman 1990).

La mayoría de los estudios de elección contable, se refieren a la elección contable *ex post* y asumen que la dirección elige métodos contables que transfieren riqueza hacia ellos a expensas de otras partes de la empresa, estos estudios toman los contratos observados como algo dado y a partir de ahí determinan los incentivos de la dirección para la elección contable. Otros estudios asumen que los métodos contables son elegidos por razones de eficiencia, es decir, aumentan la riqueza disponible para ser distribuida entre todas las partes de la empresa (Leftwich, 1981; Zimmer, 1986; Malmquist, 1990; Mian and Smith, 1990).

Si bien el planteamiento que acabamos de hacer es fundamental en el análisis que se realice acerca de elección contable dentro de la teoría positiva de la contabilidad, empíricamente resultada difícil separar *ex ante* y *ex post*, así como también las variables que representan eficiencia y oportunismo.

La literatura contable se centrará en los determinantes económicos⁴¹ que motiven a la dirección en la elección de una determinada política contable⁴² (Watts y Zimmerman, 1986).

El reconocimiento explícito de la importancia de la información y de los problemas ocasionados por su distribución asimétrica entre las partes, hace que la estructura de derechos afecte a los incentivos que pueda tener la dirección en la elección de una determinada política contable. Los estados contables serán elaborados por la dirección de acuerdo con una normativa contable. Esta normativa dejará las puertas abiertas a la forma de

⁴¹ En la literatura contable se considera el trabajo de Gordon (1964) como el primero que puso de manifiesto los incentivos económicos que motivan a la dirección en la elección contable.

⁴² Esta preocupación de la elección contable por parte de los directivos se exhibe, de acuerdo con Zimijewski and Hagerman (1981), a través de dos fenómenos económicos 1) las actividades de apoyo o rechazo de una norma contable, es decir, acciones que van encaminadas a influir en el conjunto de principios contables generalmente aceptados y 2) la elección o cambio en el conjunto de procedimientos utilizados por la empresa.

registrar los hechos contables de tal forma que la elaboración de la información contable vendrá determinada por una serie de factores económicos que la teoría contractual de la empresa nos ayudará a desvelar.

La investigación positiva basada en la teoría de la firma ha aportado explicaciones muy útiles acerca del papel de la contabilidad en el ámbito de las organizaciones. Así en palabras de Monterrey (1998) “hoy en día se acepta sin reservas que la contabilidad, más allá de los principios y normas que constituyen la regulación, también es un asunto que depende de los gerentes, y que la información contable no es en absoluto, neutral. La elección de determinadas políticas contables obedece a determinadas intenciones que es necesario conocer si se quiere obtener un conocimiento integral de la disciplina”.

Los primeros trabajos empíricos en elección contable utilizan los costes de agencia de los contratos de deuda y compensación y los costes de información, coalición y presión del proceso político, siendo la teoría de la firma y el proceso político el armazón que sustentará los mismos. Los investigadores han utilizado los planes de compensación y los contratos de deuda para generar hipótesis acerca de la variación de los procedimientos contables entre las distintas empresas y sobre sus efectos en los precios de mercado, entre otras razones porque existían datos disponibles de estos contratos, y no de otros contratos formales o informales.

4. 3. OPORTUNISMO FRENTE A EFICIENCIA

Una cuestión que ha recibido gran atención en la literatura contable ha sido la disyuntiva acerca de si la elección contable es realizada por razones de eficiencia o por oportunismo. Las cifras contables son una parte integral de los contratos formales e informales. La teoría positiva de la contabilidad descansa en la premisa de que los directivos eligen determinados procedimientos contables, bien sea eficientemente para maximizar el valor de la empresa, o de forma oportunista para mejorar su posición a expensas de otra parte contractual (Holthausen 1990). La cantidad relativa de eficiencia y oportunismo depende de los controles en el ejercicio de la discrecionalidad directiva. Esta vigilancia contractual será llevada a cabo a través de los mecanismos internos y externos que constituyen el gobierno de la empresa. Las conclusiones y opiniones de diversos trabajos que a continuación exponemos nos indican que las argumentaciones basadas en eficiencia u oportunismo han de ser consideradas con gran cautela.

Una estructura contractual eficiente fue la premisa de fondo de parte de los primeros trabajos sobre consecuencias económicas de la elección contable. Esta perspectiva eficiente respecto a la elección contable implica que los métodos contables, al igual que las formas de

organización o la tipología de contratos elegidos, serán seleccionados para minimizar los costes de agéncia entre las distintas partes constituyentes de la empresa.

La elección contable puede derivarse de un comportamiento oportunista por parte de la dirección tendente a maximizar su función de utilidad. A menos que se incluya el supuesto de que el capital humano decline simultáneamente ante cualquier pérdida de valor de la empresa resultante de una elección oportunista, la teoría de la búsqueda del propio interés en la elección contable no conducirá a las mismas predicciones que una perspectiva eficiente.

Gran parte de la literatura contable se ha centrado en la elección contable oportunista, tomando la forma y composición de los contratos como algo dado y sin considerar las implicaciones de un horizonte multiperiodo. Las hipótesis planteadas en estos trabajos no surgen de la búsqueda de la maximización del valor de la empresa sino de transferencias de riqueza entre poseedores de títulos de deuda, accionistas y dirección, tendentes a aumentar la riqueza de la dirección por la existencia de unos planes de compensación o la posesión de acciones u opciones sobre acciones (Holthausen, 1990).

Es difícil determinar si una elección contable es realizada para maximizar el valor de la empresa, ocasionado por una reducción de los costes de agéncia, o por una actuación oportunistas del directivo inspirado por posibles transferencias de riqueza. Como señala Christie (1990) los test empíricos normalmente suponen oportunismo y rechazan la hipótesis nula de no asociación entre la elección contable y las variables específicas de la empresa, como por ejemplo el endeudamiento. Sin embargo, varios autores, entre otros Watts y Zimmerman (1986 y 1990) y Sweeney (1994), opinan que muchas regularidades empíricas interpretadas como evidencia de oportunismo pueden ser también interpretadas por razones de eficiencia. Los pocos tests que se han basado en argumentaciones de eficiencia han encontrado asociación entre las variables contractuales y la elección contable (Zimmer, 1986; Malquist, 1990 y Mian and Smith 1990). Estos dos últimos trabajos fueron analizados por Houlthausen (1990) quién consideró el mérito de intentar dirigir la elección contable desde la perspectiva de la eficiencia pero a su vez comentó dos dificultades importantes en este tipo de trabajos:

1. Delimitar un conjunto de supuestos que dan lugar a hipótesis acerca de cómo la elección de un método en particular afecta a la eficiencia en el control de un contrato basado en cifras contables, y

2. Distinguir las hipótesis basadas en la perspectiva contractual eficiente de predicciones basadas en perspectivas de comportamiento oportunista o perspectivas de información.

Vemos como este autor ha introducido en su abanico de posibles perspectivas en la elección del método contable además de razones de eficiencia y oportunismo, la perspectiva de la información. Esta perspectiva sugiere que los métodos contables son elegidos como medio de revelación de las expectativas que el directivo tienen acerca del futuro cash flow de la empresa. Una importante diferencia entre estas perspectivas radica en que mientras en las perspectivas de “eficiencia” u “oportunismo” los métodos contables afectan al cash flow de la empresa, la perspectiva de la información sugiere que los métodos elegidos proporcionan información acerca de los futuros cash flows pero no los afectan directamente.

Algunos autores han analizado la importancia de una contabilidad conservadora en una contratación eficiente. Ahmed y otros (2000) nos proporcionan evidencia del papel del conservadurismo contable en la mitigación del conflicto accionistas – acreedores respecto a la política de dividendos.

Por último en este interesante debate surgido acerca de oportunismo y eficiencia, es importante señalar las aportaciones del trabajo de Christie y Zimmerman (1994). Este estudio intenta medir la influencia relativa de oportunismo y eficiencia en la elección contable, examinando la política contable adoptada por un conjunto de empresas donde podría esperarse una alta probabilidad de encontrar oportunismo (empresas objeto de tomas de control ⁴³). Oportunismo implica acciones inesperadas de la dirección que transfieran riqueza a los directivos desde otras partes como pueden ser accionistas o poseedores de títulos de deuda, cuando no existe aumento en el total de la riqueza agregada. Algo de oportunismo es eficiente, este oportunismo es el oportunismo esperado. La cantidad de oportunismo esperado que maximiza el valor de la empresa tiene lugar cuando los costes contractuales y de control marginales igualan a la reducción marginal en el coste del oportunismo esperado. Lo que queda del oportunismo esperado es lo que Jensen y Meckling (1976) han llamado pérdida residual y es incorporado en los precios que las partes contractuales pagan por sus derechos. Estos autores concluyen proporcionando evidencia de la existencia de oportunismo en las empresas objeto de estudio pero sin embargo, la eficiencia es la explicación más importante en la elección de método contable.

Para algunos autores que han adoptado lo que Holthausen (1990) define como perspectiva de información, es decir, la utilización de la política contable como herramienta para comunicar expectativas futuras del cash flow por parte de la dirección, la dicotomización entre elección contable eficiente y elección contable oportunista ha seguido otros derroteros. Así Guay y otros (1996) define *performance measure hypothesis* como la elección contable tendente a que la información contable refleje con mayor precisión los diferentes eventos económicos frente a *opportunistic accrual management hypothesis* donde la elección contable reduce la misma.

⁴³ *Takeover target* en la terminología anglosajona.

5. A MODO DE RESUMEN

En esta primera parte hemos introducido el marco teórico sobre el que descansa este trabajo de investigación. La existencia de costes contractuales inherentes a toda relación contractual, consecuencia del conflicto de intereses entre las partes y de las asimetrías informativas, deviene el eje central sobre el que tornan numerosas investigaciones acerca de las diferentes políticas adoptadas en el seno de la empresa. La teoría positiva de la contabilidad ha incorporado en su análisis los problemas de información, su distribución asimétrica y costosa, y de incertidumbre, permitiendo que las políticas contables puedan ser explicadas mediante el análisis de los costes contractuales.

De esta primera parte queremos enfatizar la importancia de las estructuras de gobierno en la limitación del ejercicio de la discrecionalidad directiva. El comportamiento de la dirección ha sido objeto, si bien no tanto de análisis, sí de preocupación, desde hace siglos. El problema de la separación entre la propiedad y el control ya fue puesto de manifiesto por Adam Smith en su conocido trabajo "Investigación y Causa de la Riqueza de las Naciones" (1776). Pasaron decenas de lustros hasta que Berle y Means (1932) retomaron el problema cuando analizaron la estructura del accionariado de las corporaciones que presidían los inicios del siglo XX, un accionariado muy disperso, donde ningún accionista poseía una fracción significativa de capital, por lo que tampoco tenían poder para controlar las actuaciones de los dirigentes de la organización.

Bajo la perspectiva de la teoría financiera de la agencia, Jensen y Meckling (1976) analizan cómo la estructura de propiedad y control influye en el comportamiento de la dirección. La delegación de derechos de decisión dota a la dirección de capacidad discrecional, por lo que la especialización de funciones de asunción de riesgo y gestión de recursos llevará asociada problemas de agencia. Fama y Jensen (1983b) plantean la importancia de la naturaleza de los derechos residuales. Las estructuras contractuales en sus diferentes formas organizativas limitarán el riesgo que soportan los agentes, especificando bien la promesa de una remuneración fija por su aportación o una remuneración basada en los cash flows restantes. Los accionistas, quienes soportan el riesgo residual, serán quienes reciban una remuneración basada en los cash flows netos. La separación de las funciones de asunción de riesgo y de gestión, consecuencia de la especialización, conduce a que los sistemas de decisión separen aquellas decisiones de gestión del control de las mismas. La existencia de contratos incompletos, es decir, la imposibilidad de especificar en los mismos toda contingencia posible, permite que la dirección goce de cierta discrecionalidad en sus

actuaciones. Esta discrecionalidad encontrará sus límites en el ejercicio directo por parte de los accionistas de sus derechos residuales¹ de control cuando existe una importante concentración accionarial, o en el ejercicio indirecto por la delegación de los mismos en órganos de control tales como el consejo de administración. Así pues son las estructuras de gobierno quienes impondrán los límites al ejercicio de la discrecionalidad directiva, reduciendo los costes de agencia de toda actividad cooperativa.

Los sistemas de información contable se erigen como mecanismo de gobierno perfilando no sólo la distribución del excedente neto generado en la empresa sino también el comportamiento de los partícipes. La información financiera forma parte del conjunto de mecanismos de incentivación, evaluación y control de la actuación de la dirección en las relaciones contractuales con los distintos partícipes, desempeñando un papel fundamental en el proceso a través del cual el excedente es distribuido *ex post*, afectando a su vez a los incentivos *ex ante* para llevar a cabo acciones que contribuyan a la creación o destrucción de valor. Así pues, la contabilidad financiera pasa a ser un elemento integrante y fundamental del sistema de gobierno de la empresa, en tanto en cuanto se encuentra presente, ya sea de forma explícita o implícita, en toda relación contractual con la finalidad de limitar o incentivar la actuación directiva *ex post*, a la vez que proporciona información referente al excedente alcanzado durante un periodo de tiempo.

La imposibilidad de especificar la política contable a seguir en toda contingencia posible, hace que los contratos sean calificados de “incompletos”, dejando la puerta abierta a un posible ejercicio de la discrecionalidad en este área, de forma que la información contable constituye uno de esos mecanismos de gobierno que no son totalmente independientes de la dirección, sino que por el contrario se sentirá particularmente incentivado para dirigir el resultado hacia el nivel que favorezca sus intereses.

Así pues, la debilidad de este mecanismo de gobierno como disciplinador e incentivador de la actuación directiva radica en la discrecionalidad asociada a la delegación del derecho de decisión sobre política contable en un mundo de contratos incompletos. Otros mecanismos de gobierno, como el consejo de administración o un accionariado concentrado, se sentirán llamados a actuar ante este nuevo problema de incentivos, por lo que el sistema de gobierno puede ser considerado un importante determinante de la política contable. La reducción del ejercicio de la discrecionalidad directiva por parte de las diferentes estructuras de gobierno corporativo puede afectar al proceso de creación de valor, por su influencia en el grado de asimetría entre las partes y la mayor credibilidad de los estados financieros.

En este trabajo de investigación examinaremos la actuación discrecional de la dirección en materia contable mediante el análisis de la incentivación generada por las

diferentes estructuras de derechos y la limitación de la discrecionalidad impuesta por las estructuras de gobierno, así como la relación que puede existir entre la misma y el conjunto de oportunidades de inversión.

PARTE II:

DETERMINANTES ECONÓMICOS DE LA

DISCRECIONALIDAD DIRECTIVA EN

MATERIA CONTABLE

CAPÍTULO 4

LA INFORMACIÓN CONTABLE EN LA RELACIÓN DE AGENCIA CON LOS POSEEDORES DE DERECHOS RESIDUALES

1. INTRODUCCIÓN

En esta segunda parte resumiremos la literatura contable que bajo una perspectiva contractual nos ha proporcionado explicaciones de las diferentes políticas contables adoptadas en el seno de las empresas. Así, veremos cómo las diferentes estructuras contractuales existentes en las mismas generan incentivos y limitaciones para el ejercicio de la discrecionalidad directiva, por lo que la política contable vendrá determinada conjuntamente con el resto de las estructuras de gobierno. En los capítulos cuatro y cinco revisaremos la literatura correspondiente a las hipótesis habituales: hipótesis de los planes de compensación, hipótesis de la ratio de endeudamiento e hipótesis de los costes políticos. El gobierno de la empresa, el conjunto de oportunidades de inversión y la perspectiva de información proporcionan hipótesis complementarias a las anteriores, por lo que cerraremos esta segunda parte presentando en el capítulo sexto la importancia que adquieren la existencia de oportunidades de inversión en el entramado contractual que conforma la empresa, y *por ende*, en los conflictos de intereses inherentes al mismo, los diferentes mecanismos de gobierno como factores restrictivos del ejercicio de la discrecionalidad contable, y la comunicación de información privada por parte de la dirección como una nueva motivación para la elección contable.

En el Anexo I recopilamos un conjunto de trabajos representativos del problema de incentivos que la relación de agencia entre dirección, accionistas, poseedores de títulos de deuda y entes gubernamentales genera en la elección de la política contable.

2. LA RELACIÓN DE AGENCIA CON LOS TENEDORES DE DERECHOS RESIDUALES EN LA POLÍTICA CONTABLE

Retomamos en este capítulo uno de los conflictos de agencia introducido en el capítulo primero. Desde el trabajo seminal de Berle y Means (1932) un importante cuerpo de la literatura ha analizado el efecto que la estructura de propiedad tiene en las distintas decisiones corporativas como inversión, financiación, compensación de la dirección, elección contable, etc... En este apartado nos ocuparemos de la literatura sobre política contable, si bien previamente expondremos el origen de este conflicto de intereses, sus manifestaciones y mecanismos de control.

La maximización del valor para los accionistas no plantea cuestión alguna en empresas donde la aportación de capital y la gestión de los recursos económicos, susceptibles de ser aplicados a diversas finalidades, confluyen en las mismas personas. Sin embargo, en un contexto caracterizado por asimetría de información y dispersión de la propiedad, la no coincidencia de ambas funciones en las mismas personas será el origen de un problema de agencia entre dirección y accionistas, que se manifestará a través del ejercicio de la discrecionalidad directiva tendente a maximizar la función de utilidad de la dirección. Resulta imposible aislar la contribución marginal del directivo al valor de la empresa por lo que la estructuración de la retribución de la dirección es una labor plagada de dificultades.

Este problema de incentivos se concreta en actuaciones directivas que persiguen el interés propio en detrimento de los intereses de los accionistas. Sin embargo, la moderna teoría de las finanzas corporativas supone que la dirección tomará decisiones de inversión y financiación con el objetivo de maximizar el valor de mercado de la empresa. La aparente contradicción entre estas teorías financieras basadas en el supuesto de que la dirección maximiza el valor de la empresa y que la dirección actuará en su propio beneficio, intentando maximizar su función de utilidad, que sería una función creciente de la compensación total, sugiere que de alguna manera este conflicto será controlado, al menos suficientemente como para considerar la maximización del valor de la empresa una aproximación razonable de muchos propósitos, por lo que la investigación debe de realizarse conjuntamente sobre los problemas de incentivos y los mecanismos de control. Jensen (1990) considera el conflicto entre propietarios y dirección sobre el control y uso de los recursos de la empresa como la gran debilidad de las grandes sociedades anónimas. Este problema será particularmente importante en empresas donde existan recursos libres de tesorería, es decir donde el cash flow generado internamente supere las oportunidades de inversión rentable.

El comportamiento oportunista por parte de la dirección puede tener diversas manifestaciones: consumo de beneficios extras, menor esfuerzo en actividades tales como búsqueda de proyectos de inversión o incorporación de nuevas tecnologías de producción, fijación de una retribución por encima de la adecuada, competencia con la propia empresa, retención de dividendos, políticas de diversificación que no favorezcan a los accionistas, políticas contables tendentes a maximizar la retribución o mejorar la evaluación global de la actuación de la dirección, etc....

Los accionistas externos a la dirección no adoptarán un papel pasivo ante tales actuaciones, por lo que introducirán diferentes mecanismos que eviten tales comportamientos y así paliar el potencial conflicto de intereses accionistas - dirección. Entre estos mecanismos podemos citar:

- Remuneración de la dirección ligada a distintas medidas de rendimiento. Este tipo de remuneración, catalogada como “compensación incentivadora”, tiene como fin vincular los intereses de ambos grupos a través de incentivos salariales basados en acuerdos de participación del equipo directivo en el resultado empresarial.
- Participación de la dirección en la propiedad de la empresa. La posesión de acciones por parte de la dirección constituye una forma de ligar los intereses de ambos grupos. Este mayor porcentaje de participación ayudará a un mejor empleo de los recursos libres de tesorería, limitando la aplicación de políticas subóptimas de inversión.
- Endeudamiento y distribución de dividendos. Estas políticas permiten la distribución de recursos libres de tesorería evitando políticas sub-óptimas de inversión.
- Concentración de la propiedad. La mayor concentración de la propiedad actuará como mecanismo de vigilancia del mal uso que podría hacerse de los recursos.
- Consejo de administración. Órgano encargado de velar por los intereses de los accionistas, siendo su tamaño, composición y participación accionarial factores importantes de los que depende el desempeño de tal función.

Paralelamente a estos mecanismos internos de gobierno se encuentran los mecanismos externos tales como el mercado de capitales, el mercado de productos, el mercado de personal directivo, la reputación y algunos derivados del proceso político como es la regulación.

La dirección juega con una ventaja informativa derivada de la especialización y desempeño de las labores de dirección. Las asimetrías de información y la existencia de costes contractuales impiden una actuación sin fricciones de estos mecanismos de gobierno, por lo que la dirección tendrá la puerta abierta para el ejercicio de la discrecionalidad en beneficio propio, si bien dentro de unos márgenes que vienen marcados precisamente por esas asimetrías de información y los beneficios y costes, incluidos los contractuales, derivados de una mayor incentivación y control de la actuación de la dirección.

Los primeros trabajos de investigación en política contable que analizaron la influencia de la separación entre propiedad y control se apoyaban en las teorías gerencialistas. Estas teorías predicen una presentación de los resultados de las operaciones de la empresa de la forma más favorable, en aquellas empresas controladas por la dirección (Williamson, 1967)⁴⁴. Esta preocupación por la información contable que será publicada en los estados financieros radica en el temor ante las amenazas de tomas de control y la posible pérdida del puesto de trabajo, por lo que la dirección se sentirá particularmente incentivada en el control de la información contable publicada, con la finalidad de mantener a los accionistas satisfechos a la vez que menos proclives a apoyar las tomas de control que grupos externos pudieran iniciar. El trabajo de Smith (1976) puede considerarse representativo de esta línea de investigación.

En un contexto caracterizado por la existencia de asimetrías informativas y costes contractuales, resulta imposible la observación de las decisiones empresariales adoptadas por la dirección, por lo que allí donde la propiedad y el control no coinciden en las mismas personas, surge la necesidad de implementar fórmulas incentivadoras o restrictivas de la actuación directiva, fórmulas que frecuentemente descansan en información contable. De esta forma la información contable suministrada en los estados financieros, pasa a ser un importante nutriente informativo en la relación contractual con la dirección, lo que genera incentivos para que la misma elija aquellas políticas contables que le permiten conseguir el nivel de resultados deseado, es decir, aquel que por su utilización en la relación contractual, conllevarán a una mejor evaluación, remuneración o adquiera una mayor libertad sobre determinadas actuaciones contractualmente restringidas.

Bajo la perspectiva de la teoría de la agencia, el problema de incentivos sobre política contable que origina la relación de agencia accionistas - dirección ha sido estudiado tanto mediante un análisis directo de las estructuras de propiedad y control, como mediante el análisis de la estructura de compensación de la dirección.

⁴⁴ Citado en Smith (1976).

2.1. CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD Y PARTICIPACIÓN ACCIONARIAL DE LA DIRECCIÓN

El problema de incentivos asociado a la separación entre propiedad y control es frecuentemente analizado en la literatura mediante dos variables complementarias: la participación accionarial de la dirección y la concentración de la propiedad.

Algunos autores como Niehaus (1989) y Dyl (1989) analizan una determinada elección contable (Fifo - Lifo) que supone un conflicto de intereses entre los accionistas y la dirección debido al diferente pago de impuestos y a la existencia de planes de compensación para la dirección. En estos trabajos las hipótesis centrales giran en torno a las siguientes argumentaciones:

- Una mayor concentración de la propiedad externa se traducirá en unos mayores incentivos para controlar a la dirección, por lo que la discrecionalidad directiva es probable que disminuya a medida que aumente la concentración de la propiedad externa (hipótesis de concentración)
- Mayores niveles de propiedad por parte de la dirección supone una mayor alineación de intereses entre la dirección y el resto de los accionistas (hipótesis de convergencia)
- Mayores niveles de propiedad por parte de la dirección dificulta un comportamiento disciplinador por parte de terceros ajenos a la dirección (hipótesis de atrincheramiento)

Niehaus (1989) analiza el efecto de la estructura de propiedad mediante las variables porcentaje de participación de la dirección y concentración externa, a la vez que la interacción existente entre el efecto disciplinador de ésta última y la hipótesis de alineación frente a la hipótesis de atrincheramiento, es decir, la mayor alineación conseguida por un mayor porcentaje de propiedad por parte de la dirección puede reforzar el efecto disciplinador de la concentración de propiedad externa o la mayor discrecionalidad posible ante unos mayores niveles de propiedad puede contrarrestar el efecto disciplinador de la propiedad externa. La evidencia empírica de este trabajo es consistente con una relación no monótona entre la propiedad de la dirección y el método contable, así la probabilidad de elegir Lifo inicialmente disminuye a medida que aumentan los niveles de propiedad por parte de la dirección, pero a partir de un punto la probabilidad de elegir Lifo aumenta con los niveles de propiedad. Respecto a la concentración de la propiedad los resultados

muestran cómo la concentración reduce el problema de agencia por un mayor grado de control.

Frente a la clasificación binaria de las estructuras de propiedad en empresas controladas por la dirección y empresas controladas por los propietarios, algunos autores⁴⁵ proponen una clasificación triple en: empresas dirigidas por sus propietarios, empresas dirigidas por profesionales pero controladas por un grupo de accionistas externos y empresas controladas por los directivos profesionales ya que no existe un grupo de accionistas dominantes. Las distintas estructuras planteadas gozan de distinto grado de discrecionalidad, siendo mayor cuando la dirección posea una parte importante del capital y cuando no exista un bloque importante de accionistas externos, a lo que es preciso añadir el distinto grado de alineación de intereses que aumentará a medida que aumente la participación de la dirección.

Warfield y otros (1995) nos muestran como directivos de empresas donde la propiedad y el control no coinciden en las mismas personas, ejercen la discrecionalidad contable en mayor medida, motivados por la búsqueda de un beneficio privado o una mayor libertad en las fórmulas incentivadoras y restrictivas que caracterizan la relación contractual con la dirección.

Junto a esta escasa literatura que relaciona la política contable con la estructura de propiedad y de control, basando su argumentación en la alineación de intereses y el margen para una actuación discrecional de la dirección, se encuentra un importante número de trabajos que han analizado los incentivos que la existencia, o mayor probabilidad de existencia, de mecanismo alineadores de intereses entre accionistas y dirección, como los planes de compensación que descansan en indicadores contables, generan en la elección de las políticas contables por parte de la dirección. La estructura de propiedad, la estructura de compensación y la composición del consejo de administración vendrán determinados conjuntamente, así como también por la naturaleza de negocio de la empresa, como por ejemplo: riesgo de la empresa, naturaleza o tipo de activos que posea la empresa, patrones de cash flow y tamaño de la empresa; además, todas estas variables son determinantes de los resultados que la empresa logre alcanzar (Jensen y Meckling, 1976). De esta forma, gran parte de los trabajos que analizan la incentivación que la estructura de propiedad genera en la política contable se basan en cómo la estructura de propiedad determina la estructura de compensación de la dirección, limitándose su análisis a los incentivos que la existencia o mayor probabilidad de utilización de planes de compensación generan en la elección de la política contable.

⁴⁵ De acuerdo con Dempsey y otros (1993) esta clasificación fue introducida por McEachern (1975).

2.2. PLANES DE COMPENSACIÓN DE LA DIRECCIÓN

La dispersión del accionariado reduce los incentivos de estos partícipes para controlar a la dirección así como para limitar actuaciones que no supongan creación de valor. Los pequeños accionistas de una gran empresa se encuentran con el problema de acción colectiva ya que reciben una pequeña fracción de los beneficios del control pero han de soportar todos los costes del mismo. La teoría contractual predice una minoración del problema de agencia accionistas - dirección ligando la remuneración de ésta a los resultados de la empresa. En empresas donde la propiedad se encuentre concentrada en manos de un número reducido de accionistas, éstos tendrán más incentivos para controlar directamente a la dirección, por lo que una compensación basada en incentivos pasará a tener menor importancia. De igual forma la búsqueda de alineación de intereses entre accionistas y dirección mediante la una compensación que ligue la riqueza de la dirección a la de los accionistas carece de sentido en aquellas empresas gestionadas por los propietarios.

El modelo teórico de Sheleifer and Vishny (1986) nos muestra cómo la existencia de accionistas que poseen una parte importante del capital sirven como supervisores efectivos de la dirección porque soportan unos menores costes marginales en la adquisición y diseminación de la información y reciben una mayor fracción de los beneficios debido a su importante participación en el capital, es decir, estos accionistas obtienen beneficios de un control directo de la dirección. En este mismo sentido Meharn (1995) encuentra que empresas donde la propiedad está en un alto porcentaje representada por grandes accionistas que no pertenecen a la dirección utilizan en menor medida una compensación basada en medidas bursátiles que aquellas empresas donde los mismos ocupan un número reducido. Dados los problemas de agencia derivados de la separación entre propiedad y control, el diseño de los planes de compensación constituye un importante aspecto del gobierno corporativo. La concentración de la propiedad puede considerarse un mecanismo de gobierno alternativo, pasando a ser uno de los determinantes de la estructura de compensación de la dirección (Ke y otros, 1999).

Antes de pasar a resumir la evidencia encontrada en diversos trabajos que analizan los incentivos que los planes de compensación generan en la política contable, expondremos la consideración que los mismos tienen como mecanismos incentivadores de la actuación de la dirección, la utilización de cifras contables en los mismos y factores determinantes de esta estructura contractual.

2.2.1. Compensación por incentivos

Algunos autores, como Mehran (1995), consideran que la forma y no el nivel de compensación es lo que motiva a la dirección en la toma de decisiones que aumenten el valor de la empresa. El enfoque principal - agente proporciona un marco conceptual bajo el que ha sido formalmente analizada la relación accionistas - dirección así como también la inclusión de distintas medidas en los planes de compensación. El trabajo de Holmström (1979) puede considerarse pionero en este campo⁴⁶. Este análisis puede concebirse como el embrión de planteamientos y cuestiones surgidas y sugeridas sobre la estructuración de los planes de compensación, por lo que resumiremos brevemente los puntos sobre los que descansa:

- los poseedores de los derechos residuales, es decir, los accionistas, son indiferentes ante el riesgo⁴⁷
- la dirección, por contra, siente aversión al riesgo y al esfuerzo personal
- el precio que alcancen las acciones en el mercado dependerá de la actuación de la dirección y de factores exógenos que escapan del control de la dirección
- las acciones de la dirección no son directamente observables, en su lugar los accionistas observan medidas de los resultados, tales como precio de los títulos y resultados contables, siendo señales “con ruido” de la actuación de la dirección

Si los accionistas tuvieran información completa sobre las actividades de la dirección y el conjunto de oportunidades de inversión, el contrato pactado con la dirección obligaría a la misma a actuar de una forma concreta en cada situación. Sin embargo las actuaciones de la dirección no son perfectamente observables ni tampoco el conjunto de oportunidades de inversión. Ante tal situación la teoría de la agencia predice una compensación de la dirección que cree incentivos para que las actuaciones de la dirección vayan encaminadas a un aumento de la riqueza de los accionistas. Una retribución basada en los resultados empresariales generará incentivos para que la dirección tome decisiones que supongan un aumento del valor de la empresa (Holmström, 1979; Harris y Raviv, 1979; Grossman y Hart, 1983)⁴⁸. La compensación de la dirección, por lo tanto estará más

⁴⁶ A este trabajo le siguen: Baiman y otros (1980), Holmström (1982), Banker y otros (1989) y Amershi y otros (1990). Citados en Sloan (1993).

⁴⁷ Este supuesto respecto a la posición de los accionistas ante el riesgo resume el papel del mercado de capitales como mecanismo de distribución del riesgo.

⁴⁸ Frente a estas posición algunos autores como Hishleifer y Suh (1992), han demostrado formalmente que los planes de compensación basados en incentivos pueden motivar a la dirección a tomar

condicionada a estos indicadores de rendimiento cuanto menor sea la posibilidad de una observación o control directo de las actividades¹ de la dirección. Si nos abstraemos del riesgo, la política de compensación que garantizara un comportamiento adecuado de la dirección será aquella que ligase la riqueza del directivo a la de los accionistas.

Sin embargo, la compensación óptima para directivos que sienten aversión al riesgo debe de estar basada no sólo en el objetivo del principal, en este caso la maximización de la riqueza de los accionistas, sino también en variables que proporcionen información adicional respecto a la actuación de la dirección (Holmström, 1979). La evaluación de la dirección será efectuada en base al *output*, la variación en la riqueza de los accionistas, y al *input*, actuaciones de la dirección. Cuanto mayores sean las asimetrías de información respecto a las actuaciones de la dirección, mayor será el peso que el *output* tendrá en la compensación, siendo el peso asignado a las distintas medidas de resultado dependiente de la cantidad de información que las mismas transmitan sobre las actuaciones de la dirección (Lambert and Larcker, 1987). Los determinantes de la valoración de las acciones en el mercado y los criterios para el cálculo del resultado nos pueden ayudar a comprender por qué los resultados contables se esperan que sean más sensibles a movimientos en el precio de las acciones específicos de la empresa que a movimientos de amplitud de mercado, de tal forma que estas medidas proporcionan distinto grado de información sobre la actuación de la dirección. Además la inclusión de ambas puede tener un efecto atenuante del riesgo soportado por la dirección.

Las diferentes posiciones ante el riesgo de accionistas y dirección, lo que en la literatura ha sido denominado conflicto sobre el riesgo, tendrán su reflejo en las estructura de compensación. El valor del capital humano de la dirección se verá afectado por la estructura de compensación, por lo que tendrá preferencias por aquella con la que soporte el menor riesgo personal posible (Harris y Raviv, 1979). Para reducir el riesgo inherente a las estructuras de compensación, la dirección llevará a cabo actividades que reduzcan el riesgo de la empresa (Jensen y Meckling, 1976), actividades que a su vez pueden afectar negativamente a la riqueza de los accionistas, quienes se sienten indiferentes ante el riesgo, ya que pueden diversificar el riesgo específico de la empresa mediante la adquisición de una cartera diversificada de acciones en el mercado.

Bajo estas condiciones, el peso relativo de cada una de las medidas de rendimiento, basado en valores de mercado o contable, en los contratos de compensación óptimos, implican un *trade-off* entre la alineación de intereses, es decir el problema de incentivos por los que son utilizados, y el reparto del riesgo. Además también ha de tenerse en cuenta si la medida refleja de forma apropiada la actuación de la dirección.

decisiones más arriesgadas, por lo que los accionistas preferirán una compensación constante para la dirección. Citado en Mehran (1995).

Fama y Jensen (1983 a y b) consideran que los problemas de agencia derivados de la separación entre la toma de decisiones y la asunción del riesgo residual han de ser controlados dentro de las organizaciones mediante unos sistemas de decisión que disgreguen las decisiones de iniciación e implementación, decisiones de gestión, de las decisiones de ratificación y control, decisiones de control. El control de las decisiones implica una medición del rendimiento y la implementación de sistemas de recompensa y penalización de los agentes. Tal y como apunta Holmstrom (1979) dado que las acciones de los agentes no son directamente observables, ya que resulta imposible o prohibitivo, ha de ser utilizada información imperfecta como medida de rendimiento. Recurrir a estas medidas imperfectas acarrea costes, tales como los derivados de actuaciones de la dirección tendentes a paliar ese riesgo que ha de soportar sintiendo aversión al mismo, o actuaciones oportunistas para mejorar su compensación.

Los planes de compensación constituyen un mecanismo de control contractual tendente a paliar los distintos problemas originados por la separación propiedad - control. Entre los posibles efectos atribuidos a los planes de compensación se encuentran (Smith y Watts, 1982):

- Reducción del problema del horizonte temporal. Este problema se ve reducido por la referencia en el plan de compensación a alguna medida del valor de la empresa y por el diferimiento en la obtención de los beneficios conseguidos, de forma que el directivo soporte unos mayores costes por dejar la empresa. La incertidumbre respecto a si son apropiadas las decisiones tomadas por la dirección y el momento en que se disponga de la información que reduzca la incertidumbre, es un factor determinante de la duración o extensión del contrato. El diferimiento también controlará los incentivos generados por los planes de compensación que se basan en los resultados anuales, tales como políticas de inversión que favorezcan la elección de proyectos que generen resultados positivos en los primeros ejercicios independientemente de si su valor neto es positivo o negativo. Este problema de agencia del horizonte temporal también puede verse mitigado mediante el establecimiento de planes de compensación que incluyen *bonus bank*. Estos planes son planteados de forma plurianual asemejándose a las cuentas bancarias de tal forma que el balance de las mismas se acumula de un ejercicio a otro⁴⁹. El efecto secundario de los planes de compensación basados en cifras contables, es decir, que la dirección se centre más en los resultados a corto plazo que en la creación de valor a largo plazo, ha sido analizado por Dechow y otros (1991) a través del estudio de la inversión en I + D por parte de la dirección en su último ejercicio de estancia en la empresa.

⁴⁹ Ver ejemplo de Crane Co. En Wallace (1997).

La tenencia de acciones por parte de la dirección o de opciones sobre acciones y un proceso integrado de sucesión son mecanismos que limitan este tipo de actuación. Esta reducción en los gastos de I + D puede considerarse como una parte de la pérdida residual dentro de un equilibrio minimizador de costes.

- Reducción de los costes de renegociación. La dirección está interesada en una renegociación frecuente, por lo que al unir la compensación a una medida de valor de la empresa, se está consolidando un proceso de renegociación automática.
- Control de la aversión al riesgo de la dirección. Si un proyecto reduce la volatilidad de los cash flows de la empresa, el valor de los derechos fijos sobre los mismos, tales como el salario de la dirección o la devolución de deuda, aumentará aunque el valor de la empresa pueda verse reducido. La inclusión de opciones sobre acciones en los planes de compensación generará incentivos para que la dirección invierta en proyectos que aumenten la volatilidad de los cash flows de la empresa. La inclusión de determinadas variables en los planes de compensación controlan la tendencia a una inversión caracterizada por ser demasiado segura, pero a su vez generan un nuevo problema por el aumento del riesgo al que es sometido la dirección. Si este riesgo no puede ser diversificado, la dirección requerirá una compensación adicional, por lo que el control de la aversión al riesgo supone finalmente unos costes para la empresa.
- Control del problema de retención en exceso de los dividendos. El incentivo de la dirección hacia una política excesivamente conservadora en el pago de dividendos se ve paliado por la inclusión de un nexo con los dividendos pagados.

Inducir a la dirección para que siga políticas que maximicen el valor de la empresa es el eje central en el diseño de los planes de compensación, lo que ha de ir acompañado de un análisis de los costes contractuales. Así por ejemplo, la aversión al riesgo de la dirección puede verse reflejada en las políticas de inversión, lo que inevitablemente supondrá costes para la empresa.

Algunos trabajos han demostrado como el alza en los salarios está más estrechamente relacionadas con el aumento del tamaño que con el valor de las empresas (Murphy, 1985). La tendencia de las empresas a recompensar a los directores medios por medio de promociones más que por gratificaciones anuales basadas en los resultados, crea también una inclinación cultural hacia el crecimiento (Jensen, 1990). Aún existiendo sistemas retributivos ligados a los resultados empresariales, el crecimiento sigue siendo uno de los caballos de batalla entre accionistas y dirección, especialmente ante la existencia de

recursos libres de tesorería. El crecimiento de la empresa conlleva un aumento de la importancia social, el prestigio público y el poder político de la alta dirección. Jensen (1986) plantea cómo una compensación basada en el tamaño de la empresa puede conducir a que la dirección centre sus objetivos en el crecimiento, incluso más allá de lo deseable⁵⁰.

Las estructuras de compensación pueden proporcionar también poderosos incentivos para que la actuación de la dirección se desvíe de la maximización de la riqueza de los accionistas. Como ejemplo puede citarse Tufano (1996) quien analiza la distinta posición ante el riesgo que tomará la dirección, o Lamber y otros (1989) quien documenta como la adopción de los planes de opciones sobre acciones conducen a que los directivos reduzcan el pago de dividendos debido a que estos planes no se encuentran protegidos ante el pago de dividendos.

Una vez planteada la importancia de una remuneración por incentivos en la actuación de la dirección, pasaremos a analizar, de una forma más concreta, la inclusión de cifras contables en la misma.

2.2.2. La utilización de información contable en los planes de compensación

Es frecuente encontrar en la retribución de la alta dirección un componente base y un componente de incentivos. Estos planes de compensación que descansan en medidas de resultados empresariales son concebidos como un mecanismo de alineación de intereses entre accionistas y dirección. El proceso de elaboración o los factores determinantes de estas medidas son muy importantes desde un punto de vista de la utilización de las mismas en los planes de compensación. Señalaremos distintos aspectos de las medidas de resultados empresariales, contable o de mercado, que afectaran a la inclusión de estas medidas en los planes de compensación:

1. Ambas medidas, contables y de mercado, son fruto de un proceso de elaboración. Las normas contables y los incentivos de la dirección sobre la política contable condicionarán los beneficios que luzcan en las cuentas anuales, así como también la valoración de los distintos elementos que integran el balance. El precio que alcancen los títulos en el mercado dependerá de las expectativas de los inversores sobre el cash flow de la empresa y del tipo de descuento. Estas expectativas pueden verse alteradas en cualquier momento, quedando reflejadas en la valoración de los títulos. Teniendo en cuenta que ambas son medidas de la variación de la riqueza de los accionistas, su utilización como variables representativas de la actuación de la dirección está

⁵⁰ Khorana y Zenner (1998) analizan este punto.

condicionada por su proceso de elaboración y por las características de la empresa.

2. Ambas medidas representan una variación en el valor de la empresa para los accionistas a lo largo del tiempo. La variación en el valor de la empresa para los accionistas que representan ambas medidas viene determinada por la percepción que sobre la misma efectúan los inversores en el mercado o por una variación de la situación patrimonial de la empresa bajo la perspectiva de los principios contables.
3. Remitiéndonos una vez más al proceso de elaboración, el riesgo que ambas medidas incorporan en los planes de compensación diferirá considerablemente, y se verá afectado en diferente grado por factores ajenos a la evolución de la empresa, si bien influyentes en la misma.

Dado que el objetivo de los accionistas es la maximización del valor de la empresa, podría pensarse que los incentivos proporcionados por una compensación basada en el precio de las acciones domine sobre la utilización de resultados contables. Sin embargo la realidad nos muestra la utilización de ambos, cifras contables y precios de mercado, en los contratos de compensación⁵¹. Los rendimientos de las acciones en el mercado es una variable que proporciona información sobre la actuación del directivo, ya que incorporan información sobre los cambios en la situación económica de la empresa que están asociados con eventos y acciones pasadas y presentes, así como también incorporan factores que no dependen de la actuación del directivo. Las cifras contables, pueden considerarse una medida histórica que contiene información valiosa desde el punto de vista de la evaluación de la dirección. Entre las razones a favor de la utilización de las cifras contables en los contratos de compensación, propuestas en la literatura se encuentran:

- La no cotización en el mercado de algunas empresas (Watts y Zimmerman, 1986)
- La imposibilidad de desagregación del precio de las acciones a diferencia de los resultados (Watts y Zimmerman, 1986)
- La cifra de resultados refleja hechos que generalmente están bajo el control de la dirección (Sloan, 1993), mientras que el precio de las acciones puede verse

⁵¹ Ver resumen de la evidencia empírica en U.S.A. y Australia en los trabajos de Smith y Watts (1982) y Sloan (1993).

- 1 afectado por factores que afecten a todo el mercado, no dependiendo de la actuación de la dirección⁵².
- Sin considerar ambas medidas como alternativas, Sloan (1993) enfatiza el papel de la utilización de cifras contables en los contratos de compensación por su función protectora ante las fluctuaciones en los precios de las acciones motivadas por factores no específicos de la empresa sino de amplitud de mercado. Dado que la rentabilidad económica calculada en base a cifras contables se trata de una medida con menor varianza, su utilización como indicador del rendimiento de la empresa mejora el reparto del riesgo entre las partes. Así pues, frente a los detractores de la utilización de cifras contables en los planes de compensación (Jensen, 1989; Rappaport, 1990), algunos autores como Sloan (1993) hacen especial énfasis en la necesidad de utilizar mecanismos adicionales como medios de protección ante fluctuaciones en el precio de las acciones motivados por factores que afectan a todo el mercado⁵³. La utilización de una medida relativa, como es la variación en el precio de las acciones comparativamente con una cartera de valores, constituye una forma alternativa de escudarse ante fluctuaciones que afecten a todo el mercado.
 - O'Byrne (1990) sugiere que los rendimientos de mercado sólo proporcionan medidas de rendimiento no esperado en la empresa mientras que los resultados contables miden ambos los esperados y no esperados.
 - Newman (1989) esgrime como argumentación en favor de la utilización de las cifras contables en los planes de compensación el hecho de que habitualmente los mismos se refieren a beneficios antes de impuestos, evitando que la dirección se vea afectada por efectos impositivos que están fuera del control de la dirección⁵⁴.

⁵² Gibbons y Murphy (1990) muestran como en la entrevista realizada a altos directivos los mismos manifestaron las ventajas de la utilización de las cifras contables respecto a los precios de las acciones, ya que estos últimos se ven afectados por factores que están fuera del control de la dirección.

⁵³ Este autor hace un interesante análisis de los determinantes de la valoración de las acciones en el mercado y los contrasta con los criterios utilizados para el cálculo del resultado proporcionando explicaciones de por qué los resultados contables se esperan sean más sensibles a movimientos en el precio de las acciones específicos de la empresa que a movimientos de amplitud de mercado. Los resultados contables proporcionan información sobre las operaciones actuales de la empresa y sobre cambios en la capacidad esperada de generar cash flow. Sin embargo, los PCGA no incorporan el impacto de un cambio en el tipo de descuento originados por factores de mercado a la hora de calcular el resultado contable, factor que sí es muy importante para los rendimientos de mercado.

⁵⁴ La dirección sí podrá influir en parte en la gestión de estos impuestos en un intento de minimizar los mismos, por lo que una medida de resultados después de impuestos puede incentivar tales actuaciones.

- Los precios de las acciones incorporan información relevante para valorar la empresa y no necesariamente para evaluar al directivo (Gjesdal, 1981). Una medida histórica puede contener información valiosa sobre la actuación de la dirección, medida que no está incluida en el rendimiento de las acciones. Los precios de las acciones se ven afectados por factores que no se encuentran bajo el control de la dirección por lo que la información contable puede proporcionar más información sobre la actuación de la dirección.
- El ejecutivo tiene menos posibilidades de limitar el riesgo sistemático o no sistemático que se le ha incorporado en su plan de compensación basado en cifras contables comparado con un plan basado en cifras de mercado. Concretamente si el plan está basado en una medida de mercado que tome como punto de referencia el rendimiento de mercado del sector, la dirección puede asegurarse ante fluctuaciones en el precio de las acciones de su empresa con respecto al mismo a través de la elección de una cartera de valores dentro del sector. La utilización de cifras contables en los planes de compensación también está sujeta al riesgo moral, ya que la política contable es una herramienta más al servicio de la dirección⁵⁵.

Los planes de compensación basados en resultados contables residuales, constituye otra forma de mitigar el conflicto de agencia, proporcionando incentivos para que la dirección tome decisiones que mejor contribuyan a los intereses de los accionistas. La medida de beneficios residuales utilizada por Wallace (1997) consiste en la diferencia entre resultados antes de intereses menos el coste de capital asociado a toda la estructura de financiación⁵⁶. Uno de los introductores del concepto de resultados residuales fue Alfred Marshall (1890)⁵⁷ quien definió el resultado económico como los resultados netos menos los intereses de los capitales invertidos a tipos actuales. Wallace (1997) argumenta la utilización de medidas residuales frente a medidas tradicionales de resultados, por los incentivos que las mismas generan en la distribución del *free cash flow*, el uso más intensivo de los activos y la no adopción de políticas de sobre - inversión.

⁵⁵ Dado que los diferentes componentes de los resultados están sujetos a distintos grados de discrecionalidad directiva la misma puede afectar a su utilidad y fiabilidad como medida de rendimiento. Clinch y Magliolo (1993) analizan la relación entre la compensación obtenida por los directivos del sector bancario y los resultados contables sobre los que existe cierta discrecionalidad. En esta investigación puede encontrarse cierto paralelismo con las investigaciones sobre la relación existente entre los distintos componentes de los resultados y los precios de las acciones, por lo que una interesante cuestión planteada por Smith (1993) es si en la determinación de la compensación de la dirección es tenido en cuenta la distinción efectuada por el mercado de capitales sobre los resultados contables permanentes y transitorios.

⁵⁶ Este autor menciona las distintas formas de considerar los resultados residuales, entre las que se encuentra el valor económico añadido (Economic Value Added).

⁵⁷ Citado en Wallace (1997).

En detrimento de la utilización de las cifras contables en los planes de compensación algunos autores como Bushman y otros (1996) señalan el que las reglas contables impiden que las medidas contables reflejen toda la información que por el contrario contienen los precios de mercado. Así, mientras que los resultados contables puedan representar razonablemente la gestión actual de los activos de la empresa, no reflejan sin embargo los beneficios de la planificación estratégica, oportunidades de crecimiento que han sido identificadas, iniciativas de negocio, o inversiones en el descubrimiento y desarrollo de nuevos productos o tecnologías de las que se obtendrán resultados en un futuro. Los rendimientos de las acciones anticipándose a futuros cash flows y no sujetos a distorsiones contables, supondrán un mejor reflejo de las consecuencias económicas de la actuación de la dirección, ya que todas las acciones relevantes en el valor de la empresa, independientemente de si presentan consecuencias a corto o largo plazo, estarán propiamente reflejadas en los rendimientos de las acciones de la empresa (Baber y otros., 1996).

Como argumentación en contra de lo planteado por estos autores podemos señalar que el precio de las acciones por sí solo, no refleja completamente o quizás adecuadamente toda la información, ya que será la dirección quien posee mejor información que los inversores sobre cómo sus actividades y esfuerzos están siendo aplicados para aumentar el valor de la empresa a largo plazo. Además, los precios de los títulos serán más sensibles a determinados componentes de valor que el mercado pueda fácilmente detectar y medir, sin que por ello sean los más importantes.

Una cuestión planteada en la literatura es si la utilización de opciones sobre acciones tiene efectos alineadores con respecto a los intereses de los accionistas. Varias actuaciones reducen el poder de estos instrumentos incentivadores tales como la venta de acciones, la utilización de diferentes estrategias que reduzcan el riesgo al que se expone la dirección por la compensación mediante acciones u opciones sobre acciones (Bettis y otros, 1999), la elección del momento en que son concedidas las opciones sobre acciones, la publicación de noticias de la empresa (Yermack, 1997; Aboody y otros, 1999), o cambios en el precio de las opciones (Chance y otros, 1998; Brenner y otros, 2000)⁵⁸.

De especial interés resultan los resultados alcanzados por Lambert y Larcker (1987) y Adams (1987)⁵⁹ indicando que la variación en la compensación será menos sensible a los resultados contables:

- cuando la varianza de la serie temporal de los resultados es alta en relación a la varianza de la serie temporal de los precios de las acciones

⁵⁸ Citados en Perry y Zenner (2000).

⁵⁹ Citado en Defeo y otros (1989).

- cuando la ratio valor de mercado/valor contable, representativo de las oportunidades de crecimiento, sea elevado⁶⁰
- cuando la dirección tenga una porción elevada de las acciones de la empresa.

La sensibilidad de la remuneración de la dirección a los resultados de la empresa se espera sea mayor cuando los costes de agencia sean altos. En función de los costes de agencia, y las cualidades de la variable como mecanismo incentivador y medida representativa de la actuación de la dirección Yermak (1995) plantea las situaciones más propicias para el empleo de “las opciones sobre acciones” en los planes de compensación. Este autor prevé una mayor utilización de las opciones sobre acciones cuando menor propiedad posea la dirección, mayor sea el problema del horizonte temporal, mayores sean las oportunidades de crecimiento, los datos contables resulten ser medidas con ruido, la empresa no sea regulada o incluso por motivos de liquidez o impositivos.

La utilización de planes de compensación basados en opciones sobre acciones puede tener un doble efecto. Por un lado, la dirección se sentirá incentivada a seguir políticas acordes con los intereses de los accionistas⁶⁰, tales como elección de proyectos más rentables, proyectos más arriesgados, así como un “compromiso” más a largo plazo con la empresa, pero por otro lado, también se les ha acusado de causar un efecto dilución por la transferencia de riqueza desde los accionistas hacia la dirección, de tal forma que en ocasiones puede considerarse que se paga en exceso a la dirección. Ambas han sido utilizadas como explicaciones de los resultados obtenidos en distintos trabajos sobre la reacción en el precio de mercado ante la introducción de planes de compensación⁶¹.

La investigación sobre los incentivos que la diferente composición de los planes de compensación genera es importante desde el punto de vista de una adecuada estructuración de los mismos. Bizjak y otros (1993) analizan los efectos que pueden tener planes de compensación basados en rendimientos de mercado ante importantes y perseverantes asimetrías de información sobre decisiones de inversión⁶². Este tipo de contratos pueden inducir a seguir una política subóptima de inversión, ya que la dirección tendrá incentivos para manipular las inferencias que el mercado realice sobre las perspectivas de la empresa a través de elección de inversiones observables.

⁶⁰ Algunas empresas han dirigido los planes de compensación a la generalidad de empleados. Este planteamiento puede venir acompañado del conocido problema del *free rider* ya que la conexión entre el *output* de un empleado individual y el rendimiento de mercado es menos preciso.

⁶¹ Ver resumen en Ikäheimo y otros (2000).

⁶² Estos autores consideran su investigación como una extensión del trabajo de Fama y Miller (1972), al que incorporan la existencia de asimetrías de información. En mercados perfectos con expectativas homogéneas Fama y Miller (1972) analizan cómo los planes de compensación basados en el precio actual de las acciones generan incentivos para iniciar una inversión óptima.

Algunos trabajos presentan serias dudas respecto a que los contratos de compensación generen incentivos alineadores de intereses accionistas dirección. Las conclusiones de los mismos se basan en la escasa variación de la compensación de la dirección⁶³ con respecto a la variación de la riqueza de los accionistas (Jensen y Murphy, 1990; Yermack, 1995).

Esta literatura sobre utilización de planes de compensación, el predominio de una u otra medida, el porcentaje que representan en el total de la compensación y sobre la asociación entre cambios en la compensación de la dirección y resultados contables o rendimientos de las acciones en el mercado, indican que los resultados contables y el precio alcanzado por las acciones en el mercado son importantes determinantes de la compensación de la alta dirección. Frente a la extendida opinión de que la compensación de la dirección se asemeja a la obtenida por los burócratas, Hall y Liebman (1998) consideran que la misma es bastante sensible a cambios en la riqueza de los accionistas. La elasticidad del pago medio de la dirección con respecto a los resultados de la empresa se ha triplicado de 1.2 a 3.9 desde 1980 a 1994. ¿Podría considerarse esta elasticidad suficiente para proporcionar incentivos adecuados para la alta dirección? Jensen y Murphy (1990) consideran que las presiones políticas externas son factores que limitarán la compensación de la dirección aprobada por el Consejo de Administración. Estos autores consideran insuficiente la sensibilidad de la compensación de la dirección respecto a los resultados de la empresa en los 80. Murphy (1999)⁶⁴ ve como esta sensibilidad se ha visto incrementada en las tres últimas décadas, si bien sigue considerándola pequeña. Algunos autores consideran que este ratio de sensibilidad puede ser óptimo para directivos que sienten aversión al riesgo⁶⁵. En la variación en la compensación de la dirección en U.S.A. en la década de los 90 puede observarse una mayor importancia de la parte variable ligada a los resultados de la empresa, tales como bonus, opciones sobre acciones y acciones restringidas (Perry y Zenner, 2000). Esta mayor importancia de la compensación basada en los resultados de la empresa puede ser explicada a la luz de fuerzas externas tales como un mayor activismo a finales de los 80 y principios de los 90 por parte de los accionistas agrupándose en asociaciones como United Shareholders Associations, cambios en las normas sobre la divulgación de información relativa a la compensación de la dirección emitida por la SEC y cambios en las normas impositivas. Junto a estos cambios políticos y reguladores, cambios en la estructura de gobierno también han contribuido a crear el ambiente propicio para una mayor alineación entre accionistas y dirección que se persigue con el establecimiento de planes de compensación incentivos.

⁶³ Estos análisis se encuentran con serias dificultades para medir el efecto en la riqueza de la dirección, especialmente cuando aparecen opciones sobre acciones o determinadas prestaciones recibidas por parte de la dirección.

⁶⁴ Citado en Perry y Zenner (2000).

Además de los pros y contras de las medidas contables o de mercado, algunos autores han analizado el efecto adicional que produce una variable, así como también la utilización de medidas relativas versus medidas absolutas.

2.2.3. Adición de variables en los planes de compensación

Trabajos más recientes han analizado la inclusión de una variable en el paquete de medidas tomadas como base para el cálculo de la compensación. Kim y otros (1993), Bushman y otros (1993) y Sloan (1993), han examinado la función que desempeña la inclusión de medidas contables además de las de mercado en los contratos de compensación de la dirección. Dado que lo que se persigue es una actuación de la dirección en la línea de los intereses de los accionistas, en principio parece lógico que la compensación estuviese basada únicamente en el precio de las acciones, si bien como hemos expuesto en este apartado el precio que los títulos alcanzan en el mercado puede verse afectado por factores que no tienen nada que ver con la actuación de la dirección. Por el contrario las cifras contables no se ven afectadas por este tipo de factores incontrolables, tales como cambios bruscos en factores macroeconómicos o cambios en tipos de interés. Su utilización en los planes de compensación puede servir de escudo ante factores incontrolables que afecten el valor de la empresa, de tal forma que el papel consagrado a las cifras contables es reducir el ruido de la variable precio de mercado⁶⁶.

La teoría de la agencia predice la inclusión de una medida sólo si la misma presenta contenido informativo sobre las actuaciones de la dirección más allá de lo proporcionado por el resto de las medidas (Holmström, 1979). Bajo esta perspectiva Bushman y otros (1996) investigan la utilización explícita de una evaluación de resultados individuales dentro de los planes incentivadores de la dirección además de las medidas tradicionales de resultados contables y de mercado, conjeturando la utilización de la evaluación individual cuando las asimetrías de información sean mayores. Estos autores encuentran una relación positiva entre la evaluación individual y las oportunidades de crecimiento de la empresa y el ciclo de vida y desarrollo del producto⁶⁷.

⁶⁵ Entre estos autores se encuentran Haubrich (1994) y Garen (1994), citados en Perry y Zenner (2000).

⁶⁶ Otra forma de reducir el ruido de la adopción de un plan de compensación basado en cifras de mercado como pueden ser las opciones sobre acciones, es a través del establecimiento de un nuevo precio, en renegociación posterior. Saly (1994) proporciona evidencia de este tipo de actuaciones tras el *crash* del 19 de Octubre de 1987. Este tipo de actuaciones están sujetas a altos niveles de discrecionalidad, por lo que su aplicación puede entrañar problemas.

⁶⁷ En nuestro entorno económico, se está consolidando la tendencia a incrementar la parte variable del paquete retributivo de la dirección así como también se están multiplicando los planes de compensación personal "a la carta". Desde un punto de vista comparativo con los países anglosajones

Gibbons y Murphy (1990) consideran que la inclusión de variables adicionales puede ser contraproducente en el sentido de que creará nuevos incentivos para que la dirección destine recursos a acciones que no aumenten la riqueza de los accionistas. La incorporación de medidas de rendimiento contable puede proporcionar información valiosa que determinen acciones no observables de la dirección pero a su vez genera incentivos para alterar resultados así como también para ignorar proyectos de inversión con importante valor neto en favor de proyectos menos rentables pero que proporcionen mayores resultados contables inmediatos.

2.2.4. Medidas relativas

La teoría de la agencia sugiere que la efectividad de un contrato se verá mejorada con la inclusión de medidas de resultados obtenidos por los agentes que han operado en negocios de similar riesgo. Esta depuración de la incertidumbre común que se produce con la incorporación de los resultados obtenidos por los competidores hace que la exposición al riesgo sistemático que soporta el agente que siente aversión al riesgo se vea disminuida sin que ocurra lo mismo en los incentivos del agente (Holmström). Inspirados en esta argumentación Antle y otros (1986) nos proporcionan evidencia sobre el papel de la información contable en la estructuración del riesgo que soporta el directivo en la compensación, concretamente estos autores obtienen evidencia de cómo la compensación del directivo sigue un patrón que evalúa los resultados contables tomando como punto de referencia la rentabilidad media de las empresas pertenecientes al mismo sector.

Esta investigación sobre la remuneración de la dirección, que descansa habitualmente en modelos formales principal - agente, nos ha mostrado la dificultad de la estructuración de la misma, debido a que ha de conjugarse la vinculación de intereses accionistas - dirección, es decir, un componente incentivador, junto con una evaluación de la dirección en base a su actuación y una eliminación del riesgo incorporado en determinadas medidas. Los trabajos que hemos incluido en esta sección también nos han mostrado, y algunos demostrado empíricamente el protagonismo, si bien no exclusivo, de la información contable en los planes de compensación.

2.2.5. Factores determinantes de la estructura de compensación de la dirección

Como hemos venido exponiendo a lo largo de este trabajo de investigación, la consideración conjunta del entramado contractual, sus correspondientes problemas de

“en España hay mucho oscurantismo todavía por parte de las empresas a la hora de reflejar sus

incentivos y mecanismos de resolución, nos obliga a poner de manifiesto aquellos factores que pueden incidir en la estructuración de los planes de compensación, es decir, los mismos han de ser analizados junto con el resto de las estructuras de gobierno encargadas de lubricar el funcionamiento global de las entidades. Características peculiares del gobierno de las empresas o cambio en las mismas a lo largo del tiempo darán distinto protagonismo a distintos mecanismos de control (Jensen, 1990).

Los accionistas no estructuran la compensación de la dirección sino que será el consejo de administración elegido por ellos quien tiene encomendada esta función⁶⁸. Los miembros externos de este consejo, es decir, no pertenecientes a la dirección, son considerados más independientes de la alta dirección, por lo que puede esperarse que representen más fielmente los intereses de los accionistas que los consejeros internos. La existencia de problemas de agencia entre los accionistas y el consejo de administración influirán en la compensación que reciba la dirección, dando lugar a una excesiva retribución de la dirección cuando el consejo de administración se limite a aprobar las propuestas realizadas por los directivos. Los planes de compensación constituyen un mecanismo a través del cual puede transferirse riqueza de los accionistas hacia la dirección. La composición del consejo de administración será un factor influyente en el ejercicio de la discrecionalidad en la determinación de la remuneración directiva, de tal forma que si la propia dirección controla al consejo de administración, o al comité de remuneración, éste intentará conseguir la aprobación de los planes de compensación favorables para la dirección (Kole, 1997).

Una compensación de la dirección más sensible a los resultados persigue una mayor alineación de intereses accionistas dirección. Frente a esta interpretación surge la duda respecto a una expropiación de la riqueza de los accionistas por parte de la dirección en forma de una excesiva compensación, mediante la utilización de opciones sobre acciones u otras medidas referidas al mercado en un periodo en que los rendimientos de las acciones ha sido elevado. Shivdasani y Yermak (1999) examinan la influencia de la alta dirección en el Consejo de Administración y aunque documentan una creciente tendencia a suprimir a la alta dirección de determinados comités, sugiriendo una disminución del poder de la misma, encuentran que aún tiene un impacto importante en los distintos comités u órganos de decisión del Consejo de Administración.

Mehran (1995) nos muestra cómo una compensación basada en acciones estará negativamente relacionada con la propiedad de la alta dirección y con la concentración de la propiedad y más relacionada con la presencia de consejeros externos. Esto sugiere que las

políticas retributivas" (El País, 7 Mayo 2000)

⁶⁸ Entre las funciones más importantes encomendadas a los miembros del Consejo de administración se encuentra la fijación del nivel y estructura retributiva de la dirección (Fama y Jensen, 1983b).

empresas utilizará en menor medida una compensación basada en acciones cuando existen otros mecanismos de control de la actuación de la dirección como pueden ser la concentración de la propiedad o propiedad de acciones por parte de la dirección, así como también dependiendo de determinadas características del consejo de administración como puede ser su composición.

El mercado del control corporativo, constituye otro de los mecanismos de control que puede tener efectos en la estructuración de los contratos de compensación de la dirección. La amenaza de absorciones puede tener dos efectos opuestos sobre la compensación de la dirección: el efecto competencia en el mercado de trabajo provocando una disminución en los salarios y el efecto riesgo por el que la dirección pedirá una retribución mayor que compense la mayor probabilidad de perder la inversión realizada en capital humano específico de la empresa así como también el diferimiento de determinadas compensaciones incentivadoras. Los resultados obtenidos por Agrawal y otros (1998) muestran un dominio de éste segundo. De estos resultados se pueden extraer dos importantes conclusiones: el mercado de control corporativo afecta a la estructura contractual de la empresa y ha de considerarse un factor más de los determinantes de la estructura de compensación.

El conjunto de oportunidades de inversión representa una característica de la empresa que condicionará el entramado contractual que la misma constituye. Smith y Watts (1982), Gaver y Gaver (1993) y Bizjak y otros (1993) sostienen que la gestión de las oportunidades de inversión es particularmente difícil de controlar, y por lo tanto cuanto mayor sea la proporción del valor de la empresa representado por oportunidades de crecimiento, las posibilidades de observar la actuación disminuirá, por lo que es más probable que la compensación de la dirección se base en indicadores de resultados de la empresa. La investigación realizada por Smith y Watts (1992) y Gaver y Gaver (1993) basada en un examen de la relación entre la existencia de planes de compensación basados en incentivos y el conjunto de oportunidades de inversión es ampliada por Baber y otros (1996) quienes analizan si la sensibilidad de la compensación de la dirección a medidas de rendimiento se ve influida por el conjunto de oportunidades de inversión. Skinner (1993) analizará dentro del marco conceptual de la teoría positiva de la contabilidad el efecto directo e indirecto del conjunto de oportunidades de inversión en la política contable de la empresa.

Otro trabajo que merece especial mención es el análisis efectuado por Mayers y Smith (1992) sobre la estructura de compensación de la dirección en el sector de seguros de vida. Las hipótesis planteadas giran en torno a cómo la estructura de propiedad concede unas ventajas comparativas a las mutuas frente a las sociedades anónimas en negocios donde se requiere menos discrecionalidad directiva y cómo los directivos de las mutuas no están

sujetos a una de las fuerzas disciplinadoras de su actuación como es el mercado del control corporativo. La evidencia obtenida es consistente con la existencia de diferencias en el conjunto de oportunidades de inversión de las empresa dando lugar a diferencias en la discrecionalidad directiva entre mutuas y sociedades anónimas.

Basándose en la conceptualización de la empresa como un conjunto de relaciones contractuales entre la ficción legal y los propietarios de *inputs* tales como mano de obra, materiales o de recursos financieros y los consumidores de *outputs*, John y John (1993) sugieren que la estructura de compensación de la dirección no debe tener en cuenta solamente la relación accionistas dirección sino también el conflicto de intereses que surgen en otras relaciones contractuales para las que la empresa sirve de nexo. Concretamente estos autores analizan el caso de una empresa con dos poseedores de derechos externos a la dirección: accionistas y poseedores de títulos de deuda, concluyendo que la estructura de capital es un determinante importante de la variación de la retribución del directivo con respecto a los resultados de la empresa en un planteamiento contractual óptimo. Otros autores como Gilson y Vetsuypens (1993), analizan el cambio en la estructura de compensación de la dirección en empresas que se encuentran en dificultades financieras proporcionando evidencia de la contribución de la política de compensación en la estrategia total de la empresa para solventar los problemas financieros, a través de la inclusión de provisiones que cambien los incentivos de la dirección o faciliten las negociaciones con los acreedores.

Frente a la hipótesis de incentivación que argumenta el diseño de los planes de compensación en base a los incentivos que crea en la dirección para la toma de decisiones maximizadoras de valor, la literatura también ha tratado la hipótesis no mutuamente excluyente de que los planes son diseñados para reducir el valor actual de los impuestos pagados por la dirección y la empresa Miller y Scholes (1981)⁶⁹.

En este apartado hemos analizado de forma especial un mecanismo de control contractual de la relación entre accionistas y dirección: los planes de compensación de la dirección. Haciéndonos eco de la determinación conjunta de la estructura de propiedad, estructura de compensación, composición del consejo de administración y naturaleza de negocio de la empresa preconizado por Jensen y Meckling (1976), hemos presentado brevemente las dependencias subyacentes, prestando especial atención a la influencia que las mismas puedan tener en la estructuración de los planes de compensación. Así pues, los planes de compensación vendrán determinados por la existencia de conflicto de intereses

⁶⁹ Citado en Watts y Zimmerman (1986) y en Mayers and Smith (1992). La minimización de impuestos a pagar de forma conjunta, es decir, empresa y directivo, tendrá un especial protagonismo en el caso de "directivo propietario" a quien se le planteará el dilema entre dividendo o salarios (Berché y Barbero, 1998).

entre accionistas y dirección, a la vez que no son ajenos a las características de otros mecanismos de control como puede ser la composición del consejo de administración.

Concluiremos esta presentación sobre la utilización de información contable en la evaluación de la dirección con un resumen de la literatura que ha tratado los incentivos que los planes de compensación generan en la elección de la política contable por parte de la dirección.

2.2.6. La elección contable ante planes de compensación basados en información contable

Junto a la literatura que relaciona la política contable con la estructura de propiedad, basando implícitamente ese vínculo en la utilización de cifras contables en la evaluación e incentivación de la actuación de la dirección, se encuentran los trabajos que explícitamente han analizado la existencia y características de los planes de compensación, o consideran la mayor probabilidad de utilización de planes de compensación, y plantean hipótesis sobre dirección de resultados para maximizar una compensación dependiente de los resultados contables.

De los problemas de agencia derivados de la relación accionistas - dirección y la consecuente existencia de planes de compensación basados en cifras contables, la previsión del ejercicio de la discrecionalidad contable por parte de la dirección difiere en los distintos trabajos:

- por un lado se encuentran los trabajos que predicen una elección contable tendente a aumentar los resultados de la empresa y así aumentar la compensación de la dirección
- por otro lado se encuentran los trabajos que teniendo presente las características de los planes de compensación, tales como límites inferiores y superiores, predicen un ejercicio de la discrecionalidad contable tendente a aumentar o disminuir los resultados contables dependiendo del tramo en que se encuentre la empresa (Healy, 1985; Lamm - Tennant y otros , 1994), con la finalidad de obtener una mayor remuneración conjunta.

Los primeros estudios postulaban cómo los ejecutivos con planes de compensación basados en cifras contables seleccionaban procedimientos contables que suponían un

aumento de los resultados para así maximizar su compensación⁷⁰. Estos primeros trabajos no tienen en cuenta la definición de resultado utilizada en los planes de compensación ni las características de los mismos, tales como la existencia de límite superior o inferior en la consecución de esa prima adicional en la compensación. La consideración de estas características lleva a un planteamiento de la hipótesis de maximización de la compensación directiva que no se traduce necesariamente en el aumento de resultado, sino que dependerá de la situación de la empresa con respecto a estos límites⁷¹. Healy (1985) fue el primero en considerar las características de los planes de compensación, obteniendo evidencia consistente con una alteración de resultados tendente a maximizar la compensación percibida por la dirección. Gaver y otros (1995) replican este trabajo utilizando una muestra más reciente de empresas⁷². Estos autores muestran como las conclusiones alcanzadas por Healy (1985) pueden ser debidas a un sesgo en la formación de las agrupaciones de empresas. Sus resultados, aun sin descartar un sesgo metodológico, obtienen evidencia consistente con el alisamiento de resultados, ya que las empresas situadas por debajo del límite inferior no utilizan ajustes por devengo para disminuir resultados como concluía Healy (1985) sino que los mismos conducen a un aumento de los mismos. Así pues, ambos trabajos demuestran una dirección de resultados por parte de la dirección, si bien el trabajo de Healy es más consistente con la hipótesis de maximización de remuneración, el de Gaver y otros (1995) es consistente con el alisamiento de resultados.

Utilizando bases de datos diferente, Holthausen y otros (1995) también analizan el incentivo de la dirección para dirigir resultados generado por la existencia de planes de compensación⁷³. Este trabajo presenta un enfoque que contribuye a aclarar los resultados obtenidos por Healy (1985) y Gaver y otros (1995). Una explicación consistente con los resultados de ambos, maximización de la compensación y alisamiento de resultados es la hipótesis de función objetivo ajustada "*ratcheting target*". Esta hipótesis predice un alisamiento del resultado en torno a un objetivo financiero preestablecido en los planes de compensación. Esto implica una elección de criterios contables tendentes a aumentar el

⁷⁰ Estos estudios incluyen los trabajos de Watts y Zimmerman (1978), Hagerman y Zmijewski (1979), Holthausen (1981), Zmijewski y Hagerman (1981), Collins y otros (1981) y Bowen y otros (1981). Los resultados de estos trabajos considerados en su conjunto no son concluyentes.

⁷¹ Así cuando los resultados se encuentran por debajo del límite inferior o por encima del superior se espera una alteración de resultados a la baja ya que así aumenta la probabilidad de conseguir los niveles de resultados deseados en un futuro.

⁷² La muestra de Healy (1985) incluye datos del periodo 1930 - 1980 mientras que la de Gaver y otros (1995) recoge datos del periodo 1980 - 1990.

⁷³ Estos autores utilizan una base de datos de compensaciones confidenciales proporcionada por dos consultoras de recursos humanos. Esto les permite evitar la utilización de fondos comunes "*funding formula*". El efecto de estos fondos comunes en la compensación de la dirección es indirecto y desconocido. Estos autores observan cómo la incentivación basada en fondos comunes es reemplazada por unos incentivos basados en presupuestos u objetivos. Aunque la empresa compute previamente la compensación total de la dirección, posteriormente cada directivo o grupo de directivos tiene un bono mínimo, un objetivo y un máximo, en función de los resultados de la empresa.

resultado cuando el mismo se encuentran por debajo de lo esperado y una elección contable tendente a disminuir el resultado en años excepcionales, para así evitar un aumento en el objetivo esperado para el año siguiente, ya que este planteamiento considera que los resultados alcanzados en un año influirán en el objetivo esperado del año siguiente⁷⁴. Esta hipótesis de la función objetivo ajustada posee un rasgo diferencial con la hipótesis de alisamiento planteada en la literatura, ya que la alteración de resultados prevista se deriva de la premisa de una actuación de la dirección tendente a maximizar el valor de su compensación.

Algunos autores como Ke (2000) obtienen evidencia de los incentivos que en política contable generan la existencia de unos planes de compensación basados en información de mercado. Este autor basa su hipótesis sobre la elección contable que persigue evitar disminuciones de resultados en los siguientes argumentos y evidencias empíricas:

- Las empresas que presentan disminuciones en sus resultados, generalmente presentan rendimientos anormales negativos (Kinney y otros, 2000), mientras que empresas que presentan incrementos experimentan rendimientos anormales positivos (Sloan, 1996; Dechow y Skinner, 2000).
- Utilizando un modelo de señales, Stein (1989) nos demuestra cómo la dirección adopta un comportamiento discrecional en materia contable siempre que los inversores utilicen los resultados contables para determinar el valor de la empresa, aún considerando que los inversores no serán engañados por la manipulación de resultados.
- Shivakumar (2000) demuestra empíricamente una dirección de resultados en torno a la emisión de acciones en el mercado de capitales.

Estos resultados nos sugieren que la dirección de empresas que cotizan en mercados de capitales, puede tener incentivos para dirigir el resultado con la finalidad de influir en el precio que los títulos alcancen en el mercado.

Recientemente han sido analizados los incentivos que los planes de compensación generan en unidades de negocio. Este análisis que reduce el estudio a un ámbito menor, plantea dos ventajas (Guidry y otros, 1999):

⁷⁴ El planteamiento de Healy (1985) consideraba unos parámetros fijos, “*fixed target*” frente a “*ratcheted target*”.

- en lugar de la utilización de datos agregados representativos de toda una empresa, este enfoque se reduce a las unidades de negocio evitando posibles efectos opuestos de las distintas unidades que componen una empresa
- evita potenciales incentivos contrapuestos generados por la propiedad de acciones por parte de la dirección o la utilización de opciones sobre acciones en los planes de compensación.

Este análisis del incentivo en política contable que crea la existencia de planes de compensación basados en cifras contables para directivos de unidades de negocio, puede ser completado con un estudio de la posibilidad de un ajuste de los objetivos presupuestados en respuesta a unos resultados excepcionales, así como también con la relación entre la consecución de bonos de compensación, la promoción de la dirección y destino de recursos, y el efecto que la dirección de resultados tiene en la en la compensación percibida por la dirección (Healy, 1999). La preocupación por la destitución de la dirección también ha sido objeto de análisis en la literatura sobre la elección contable, por lo que pasaremos a resumir las principales conclusiones.

2.3. CAMBIOS EN LA DIRECCIÓN Y ELECCIÓN CONTABLE

En los epígrafes anteriores hemos expuesto cómo la información contable adquiere especial relevancia en la remuneración de la dirección, una de las principales manifestaciones de la evaluación de la actuación directiva. La destitución del equipo directivo constituye una medida de disciplina de la actuación de la dirección. La literatura nos ha mostrado cómo la probabilidad de un cambio en la dirección aumentará tras unos resultados económicos poco satisfactorios, además esta relación ha aumentado en la década de los 90⁷⁵. Diversos trabajos nos muestran una asociación positiva entre la adopción de esta medida y los resultados de la empresa, al igual que la relación entre la compensación del directivo y los resultados de la empresa. Considerado en su conjunto, es decir, compensación y cambio de dirección, Hadlock y Lumer (1997) encuentran que estos mecanismos internos dependientes del consejo de administración han pasado a ser más sensibles a los resultados de la empresa en los últimos 50 años.

El Consejo de Administración tendrá presente los rendimientos económicos alcanzados por la entidad en las decisiones de cambio o destitución de la dirección. Los mecanismos de gobierno interno juegan un papel importante en estos cambios. La composición del consejo de administración y el cambio de la alta dirección ha sido analizado por Perry (1999), siendo esta relación más fuerte cuando el consejo de

⁷⁵ Ver Perry y otros (2000) para una revisión de la literatura.

administración en su mayoría esté formado por consejeros externos que reciben una compensación basada en resultados empresariales.

El aumento de propiedad por parte de la dirección también puede dar lugar a un atrincheramiento de la misma, dotando de una mayor protección a la dirección ante mecanismos de control interno y externo. Denis y otros (1997), Perry (1999) y Weisbach (1988) documentan cómo los cambios en la dirección son menos probables ante niveles altos de propiedad por parte de la dirección. Dado que la alta dirección controla una importante fracción, es más difícil que el consejo de administración reemplace a directivos que no estén actuando correctamente. Morck y otros (1988) y McConnell y Servaes (1990) proporcionan evidencia de los efectos negativos del atrincheramiento. En el caso de tomas de control externas será mucho más difícil cuando la dirección se atrinchera (Stulz 1988; Cotter y Zenner, 1994).

En ese intento de delimitar la situación más proclive para una dirección de resultados, algunos autores han analizado el periodo en torno al que se produce el cambio de dirección. Este cambio crea incentivos tanto para el equipo que parte como para la nueva dirección. Varios trabajos entre los que se encuentran Murphy and Zimmerman (1993) y Pourciau (1993), analizan el comportamiento de la dirección a través de variables representativas de decisiones sobre las que existe cierto margen de discrecionalidad tales como políticas contables o decisiones de inversión. Las argumentaciones utilizadas para este comportamiento giran en torno al problema del horizonte temporal, es decir, la dirección tomará decisiones que supongan un aumento de los resultados contables en los últimos periodos de estancia en el puesto, directivos de empresas que atraviesan por dificultades económicas intentarán ocultar este deterioro o la adopción de una política de “*taking a bath*”, aumentando resultados de futuros periodos a expensas de los resultados de los periodos de transición. Los cambios en las variables representativas del ejercicio de la discrecionalidad directiva pueden ser debidos a un debilitamiento económico, por lo que hemos de ser cautelosos en la interpretación de los resultados de los trabajos que no han contemplado esta posibilidad.

Dado que el Consejo de Administración tiene limitada su capacidad para forzar un cambio de dirección, el establecimiento de cambios obligatorios puede ser un mecanismo que ayuda a controlar los problemas de agencia con el primer directivo. Weisbach (1995) muestra como la probabilidad de llevar a cabo desinversiones en actividades poco rentables aumenta tras un cambio en la dirección.

Por último, presentamos a continuación un breve resumen de la literatura sobre alisamiento de resultados, en la que algunos de los trabajos han analizado el conflicto de intereses entre accionistas y dirección.

2.4. ALISAMIENTO DE RESULTADOS

1

Un bloque importante de la literatura sobre dirección de resultados ha centrado su atención en el alisamiento de beneficios. Con este término nos referimos a la reducción en la variabilidad de los resultados durante una serie de periodos o, siguiendo un planteamiento uniperiodo, a la dirección de los mismos hacia el nivel esperado.

Una parte importante de esta literatura se ha limitado a proporcionar evidencia de esta práctica. Los primeros trabajos empíricos sobre alisamiento de resultados se tratan de estudios de series temporales cuyo objetivo es ver si esta serie es consistente con el alisamiento⁷⁶. Ronen y Sadan (1981)⁷⁷ revisan los trabajos sobre alisamiento de beneficios hasta 1980. El enfoque básico adoptado se resume en la identificación de una herramienta de alisamiento, una función objetivo (generalmente tendencia lineal de los resultados de la empresa o una referencia al sector), una medida o índice de alisamiento y un test estadístico que nos determine la existencia de un comportamiento alisado más allá de lo que podría esperarse aleatoriamente⁷⁸. Una de las críticas recibidas por estos trabajos es que en su diseño no han sido considerados factores motivadores del alisamiento de resultados (Ball y Foster, 1982). Además, la hipótesis contrastada en estos trabajos, se trata realmente de una hipótesis conjunta de adopción de procedimientos contables para reducir la varianza y en ausencia de dirección de resultados los mismos siguen un proceso particular (Watts y Zimmerman, 1986).

Nuevos trabajos de investigación en este área han proporcionado potenciales explicaciones de la elección de políticas contables tendentes a obtener unos resultados alisados por parte de la dirección. Gordon (1964) puede considerarse uno de los primeros trabajos empíricos que liga la reducida variabilidad de los resultados a las motivaciones que mueven a la misma. Su argumentación descansa en el nexo existente entre una reducida variabilidad de los resultados y el aumento en el precio de los títulos, y por ende, el aumento en la riqueza personal de la dirección cuando la compensación se encuentra ligada al valor de la empresa en el mercado. La separación entre propiedad y control también ha sido analizada como factor influyente en la política de alisamiento. La argumentación expuesta

⁷⁶ En España, Pina (1988) y Apellániz (1991) realizan un análisis similar aplicado a la banca basado en la tendencia temporal.

⁷⁷ Citado en Watts y Zimmerman (1986).

⁷⁸ Existe una gran diversidad de herramientas de alisamiento analizadas en la literatura: ajustes por devengo discrecionales (Bannister y Newman, 1996; DeFond y Park, 1997), cambios o elección de métodos contables (Smith, 1976; Moses, 1987) o partidas extraordinarias (Beattie y otros, 1994). De igual forma existe gran diversidad en el objeto del alisamiento: resultado final (Beidleman, 1973; Barefiel y Comiskey, 1972), resultado ordinario después de impuestos (Beattie y otros, 1994), resultados por acción (Smith, 1976), o variabilidad en los resultados en relación a la variabilidad en los ingresos (Carlson y Bathala, 1997).

por Smith (1976) descansa en las teorías gerencialistas. La dirección de empresas controladas por el equipo directivo intentará mostrar los resultados de la forma más favorable para evitar el descontento de los accionistas y reducir la probabilidad de tomas de control, mientras que empresas controladas por los propietarios no se sienten preocupados por mantener su puesto de trabajo ya que son ellos quienes controlan la empresa.

Adoptando un enfoque de agencia, varios modelos argumentan la utilización de esta política contable por parte de la dirección. Entre estos modelos se encuentran el planteado por Lambert (1984) quien demuestra que el esquema de compensación óptimo ofrecido por el principal induce al agente a adoptar una política de alisamiento, Trueman y Titman (1988) demuestran que los incentivos del gestor para seguir esta política contable viene dada por la disminución en la estimación de la volatilidad de los ingresos por parte de los subscriptores de deuda de la empresa y por lo tanto, se reduce la estimación de la probabilidad de quiebra, y Dye (1988) muestra cómo los actuales accionistas pueden demandar alisamiento de resultados para influir en las percepciones que sobre el valor de la empresa pudieran tener potenciales accionistas. Algunos autores como Fudenberg and Tirole (1995) consideran que la dirección puede minimizar la probabilidad de ser despedido adoptando una política de alisamiento de resultados. Este planteamiento se basa en el supuesto implícito de que unos resultados “poco satisfactorios” aumentan la probabilidad de cambio en la dirección mientras que unos buenos resultados en el presente ejercicio no compensan unos resultados pobres en el futuro. DeFond and Park (1997) obtienen evidencia consistente con el mismo.

La introducción de los costes contractuales, derivados de los problemas de información asimétrica y costosa, genera nuevas argumentaciones sobre los incentivos que mueven a la dirección para alterar el resultado. Frecuentemente es citado el trabajo de Moses (1987) como pionero en proporcionar evidencia sobre alisamiento descansando su argumentación en la teoría positiva de la contabilidad. Beattie y otros (1994) y Carlson and Bathala (1997) son ejemplos de una evidencia más reciente. Una política de alisamiento reduce la probabilidad de incumplimiento de las cláusulas financieras que aparecen en los contratos de endeudamiento, lo que a su vez reduce los costes esperados por el incumplimiento o la renegociación. Una compensación variable basada en resultados de la empresa puede generar también incentivos para alisar los beneficios⁷⁹. Los costes políticos también han sido apuntados como factores influyentes en la adopción de una política contable que reduce la variabilidad de los resultados⁸⁰.

⁷⁹ Gaver y otros (1995) y Holthausen y otros (1995) en sus respectivas réplicas del trabajo de Healy (1985), como hemos expuesto anteriormente, obtienen evidencia consistente con el alisamiento de resultados.

⁸⁰ Martínez Méndez (1991) nos muestra cómo en determinadas circunstancias unos resultados muy favorables del sector financiero pueden desencadenar retenciones políticas. Citado en Saurina Salas (1999).

Algunos autores se han centrado en la importancia que la política contable de alisamiento de beneficios puede tener en el mercado de capitales. Wang and Williams (1994) examinan la relación entre el alisamiento y la riqueza de los accionistas centrándose en los efectos que esta política puede tener en el valor informativo de las cifras contables, concluyendo que el mismo se ve incrementado a la vez que se ve reducida la percepción de riesgo de la empresa. Bitner y Dolan (1996) analizan la relación existente entre alisamiento de resultados y valoración de mercado, obteniendo unos resultados favorables a la misma. Mohan and Thakor (2000) desarrollan un modelo en el que el alisamiento es motivado por el deseo de reducir la volatilidad percibida de la corriente de resultados de la empresa.

Una de las motivaciones para la dirección de resultados, que recientemente ha sido apuntada en la prensa, y recogida en trabajos de investigación, es la preocupación por evitar una ruptura del crecimiento continuado en la cifra de resultados, ya que las empresas que han consolidado esta tendencia a lo largo del tiempo sufrirán severas penalizaciones por parte de un mercado de capitales decepcionado. Barth y otros (1997) nos muestran como el mercado premia a las empresas que presentan un continuo crecimiento, premio que aumenta en función de la duración de la tendencia, y penaliza cuando la misma se ha quebrado. Myers y Skinner (1999) proporcionan evidencia consistente con este planteamiento, así como también encuentran evidencia de los beneficios de evitar estas sorpresas negativas en el mercado, como pueden ser una menor dispersión de las predicciones sobre resultados que realizan los analistas o una reducción en los errores de los mismos. Bursgtahler and Dichev (1997) y DeGeorge y otros (1999) encuentran inusual que las empresas reduzcan el nivel de resultados o reconozcan bajos niveles de pérdidas. El reciente trabajo de Ke (2000) analiza los determinantes económicos de estas dos regularidades empíricas encontradas en la literatura: utilización de la discrecionalidad contable tendente a proporcionar pequeños incrementos en los resultados y largas series de incrementos consecutivos. Los resultados revelan como empresas donde la dirección tiene unos planes de compensación basados en medidas de mercado y con bajos ratios de valor contable / valor de mercado, es más probable que presenten incrementos en resultados y mantengan una serie más larga de incrementos consecutivos.

Junto a la consecución de unos resultados positivos o una mejora en los resultados con respecto al ejercicio anterior, la obtención del nivel de resultados pronosticado por los analistas constituye el tercer umbral objeto de preocupación por parte de la dirección (DeGeorge y otros 1999). El aumento en la probabilidad de perder el puesto de trabajo, una reducción en la compensación y una disminución del precio de las acciones que ya tienen incorporado en el mismo los pronósticos de los analistas, son los factores que la literatura contable cita como motivación de esta dirección de los resultados (Bannister y Newman, 1996). La evaluación de la actuación de la dirección por parte del consejo de administración, la prensa económica y el mercado de capitales, frecuentemente incluye comparaciones de

los resultados alcanzados por la empresa con determinados puntos de referencia entre los que se encuentran las predicciones realizadas por los analistas, lo que originará que la dirección se sienta incentivada para utilizar la discrecionalidad contable tendente a alcanzar los resultados vaticinados por los analistas o incluso por la propia dirección en los estados financieros de ejercicios anteriores. Los resultados obtenidos en el trabajo de Burgstahler y Eames (2000) además de proporcionar evidencia consistente con una dirección de resultados tendente a evitar la publicación de unos beneficios por debajo de las predicciones, también nos muestran que los analistas en la formación de sus predicciones tienen en cuenta la dirección de resultados por parte de la dirección tendente a evitar pérdidas o disminuciones en los mismos. El consenso en las predicciones de los analistas es un factor importante que puede incidir en la preocupación por la dirección de esta cifra pronosticada por expertos financieros (Robb, 1998).

En el análisis realizado por Dechow y otros (2000), se aprecia como más empresas de lo esperado obtienen reducidos beneficios, y no presentan errores de predicción, lo que muestra la preocupación de la dirección por evitar unos resultados negativos o frustraciones de los analistas. Estas empresas presentan altos niveles de ajustes por devengo y de resultados extraordinarios. Los resultados de este trabajo reflejan que el retraso de comunicación de noticias negativas es la motivación de una dirección de resultados que evite el reconocimiento de pérdidas. En cuanto a empresas cuyos resultados se ajustan a las predicciones de los analistas, se trata de empresas con altos niveles de crecimiento y de capitalización bursátil, que intentan evitar frustraciones sobre el nivel de resultados por el efecto “torpedo” que sufrirán los precios de sus títulos en el mercado de capitales. Las expectativas de una corriente de dividendos por parte de inversores institucionales constituye otra de las motivaciones que originan la dirección de resultados hacia un determinado nivel (Kasanen y otros, 1996).

La literatura sobre alisamiento de resultados nos ha mostrado la importancia no sólo de la tendencia de los mismos sino también la importancia de la variabilidad de la cifra de beneficios tanto desde el punto de vista de los intereses de la dirección como de las percepciones de los inversores, por lo que la misma será tenida en cuenta en ejercicio de la discrecionalidad contable por parte de la dirección.

En este primer capítulo de la segunda parte hemos planteado cómo el conflicto de intereses accionistas - dirección originado en estructuras de propiedad donde los poseedores de los derechos residuales y los gestores de los recursos no coinciden, da lugar a un nuevo problema de incentivos sobre política contable. La información contable será utilizada en esta relación contractual, ya sea implícita o explícitamente, como mecanismos de evaluación, incentivación y control de la actuación directiva, por lo que la misma no se sentirá indiferente ante políticas contables que proporcionen diferente representación de la

situación económico - financiera de la empresa. Este análisis ha sido realizado bien mediante el estudio de las propias estructuras de propiedad y las consecuencias que las mismas acarrearán en cuanto a límites a la discrecionalidad o grado de alineación de intereses, y por ende, la necesidad de recurrir a fórmulas incentivadoras y restrictivas de la actuación de la dirección, mediante el análisis de la existencia, probabilidad de existencia, o características de los planes de compensación, donde la argumentación descansa en la búsqueda de una maximización de la remuneración de la dirección o en casos más extremos donde se ve amenazada la continuidad en el puesto de la dirección.

La relación de agencia con aportantes de recursos financieros que perciben una remuneración fija junto con la utilización de información contable por parte de los entes gubernamentales, ocupará nuestra atención en el siguiente capítulo. Veremos nuevamente el papel atribuido a la información contable en la relación contractual, así como los incentivos generados para una nueva dirección del resultado por parte del equipo directivo.

CAPÍTULO 5

LA INFORMACIÓN CONTABLE EN LOS CONTRATOS DE ENDEUDAMIENTO Y EN LA RELACIÓN CON LOS ENTES GUBERNAMENTALES

1. INTRODUCCIÓN

La teoría positiva de la contabilidad descrita en el capítulo tercero ha servido de marco teórico de una importante parte de los trabajos en investigación contable, proporcionando explicaciones sobre la elección de política contable, la posición de apoyo o rechazo respecto a la introducción de una norma, así como también los cambios en los precios de las acciones asociados a un cambio voluntario u obligatorio de los procedimientos contables⁸¹. Una vez revisado en el capítulo anterior el soporte teórico y la literatura empírica sobre la hipótesis de los planes de compensación, en el presente capítulo completamos la revisión de las hipótesis habituales, centrándonos en la relación de agencia con los aportantes de recursos financieros distintos de los accionistas y en el proceso político.

2. LA RELACIÓN DE AGENCIA DEL ENDEUDAMIENTO EN LA POLÍTICA CONTABLE

Los incentivos que la relación de endeudamiento genera en la elección de la política contable por parte de la dirección ha sido objeto de amplio estudio en la literatura empírica.

⁸¹Una de las argumentaciones más utilizadas en contra o a favor de la introducción de una nueva norma o el plazo de entrada en vigor, es el potencial incumplimiento de las cláusulas de endeudamiento, por lo que varios trabajos se han centrado en analizar si el grado de aproximación a las cláusulas se ve afectado por la introducción de una determinada normativa así como también sus efectos económicos a juzgar por el efecto en el precio de las acciones.

Iniciaremos el presente apartado mostrando el origen de la existencia de cláusulas de endeudamiento. Dado que estas cláusulas se basan en cifras contables analizaremos cómo las mismas influirán en las políticas contables seguidas por las distintas empresas. Ante la imposibilidad de una observación directa de las mismas, la variable ratio de endeudamiento ha sido utilizada como variable representativa de la existencia, proximidad y costes de incumplimiento de las cláusulas contractuales de endeudamiento, siendo éste un aspecto tratado en varios trabajos, por lo que dedicaremos un apartado al mismo.

2.1 LAS CLÁUSULAS CONTRACTUALES DEL ENDEUDAMIENTO COMO MECANISMO CONCILIADOR DE INTERESES ENTRE ACCIONISTAS Y POSEEDORES DE TÍTULOS DE DEUDA

Las cláusulas en los contratos de endeudamiento son restricciones *ex ante* sobre las actuaciones *ex post* de la dirección, influyendo en las estimaciones de los poseedores de estos títulos de deuda sobre los pagos que puedan percibir.

La existencia de cláusulas de responsabilidad limitada en contratos financieros constituye el origen de determinados problemas de agencia, especialmente entre los dos principales grupos de aportantes de recursos financieros en la empresa: accionistas y poseedores de títulos de deuda. La diferente estructura de derechos de estos partícipes, hará que la dirección se sienta más proclive hacia determinadas políticas de inversión y financiación favoreciendo los intereses de los accionistas en detrimento de los obligacionistas. Entre tales políticas se encuentran la iniciación de proyectos de inversión excesivamente arriesgados, la renuncia a proyectos de inversión rentables, la variación de la política de dividendos o la emisión de nueva deuda. Ante las potenciales transferencias de riqueza que supone este tipo de actuaciones, los obligacionistas se anticiparán a las mismas protegiéndose mediante el precio. En un mercado eficiente este precio reflejará una estimación insesgada de tales acciones futuras. Debido a esta protección vía precios, serán los accionistas quienes soportarán los costes de decisiones no óptimas motivadas por transferencias de riqueza, de tal forma que el control efectivo de este conflicto accionista - obligacionista, puede aumentar el valor de la empresa (Smith, 1993).

Las restricciones impuestas por las cláusulas de endeudamiento sobre política financiera, tales como pago de dividendos, venta de activos, emisión de nueva deuda, etc.... son ejemplos de acuerdos contractuales que permiten reducir los costes generados por el seguimiento de políticas contrarias a la maximización del valor de la empresa⁸². La

⁸² La gran frecuencia en la utilización de cláusulas en los contratos de endeudamiento, tales como cláusulas sobre distribución de dividendos en U.S.A., sugiere que los poseedores de títulos de deuda

naturaleza de estos contratos tiene como función reducir el potencial conflicto de intereses originado por el endeudamiento⁸³. Los accionistas serán quienes obtengan los beneficios derivados de esta reducción de costes a través del distinto precio negociado con los poseedores de títulos de deuda. Además si estas restricciones reducen los costes de control de éstos sobre las actividades de la empresa, los accionistas se verán nuevamente beneficiados ya que esta reducción en los costes también tendrá su efecto en el precio.

Así pues, en el momento de estructurar un contrato óptimo de endeudamiento, la dirección se enfrentará a un *trade-off* entre la obtención de unas mejores condiciones en la negociación de la deuda y la reducción en el margen de actuación con respecto a elección de futuras políticas. La inclusión de este tipo de cláusulas en los contratos de endeudamiento se erige como un mecanismo conciliador del conflicto de intereses accionistas - acreedores.

Jensen y Meckling (1976) predicen una protección vía precios por parte de los prestamistas ante los incentivos que los prestatarios puedan tener para reducir el valor de la deuda, de igual forma los prestamistas se protegerán contra la falta de efectividad con que las cláusulas mitiguen o protejan actuaciones que reduzcan el valor de la deuda.

La literatura ha clasificado las restricciones de los contratos de endeudamiento en restricciones positivas y restricciones negativas. Las restricciones positivas requieren que la empresa mantenga dentro de unos determinados márgenes ciertas variables financieras tales como el ratio de endeudamiento, fondo de maniobra, activo neto etc...., mientras que las restricciones negativas limitan ciertas actividades de inversión y de financiación a menos que determinadas condiciones se vean cumplidas, así por ejemplo para distribuir resultados se ha de haber alcanzado un nivel mínimo de resultados acumulados. El cumplimiento de las cláusulas negativas puede ser alcanzado con decisiones que están bajo el control de la dirección, si bien las mismas pueden ocasionar costes⁸⁴. Sin embargo, el cumplimiento de las cláusulas positivas no está totalmente bajo el control de la dirección ya que se precisa una mejora de la rentabilidad económica. Dado que gran parte de estas cláusulas contractuales descansan en cifras contables veremos como las mismas generarán incentivos

no confían en que la dirección recorte voluntariamente el reparto de dividendos para proteger los intereses de los obligacionistas si no existiesen estas cláusulas (Healy y Palepu, 1990).

⁸³ Este planteamiento de existencia de cláusulas de endeudamiento puede ampliarse a otras situaciones similares con otros partícipes poseedores de derechos sobre los cash flows que genere la empresa. Así Stokes y Whincop (1993) se basan en el marco conceptual desarrollado por Jensen y Meckling (1976) y Myers (1977) y Smith y Warner (1979) para proporcionar explicaciones de la variación en la utilización de cláusulas tendentes a resolver conflictos de intereses entre distintos poseedores de derechos sobre la empresa como puede ser aquellos que poseen distintos tipos de acciones preferenciales y el resto de los accionistas.

⁸⁴ Así por ejemplo, las cláusulas sobre distribución de dividendos podrán seguir cumpliéndose con la consecuente respuesta sobre dividendos, si bien la misma supone una decisión costosa para los accionistas.



en la elección de la política contable, siendo más probable que sean las cláusulas positivas las que provoquen respuestas contables.

2.2. CLÁUSULAS CONTRACTUALES BASADAS EN INFORMACIÓN CONTABLE

En un contexto de asimetrías de información y costes contractuales, resulta imposible la observación de un nivel óptimo de las decisiones financieras, de forma que para controlar estas actividades en contratos de endeudamiento se recurrirá a señales imperfectas, tales como variables obtenidas de los estados financieros (Mohrman, 1996). La contabilidad juega un papel crucial tanto en el establecimiento como en el control de los acuerdos de endeudamiento. La utilización de información contable en los contratos de endeudamiento genera incentivos para relajar esas restricciones onerosas a través del ejercicio de la discrecionalidad contable permitida por la normativa, siempre que tales cláusulas de endeudamiento se refieran de forma general a los principios contables como base para la elaboración de las magnitudes contables requeridas⁸⁵.

Tales restricciones contractuales basadas en cifras contables pueden verse alteradas por políticas contables, ya sea de forma voluntaria u obligatoria, encontrándonos nuevamente ante potenciales transferencias de riqueza, motivadas en este caso por la elección o imposición de una determinada política contable. En este sentido Mohrman (1996) plantea los riesgos en que incurre el prestamista y prestatario por la inclusión de cifras contables en las restricciones contractuales. Así el prestamista acepta el riesgo de que la otra parte adopte métodos contables que hagan menos restrictivas las cláusulas acordadas, por otro lado el prestatario acepta el riesgo de que ante cambios en normativa contable ocurra lo contrario. Ante la posibilidad de tales prácticas el prestamista puede reaccionar bien anticipándose a tales cambios y protegiéndose a través del precio, o bien exigiendo una especificación de los criterios para la obtención de las cifras contables, limitando al máximo la posible discrecionalidad contable⁸⁶.

⁸⁵ De acuerdo con Leuz (1997), la historia de la regulación contable alemana muestra la importancia del endeudamiento en el desarrollo de la contabilidad basada en los ajustes por devengo. La utilización del resultado contable en las restricciones sobre dividendos puede ser explicada por el proceso seguido en la determinación del resultado contable, basándose no sólo en el cash flow sino prestando especial atención a las transacciones económicas, resultando muy útil en los problemas de incentivos originados por la deuda.

⁸⁶ "Fixed Gaap provision" en terminología anglosajona. Leftwich (1983) considera que tales contratos son costosos de controlar, no solamente por los costes de un doble registro sino también por la larga duración de algunos contratos de deuda por lo que es muy habitual que la empresa se encuentre con distintos contratos al mismo tiempo lo que requiere conocimiento por parte de contables y auditores de los principios contables a los largo de una extensa serie temporal.

Así pues, la fijación de los criterios contables a seguir puede considerarse como una estructuración de los contratos encaminada a mitigar los efectos en la probabilidad de incumplimiento de las cláusulas contractuales que son originados por los cambios en los procedimientos contables, de tal forma que se reduzca el riesgo que corren tanto prestamista como prestatario. Watts y Zimmerman (1986) manifiestan cómo la especificación y preparación de los estados financieros solamente para un contrato de deuda es costoso, pudiendo ser más beneficioso para los accionistas el empleo de PCGAs y soportar los costes adicionales del potencial ejercicio de la discrecionalidad contable que quedarán reflejados a través del precio negociado. El análisis de los costes y beneficios que tal decisión entraña se trata de una cuestión muy particular de cada empresa, si bien determinados factores del entorno económico pueden afectar a la misma.

Leftwich (1983) considera que los criterios de medida utilizados en los acuerdos de endeudamiento tendrán efectos en el valor de la empresa ya que la restricciones impuestas sobre elección de método contable implican costes y beneficios. Como costes más relevantes de la inclusión de reglas definidas de medida se encuentran la negociación y control, además de que es más probable que se incumplan involuntariamente las cláusulas contractuales, por lo que criterios rígidos generarán incentivos para que la dirección cambie decisiones de producción o inversión para evitar el incumplimiento de las cláusulas. Como inconveniente de la inclusión de normas flexibles se encuentran los costes de litigio que pueden ser generados por la ambigüedad en determinados términos. Este autor predice un conjunto disponible de criterios contables más restrictivo que los PCGA, ya que los criterios contables negociados en estos contratos intentarán restringir las posibilidades de soslayar las cláusulas por el simple cambio de método contable. El análisis efectuado por este autor puede ser englobado dentro de la elección de *accepted set* o conjunto de métodos disponibles, o lo que es lo mismo, definición de la tecnología contractual que será utilizada en las diferentes relaciones.

En los trabajos que nos muestran evidencia de la utilización de cláusulas con criterios contables fijos se aprecia una evolución a lo largo del tiempo⁸⁷. Así los trabajos de Leftwich (1983) y El- Gazzar y otros (1989) utilizando datos de Estados Unidos y anteriores a 1977, reflejan una escasa utilización de este tipo de contratos, mientras que el trabajo de Mohrman (1996) utilizando una serie temporal más amplia (1963 - 1990), muestra como la proporción de contratos con cláusulas fijas aumenta con el número de restricciones basadas en cifras contables así como también a lo largo del tiempo. Este autor considera la inclusión de cláusulas basadas en información contable siguiendo unos criterios específicos, como una

⁸⁷ Otro aspecto importante, especialmente en trabajos sobre efecto económico de una norma, es si en las cláusulas de endeudamiento se establecen unos principios contables que están en vigor en el momento de la formulación del contrato o los que estén en vigor durante el contrato, "*Frozen GAAP*" y "*Rolling GAAP*" respectivamente en la terminología anglosajona (Gopalakrishnan y Parkash, 1995).

innovación tecnológica contractual fruto de una mayor consideración de los efectos producidos por la política contable en el cumplimiento de las cláusulas contractuales, y actuando racionalmente para evitar tales efectos⁸⁸.

La utilización de cláusulas en los contratos de endeudamiento y la medida en que se basan los mismos pueden diferir en los distintos países⁸⁹. A pesar de diferencias entre países, como factores potencialmente determinantes de la inclusión de cláusulas contables en los contratos de endeudamiento se encuentra el tamaño de la deuda contraída, la ratio de endeudamiento, tamaño de la empresa, plazo de vencimiento, estructura de propiedad de la compañía y empresa auditora de las cuentas.

Las diferencias institucionales pueden ayudarnos a una mejor comprensión del diferente grado de utilización así como también del tipo de cláusulas contractuales, fijas o variables, de los distintos países. Así Leuz y otros (1998) tras analizar las restricciones legales y contractuales sobre dividendos en Estados Unidos, Reino Unido y Alemania, concluyen que las empresas, independientemente del entorno institucional al que pertenezcan, se encuentran con restricciones sobre dividendos que son similares en su estructura, es decir basadas en cifras contables, si bien los orígenes son diferentes ya que en U.S.A. las restricciones son principalmente contractuales, en el Reino Unido las restricciones contractuales complementan a las legales y en Alemania las restricciones son básicamente legales. Las modificaciones con respecto a los PCGAs son más pronunciadas en sistemas contables orientados hacia los inversores y donde los criterios contables son menos conservadores.

Watts y Zimmerman (1986) describen la importancia de la política contable en el proceso contractual, tanto *ex post* como *ex ante*. Estos autores sostienen que la dirección puede utilizar la política contable *ex post* para evitar incumplimientos en las cláusulas y por lo tanto redistribuciones de la riqueza. Junto a este planteamiento *ex post*, estos autores predicen que los prestamistas anticiparán *ex ante* este comportamiento y se protegerán vía precios. Beatty y otros (2000) desde un planteamiento *ex ante* nos muestran la importancia de los cambios contables, tanto obligatorios como voluntarios, por sus efectos en el tipo de interés incorporado en la deuda. Estos resultados sugieren que los cambios contables tienen un efecto económico significativo en los contratos de deuda y que potenciales compradores de títulos de deuda se protegerán a través del precio ante los efectos de los cambios contables.

⁸⁸ El aumento de la actividad del FASB y la mayor automatización de las funciones contables son factores importantes en el desarrollo de este tipo de contratos.

⁸⁹ El trabajo de Ahmed y Roush (1998) resume las conclusiones alcanzadas en estudios sobre contratos de endeudamiento públicos en U.S.A. (Leftwich, 1983; El - Gazzar y otros, 1989), en Nueva Zelanda (Law y otros, 1998), o en contratos privados en el Reino Unido (Citron, 1992), en Australia (Cotter, 1997), además de las conclusiones de su propio trabajo en Nueva Zelanda.

Varios trabajos en investigación contable han intentado buscar evidencia empírica de la importancia de los acuerdos de endeudamiento en la determinación de la política contable. Las hipótesis planteadas establecen un vínculo entre las cláusulas de endeudamiento y la elección de política contable tendente a hacer menos restrictivas las mismas. Esta hipótesis supone la no existencia de criterios contables específicos y concretos, permitiendo un nexo entre la política contable y el valor de la empresa. Sin embargo, los obligacionistas pueden anticiparse ante posibles elecciones de políticas contables oportunistas estructurando los contratos de deuda para mitigar tales efectos, a través de la inclusión de restricciones que limiten al máximo la elección contable.

3. LA HIPÓTESIS DE LA RATIO DE ENDEUDAMIENTO: LA HIPÓTESIS SIMPLE DE LAS CLÁUSULAS DE ENDEUDAMIENTO

Basándose en el trabajo de Jensen y Meckling (1976) y Smith y Warner (1979) entre otros, un importante cuerpo de la literatura emerge tendente a examinar las implicaciones que en política contable tendrán las restricciones contractuales del endeudamiento, considerando la política contable elegida como una reacción a las restricciones contractuales en un intento de evitar el coste que el incumplimiento de las mismas acarrearía para la empresa. Incluido en esta literatura se encuentran los trabajos que consideran el endeudamiento como uno de los determinantes económicos de la elección contable, así como también las investigaciones sobre las posiciones de apoyo o rechazo de la dirección ante una determinada regulación contable o reacciones en el precio ante cambios contables obligatorios, centrandos todos ellos su argumentación en las cláusulas de endeudamiento de la empresa.

Una política contable o introducción de una norma contable que haga que la empresa se encuentre más alejada del incumplimiento técnico supondrá un aumento de los cash flows futuros esperados por dos motivos :

1. Dado que la empresa se encuentra más alejada del incumplimiento técnico, la dirección tendrá mayor flexibilidad en la gestión de la estructura financiera de la empresa y podrá seleccionar proyectos de inversión y producción que aumenten el cash flow de la empresa⁹⁰
2. El alejamiento del incumplimiento técnico reduce la probabilidad de incurrir en costes adicionales originados por una violación técnica.

⁹⁰ Para que se produzca este efecto es necesario que la empresa tenga la posibilidad de llevar a cabo proyectos de inversión o producción con futuros cash flow positivos en el momento de la elección de política contable o introducción de la norma contable.

El único trabajo del que tenemos conocimiento que ha utilizado ambos argumentos como explicación del efecto en el cash flow esperado es Linsmeier y otros (1988). El resto de trabajos utilizan como argumento de la utilización de una política contable o reacción en precio de la introducción de una norma contable, la reducción en los costes de incumplimiento técnico.

Los primeros trabajos que analizaban los determinantes económicos de las políticas contables seguidas por las distintas empresas, consideraron indirectamente el efecto de las cláusulas de endeudamiento a través de la utilización de la ratio Deuda/Fondos propios. Este ratio ha sido utilizado como variable *proxy* de la existencia y proximidad al incumplimiento de las restricciones impuestas en el endeudamiento así como también de los costes esperados en caso de que el mismo tuviera lugar. El planteamiento de la hipótesis de la ratio de endeudamiento se concreta en:

“*Ceteris paribus*, cuanto mayor sea la ratio de endeudamiento de la empresa es más probable que la dirección elija procedimientos contables que trasladen resultados de periodos futuros al actual⁹¹”

Watts y Zimmerman (1986) sugieren que el contraste de la hipótesis simple sobre las cláusulas de endeudamiento, es decir, la hipótesis de la ratio de endeudamiento⁹², es debida a la costosa obtención de los detalles de tales cláusulas, esperando que a medida que la investigación avance los trabajos contrasten la hipótesis de las cláusulas de endeudamiento. En este mismo sentido se pronuncia Leftwich (1983) quien apunta la necesidad de examinar los rasgos específicos de los contratos.

Un grupo de trabajos se ha centrado en dar un paso adelante en la investigación, analizando la asociación entre la variable “ratio de endeudamiento” y la existencia, aproximación y costes de incumplimiento de las cláusulas de los contratos de endeudamiento. Resumiremos brevemente las conclusiones alcanzadas en los mismos.

2.3.1. La variable ratio de endeudamiento como variable representativa de la probabilidad de incumplimiento de las cláusulas de endeudamiento

⁹¹ De forma similar, dependiendo del tipo de investigación el planteamiento de esta hipótesis sería: “cuanto mayor sea la ratio de endeudamiento es más probable que la dirección apoye o rechace la introducción de una norma”, “cuanto mayor sea la ratio de endeudamiento es más probable que tenga efectos la elección o imposición de una procedimiento contable en el precio de mercado”

⁹² “*Debt-equity hypothesis*” frente a la original “*debt-covenant hypothesis*” en la terminología anglosajona.

Entre los trabajos que han tratado la oportunidad de la utilización de la ratio de endeudamiento como variable representativa de la existencia y aproximación al incumplimiento de las restricciones planteadas en las cláusulas de endeudamiento se encuentran⁹³: Holthausen (1981), Chow (1982), Kelly (1985), Duke and Hunt (1990), Press and Weintrop (1990) y Duke (1995). La evidencia de los mismos muestra una relación positiva entre la existencia, o número en algunos casos, de cláusulas de endeudamiento y la ratio deuda/fondos propios. Holthausen (1981), en un análisis de una muestra de corte transversal, muestra cómo las empresas incluyen cláusulas más restrictivas en los contratos de endeudamiento a medida que aumenta la ratio de endeudamiento. Los resultados sobre la relación entre la aproximación de las cláusulas y la ratio de endeudamiento no son tan concluyentes ya que se cumplen sólo para algunas restricciones y algunas medidas de *leverage*⁹⁴, además de que también dependen del predominio de endeudamiento privado o público. En un entorno neozelandés, Law y otros (1998) encuentran que la proximidad al incumplimiento no está significativamente correlacionada con la probabilidad de incumplimiento, confirmando la división de hipótesis planteada por Begley (1990) que expondremos en un epígrafe posterior.

La aceptación de una relación positiva entre la ratio de endeudamiento y la existencia y/o aproximación a la restricción, es una condición necesaria pero no suficiente para confiar en los resultados de estudios sobre elección contable que han utilizado como variable *proxy* la ratio de endeudamiento. Dado que todas las correlaciones son significativamente menores que uno, el error de medida puede representar variables omitidas de tal forma que la ratio de endeudamiento sea significativo por otros motivos que por la aproximación a las restricciones contractuales derivadas del endeudamiento. Así Press y Weintrop (1990) y Duke y otros (1995) han tratado la influencia del endeudamiento en la elección contable incluyendo como variables explicativas bien la ratio de endeudamiento, bien la aproximación al incumplimiento de las cláusulas contractuales o ambas. Estos trabajos muestran como la utilización de las variables de aproximación a las cláusulas proporciona mejores resultados que la utilización de la ratio deuda/fondos propios. Un resultado que merece especial mención es cómo tras añadir la ratio de endeudamiento en estudios que ya contienen las variables de las restricciones contractuales, el modelo mejora marginalmente, sugiriendo que la ratio de endeudamiento representa variables distintas de las restricciones contractuales. Una posible explicación a este resultado es que la ratio de endeudamiento sea una variable representativa del riesgo de impago (Watt y Zimmerman, 1986) o de las oportunidades de inversión (Zimmer, 1986; Press y Weintrop, 1990).

⁹³ Si bien los tres primeros proporcionan evidencia de una relación positiva entre ratio de endeudamiento y el número y aproximación de las restricciones, el interés principal del trabajo no era ese.

⁹⁴ Press y Weintrop (1990) obtienen distintos resultados para medidas de *leverage* basadas en cifras contables que para aquellas basadas en valor de mercado.

Generalmente las variables representativas de la existencia, probabilidad de incumplimiento y costes de las cláusulas de endeudamiento han sido consideradas como una variable exógena, si bien como demuestran Begley y Feltham (1999) se trata más bien de una variable endógena. Empresas que tienen cláusulas restrictivas sobre dividendos y nueva financiación es más probable que su primer directivo tenga una importante cantidad en acciones en relación con su salario y posee una participación significativa en la propiedad.

2.3.2. Asociación entre ratio de endeudamiento y costes de incumplimiento

La existencia de costes ocasionados por una violación de las cláusulas de endeudamiento es asumida por los trabajos en investigación contable que analizan las consecuencias económicas de la elección contable voluntaria u obligatoria o los determinantes de la elección contable. Documentar la magnitud de los costes originados por las violaciones de las cláusulas de endeudamiento⁹⁵ o la magnitud de los costes de renegociación ha sido (Watts y Zimmerman, 1986) y sigue siendo una tarea difícil por las dificultades que entraña la obtención y análisis de los acuerdos de endeudamiento.

Un examen cuidadoso del proceso de incumplimiento, sus causas y reacciones ante el mismo, nos ayudará a un mejor entendimiento del proceso de endeudamiento, y por ende, de los costes del mismo, costes que tienen importantes implicaciones tanto en las explicaciones de elección de política contable como en la estructura de capital. La evidencia encontrada por Smith (1993) respecto al incumplimiento técnico nos muestra cómo el mismo es originado por un deterioro económico de la empresa⁹⁶, afecta casi de forma exclusiva a las restricciones positivas, una parte importante afecta al incumplimiento de varias cláusulas, es más probable que tengan lugar en emisiones privadas que en públicas⁹⁷ y

⁹⁵ La literatura contable ha analizado las implicaciones que el incumplimiento técnico de las cláusulas de endeudamiento genera en política contable. Conviene diferenciar el incumplimiento técnico del incumplimiento en el pago ocasionado por dificultades financieras. Los costes ocasionados por el incumplimiento en el pago crearán incentivos para que la dirección reduzca la probabilidad de incumplimiento incurriendo en menores niveles de endeudamiento, proyectos menos arriesgados y dirigiendo la empresa más eficientemente. Gilson (1989) analiza la asociación entre la pérdida del puesto de trabajo de la dirección y la situación de dificultades financieras por las que atraviesan una muestra de empresa encontrando que el mismo tendrá lugar en el 52% de estas empresas.

⁹⁶ La literatura cita al trabajo de Frost y Bernard (1989), como el único trabajo que asocia el incumplimiento técnico a un cambio contable.

⁹⁷ Si los contratos privados tienen restricciones más pronunciadas que los contratos de deuda pública, se espera que sean los contratos de deuda privada los primeros que sean incumplidos. En los contratos de deuda privada es más probable que existan cláusulas más restrictivas ya que los prestamistas (habitualmente bancos) tienen una ventaja comparativa en tratar y ayudar a la dirección en situaciones de dificultades financieras. De acuerdo con Duke y Hunt III (1990) no es tan evidente que la deuda pública o privada tenga mayor efecto en las decisiones contables de la dirección. Si bien la deuda privada puede renegociarse más fácilmente y con menos coste que los acuerdos de deuda pública, las restricciones impuestas por la deuda pública ejercen una mayor influencia en las actuaciones de la

los prestatarios pueden tomar distintas medidas como respuesta y como medio para evitar el incumplimiento técnico.

1

Si bien la literatura que a continuación resumiremos intenta proporcionar evidencia de las consecuencias ocasionadas por la violación de cláusulas de endeudamiento, es importante matizar que no son éstos los únicos costes que soportará la empresa, ya que cuando ésta se encuentre al límite del incumplimiento tendrá restringida las distintas políticas que pueda llevar a cabo, lo que indirectamente también repercutirá en los resultados de la empresa.

Beneish y Press (1993), DeFond y Jiambalvo (1994) y Sweeney (1994) relatan como cambios más habituales que siguen al incumplimiento técnico en los contratos de endeudamiento los siguientes:

- introducción de cláusulas adicionales
- aumentos de tipos de interés
- reducción del nivel de endeudamiento que posteriormente pueden alcanzar las empresas.

La introducción de nuevas cláusulas ha sido interpretado como uno de los costes de incumplimiento técnico. Sin embargo Beneish y Press (1993 y 1995a) lo consideran como consecuencias de incumplimiento técnico ya que la inclusión de estas nuevas cláusulas no imponen, *per se*, costes. Para que realmente impusieran costes, la empresa debiera de encontrarse cercana a su incumplimiento. Además desde un punto de vista del accionista puede ser óptimo reducir la discrecionalidad directiva de las empresas que se encuentran en situación de incumplimiento técnico, es decir, debemos cuestionarnos si el potencial beneficio de un aumento de control que impregnan estas cláusulas del prestamista excede el coste de la limitación impuesta en la política financiera.

Además de los costes soportados por los accionistas por incumplimiento de pagos o quiebra⁹⁸, ampliamente tratados en trabajos de economía financiera, la violación técnica o incumplimiento de acuerdos contractuales distintos del pago de la deuda da a los

dirección que la deuda privada. Un argumento alternativo es que el coste del incumplimiento es mayor en la deuda pública, la misma contiene menos cláusulas restrictivas que la deuda privada, y por lo tanto tiene una influencia significativamente menor en las acciones de la dirección que los acuerdos de deuda privada.

⁹⁸ Beneish y Press (1995b) muestra cómo el incumplimiento técnico, el incumplimiento en el pago y la suspensión de pagos son eventos interrelacionados que tienen efecto en la valoración de mercado. Este trabajo muestra también que las cláusulas no siempre son buenos indicadores de futuras dificultades como muestra el hecho de que sin violar las cláusulas se pase directamente a una situación de suspensión de pagos en algunos casos.

prestamistas u obligacionistas la opción para ejercer sus derechos contractuales, tales como modificación de los términos del contrato, aceleración de la devolución o incluso terminación del contrato, acciones que se traducen en unos costes de renegociación, refinanciación y re-estructuración, comúnmente considerados como incalculables. Los costes de refinanciación surgen por el aumento en el tipo de interés tras una violación técnica. Los costes de reestructuración se encuentran asociados a cambios en la estructura de capital y modificaciones de las operaciones, como por ejemplo los costes de cambio de deuda y el deterioro en los resultados asociados a fuertes desinversiones de activos. La magnitud de algunos de estos costes impuestos por la violación técnica, concretamente los costes de refinanciación, se encuentran positivamente correlacionados con la ratio de endeudamiento, mostrando como esta variable es un buen subrogado de los costes. Un resultado importante obtenido por Beneish y Press (1993) es cómo el incumplimiento en las restricciones contables del endeudamiento viene inducido por una debilitación económica de la empresa.

Muchos estudios contables atribuyen consecuencias económicas a cambios en la aproximación al límite impuesto por las cláusulas y a la probabilidad de incumplir las restricciones basadas en cifras contables. La evidencia de la existencia de costes tras un incumplimiento técnico proporcionada por Beneish y Press (1993) supone un paso importante, respaldando los supuestos en que tales estudios descansaban. Los costes de un incumplimiento técnico varían en función de la respuesta dada por el prestamista, siendo los costes menores para aquellas empresas que pueden conseguir una dispensa o aplazamiento para cumplir las restricciones⁹⁹, si bien la evidencia sugiere que los prestamistas a menudo consiguen concesiones por estas dispensas. Sweeney (1994) nos muestra como la respuesta contable ante determinados incentivos generados por las cláusulas contractuales depende de los costes que tal incumplimiento generaría.

Chen y Wei (1993) modelizan las distintas respuestas de los acreedores utilizando un modelo de valoración de opciones para identificar posibles factores de influencia. A continuación demuestran empíricamente que es más probable conceder dispensa cuanto menor sea la probabilidad de quiebra estimada y menor sea la ratio de endeudamiento así como cuando la deuda está asegurada y el tamaño de la misma sea menor. Las expectativas de tal concesión influirán en el comportamiento de la dirección, incluido la política contable. Cuando la dirección no espere obtener una dispensa tendrá más incentivos para evitar la ruptura o incumplimiento de cláusulas contractuales.

Otro grupo de trabajos han tomado como punto de referencia para considerar los costes de endeudamiento el efecto que la violación de las cláusulas de endeudamiento puede tener en el precio de mercado de las acciones. Así Beneish y Press (1995a) adoptando este planteamiento tratan de resolver la cuestión abierta sobre los potenciales beneficios

⁹⁹ "Waiver" en terminología anglosajona.

asociados a una mayor vigilancia por parte de los acreedores tras la violación de cláusulas contractuales y los efectos negativos de una disminución en el conjunto de oportunidades disponibles tras la imposición de cláusulas adicionales y más restrictivas, así como por los costes explícitos de una refinanciación o que el anuncio por sí mismo es considerado como una señal sobre futuros menores cash flows de las operaciones. Estos autores encuentran que el incumplimiento de las cláusulas de endeudamiento está asociado con la disminución de la riqueza de los accionistas, a juzgar por el comportamiento del precio de las acciones¹⁰⁰. Estos autores también concluyen que la ratio de endeudamiento no representa a los costes de incumplimiento técnico en regresiones de corte transversal con rendimientos anormales como variable dependiente, por lo que los tests estarán mejor especificados utilizando directamente datos obtenidos de acuerdos de endeudamiento.

Morhman (1993) también tomará como punto de referencia para determinar posibles efectos de incumplimiento de cláusulas de endeudamiento el efecto en el precio de mercado de las acciones, con la particularidad de que en este caso el incumplimiento vendría originado por la imposición de una determinada norma contable¹⁰¹ (FAS No. 19). Cambios en las restricciones sobre dividendos pueden ser costosos para los accionistas de las empresas afectadas. Cuando la deuda es emitida, los accionistas “pagan” por el derecho a recibir un determinado nivel de dividendos, si cambios posteriores de regulación contables hacen que las restricciones sean más restrictivas que lo pretendido, los obligacionistas reciben un grado “extra” de protección por el cual no han pagado y los accionistas pierden ese derecho al cobro de dividendos por el que sí “han pagado”¹⁰². Los resultados sugieren que cambios en la probabilidad de violación de cláusulas contractuales originado por un cambio de normativa contable está relacionado con respuestas en precio de acciones, sin embargo no encuentran que la ratio de endeudamiento sea una variable representativa de tal efecto.

2.3.3. Supuestos implícitos en la hipótesis simple de la ratio de endeudamiento

¹⁰⁰ Además combinaron cambios en términos post-incumplimiento de acuerdos de deuda con rendimiento de las acciones para examinar si las consecuencias que surgen de las renegociaciones son detectadas por el mercado. En particular encuentran como mayores costes de financiación ajena y nuevas limitaciones en el conjunto de oportunidades de inversión tiene un efecto negativo en la riqueza de la empresa.

¹⁰¹ Varios trabajos anteriores han interpretado la variación del precio de las acciones en el mercado como reacción ante los efectos en el posible incumplimiento de las cláusulas del endeudamiento sin probarlo (Lev, 1979) o con un test indirecto utilizando ratio del endeudamiento (Collins y otros, 1981 y Lys, 1984). A diferencia de los anteriores, este trabajo ha considerado las cláusulas de endeudamiento.

¹⁰² Ver Galai y Masulis (1976) y Lys (1984) para un análisis más profundo del efecto del pago de dividendos en las empresas altamente endeudadas. Kalay (1982) también describe como una restricción sobre pago de dividendos que se encuentra la límite de ser incumplida puede conducir a una sobre - inversión disminuyendo el valor de la empresa.

Begley (1990) considera que la hipótesis simple de la ratio de endeudamiento se trata de una hipótesis conjunta de las siguientes:

H1: La ratio de endeudamiento esta positivamente relacionado con la proximidad a los límites impuestos por las cláusulas contractuales basadas en contabilidad.

H2: La aproximación a las restricciones está positivamente relacionada con la probabilidad de incumplimiento de las mismas.

H3: A medida que la probabilidad de incumplimiento aumenta, los directivos elegirán métodos contables que aumenten los resultados para evitar el incumplimiento.

Estas hipótesis descansa en varias premisas, así la H1 será originada por uno de los siguientes supuestos:

S1: Todas las empresas están sujetas al mismo nivel de restricción acerca de la ratio de endeudamiento, por lo tanto las empresas con mayores ratios estarán más próximas al incumplimiento de tal restricción.

S2: A Medida que la ratio de endeudamiento aumenta, los problemas de agencia derivados del endeudamiento también aumentarán, de tal forma que, *ceteris paribus*, empresas con mayor ratio de endeudamiento se espera que se beneficien más de la inclusión de cláusulas restrictivas. Suponiendo que los costes de incluir cláusulas son iguales para las distintas empresas, empresas con mayor ratio de endeudamiento es más probable que incluyan cláusulas restrictivas.

S3: El coste de dejar un margen en las restricciones es la potencial transferencia de riqueza desde los obligacionistas hacia los accionistas. Este coste será mayor cuanto mayor sea el endeudamiento. Suponiendo que el coste por incumplimiento de las restricciones es constante a lo largo de las distintas empresas, aquellas con mayor ratio de endeudamiento tienen un mayor incentivo para operar cerca de las restricciones.

La H2 supone que la varianza de la medida de aproximación a las restricciones es constante para las distintas empresas. Una forma de mejorar esta medida de aproximación como probabilidad de incumplimiento sería estandarizando el margen hasta el incumplimiento a través de la varianza de la cifra contable restringida.

La H3 y S2 y S3 de la hipótesis primera se basan en el supuesto de que la dirección actúa en interés de los accionistas, es decir, no se han tenido en cuenta el conflicto accionista dirección si bien algunos trabajos en un intento de controlar este conflicto han introducido en su análisis variables como la existencia de planes de compensación o el porcentaje de propiedad que posee la dirección. El tamaño y la estructura de propiedad

pueden influir en el tipo de cláusulas contractuales que recogen las condiciones del endeudamiento. Grinet y Huss (1995) nos muestra cómo empresas con restricciones sobre liquidez o sobre activos tangibles se caracterizan por unos mayores niveles de participación accionarial. Begley y Feltham (1999) obtienen evidencia consistente con un aumento de la preocupación de los poseedores de títulos de deuda por una actuación oportunista de la dirección en beneficio de los accionistas ante mayores participaciones del primer directivo, siendo más probable que la emisión de deuda incluya cláusulas restrictivas sobre distribución de dividendos y nueva financiación.

Las H1 e H3 también asumen que los costes del incumplimiento son constantes entre las distintas empresas y entre los distintos tipos de deudas. En realidad los costes de incumplimiento dependen del tipo de restricción violada y de las características particulares de la deuda tales como tamaño, términos bajo los que puede exigirse una anticipación de la misma, si es pública o privada, etc....

El contraste de la hipótesis de ratio de endeudamiento requiere supuestos adicionales. En los trabajos en que se ha tenido en cuenta el endeudamiento de la empresa como determinante económico de la elección contable, habitualmente son utilizados modelos *probit* o de regresión múltiple, de tal forma que la utilización de la variable ratio de endeudamiento supone una relación lineal entre el mismo y la proximidad a los límites impuestos por las cláusulas contractuales. Son necesarios importantes avances en la investigación en un intento de determinar la definición más apropiada de ratio de endeudamiento, la forma de la función que establece la relación entre el mismo y la aproximación hacia el límite impuesto por las cláusulas, así como también profundizar en los costes que ocasionará el incumplimiento técnico de las cláusulas de endeudamiento.

3. LA ELECCIÓN CONTABLE DETERMINADA POR EL ENDEUDAMIENTO

Gran parte de la investigación contable que toma como argumentación económica la relación de endeudamiento, toman las cláusulas de endeudamiento y los principios contables como algo dado y a partir de ahí plantean la hipótesis simple del ratio de endeudamiento.

Estos trabajos muestran una evidencia que generalmente es consistente con la hipótesis planteada, si bien conviene señalar dos aspectos que han sido puesto de manifiesto en varios trabajos:

1. La ratio de endeudamiento está asociado con la elección de la política contable porque ambos pueden venir explicados por otras variables (Watts y Zimmerman,

1986). Es decir, si la decisión de la empresa en cuanto a producción e inversión implican una particular estructura de financiación y un particular conjunto de métodos contables, la ratio de endeudamiento y el método contable estarán correlacionados, pero ambos serán representativos de la naturaleza de los activos de la empresa. Zimmer (1986) encuentra que la variable ratio de endeudamiento está positivamente correlacionada con la utilización del método de consolidación de capitalización de intereses, sin embargo la relación carecen de significatividad cuando se tiene en cuenta la financiación específica de los proyectos. Además, la ratio de endeudamiento puede ser una variable representativa del riesgo de impago (Watts y Zimmerman, 1986), de la probabilidad de concesión de aplazamiento tras el incumplimiento de las cláusulas de endeudamiento (Chen y Wei, 1993), o de las distintas oportunidades de inversión (Kalay, 1979)¹⁰³. Algunos autores como Beneish y Press (1995a) teniendo presente que la estructura de capital varía en función de las distintas oportunidades de inversión, han contrastado la variable cambio en la ratio de endeudamiento.

2. La asociación entre la ratio de endeudamiento y la elección de método o política contable ha sido generalmente interpretada como una elección contable oportunista tendente a evitar el incumplimiento de las cláusulas contractuales. Watts y Zimmerman (1990) consideran que los resultados obtenidos pueden ser debidos, como acabamos de mencionar, a la correlación existente entre conjunto de oportunidades de inversión, política de financiación y el conjunto de métodos contables eficientes, es decir, hipótesis de elección contable eficiente no oportunista.

Para evitar los problemas originados por la utilización de una variable proxy y considerando que excepto cuando una empresa se encuentre muy próxima al límite del incumplimiento será poco probable que la elección contable venga motivada por restricciones de endeudamiento, varios trabajos han seleccionado muestras donde las cláusulas de endeudamiento pueden resultar un factor importante en la determinación de la política contable.

Estos trabajos han intentado evitar el problema de la utilización de variables *proxy* recurriendo a la utilización de muestras de empresas que se encuentran en una situación apremiante respecto a las cláusulas de endeudamiento. Así DeFond y Jiambalvo (1994) y Sweeney (1994) delimitan la muestra a aquellas empresas que han violado las cláusulas. Estas empresas no representan a todas aquellas que tengan incentivos ya que algunas han podido evitar el incumplimiento a través de la utilización de política contable y por otro

¹⁰³ Citado en Duke y otros (1995).

lado, dentro de la muestra se encuentran algunas empresas que conocen la imposibilidad de impedir el mismo. Si bien la violación no puede ser evitada, la dirección seguirá teniendo incentivos para utilizar procedimientos contables que aumenten el resultado para así mejorar su posición respecto a posibles renegociaciones. Estos autores obtienen evidencia consistente con la hipótesis de las cláusulas de endeudamiento, si bien la respuesta contable dependerá de la imposición de costes tras el incumplimiento, de que exista suficiente flexibilidad y de que también existan costes impositivos asociados a los cambios disponibles.

De igual forma se han intentado diseñar muestras constituidas por empresas para las que la cláusula de distribución de dividendos podría condicionar la política contable. Esta restricción define los fondos disponibles para el reparto de dividendos en términos contables. Healy y Palepu (1990) analizan una muestra de empresas que se encuentran próximas al límite de resultados acumulados exigidos para la distribución de dividendos. Estos autores encuentran que las empresas disminuyen la distribución de dividendos sin realizar cambios contables¹⁰⁴ para evitar las restricciones impuestas por las cláusulas contractuales, sugiriendo que las cláusulas contractuales de endeudamiento, basadas en cifras contables son medios efectivos para restringir la política de dividendos, mitigando así el conflicto de intereses accionistas - acreedores. Dado que la reducción de pago de dividendos supone costes para los accionistas, han de existir razones por las que no ha sido utilizada la política de contable para evitar tal situación. Como potenciales razones estos autores apuntan: los costes implícitos de la reputación en mercados de deuda, la no disponibilidad de la suficiente flexibilidad contable y el seguimiento de una política contable de “*taking a bath*” por motivos de compensación o como resultado de cambios en la dirección.

DeAngelo y otros (1994) analizan la política contable de empresas con persistentes pérdidas y reducciones en los dividendos, encontrando que las empresas reflejan los problemas económicos que están atravesando en lugar de aumentar los resultados. Estos autores argumentan la política contable seguida por la dirección en base a los incentivos para demostrar a los prestamistas su intención de resolver las dificultades financieras, como puede ser a través de la consideración de depreciaciones irreversibles discrecionales en determinados activos. Además empresas en que el auditor ponga en entredicho su continuidad es más probable que tengan ajustes por devengo negativos relacionados con ese mayor control por parte del auditor. En estas situaciones una alteración al alza es poco probable, si bien existirán casos en que las empresas tendrán incentivos para aumentar el resultado y así posicionarse mejor ante futuras renegociaciones con los prestamistas.

¹⁰⁴ El cambio de criterio para contabilizar las pensiones constituye la excepción, si bien está motivado por consideraciones de gestión de tesorería más que por la aproximación a los límites de las cláusulas contractuales.

La evidencia empírica que hemos resumido en este apartado se refiere básicamente al ámbito anglosajón, donde la financiación de las empresas tiene lugar fundamentalmente en el mercado de capitales, bien mediante acciones o mediante bonos. Estas transacciones tienen lugar en el anonimato del mercado de capitales, no entre particulares, por lo que las cláusulas financieras basadas en información contable adquieren especial relevancia en la resolución del conflicto de intereses para los poseedores de títulos de deuda.

En nuestro entorno económico la financiación bancaria complementa la financiación conseguida con los fondos propios. Las características del gobierno de la deuda bancaria, tales como un mayor control de la ejecución o seguimiento del contrato *ex post*, originan que las entidades financieras sufran menos asimetrías informativas, y por lo tanto soportarán menos acciones oportunistas por parte de la dirección. La estructura de gobierno que constituye la financiación bancaria permite ajustar *ex post* los términos que puedan dar lugar a acciones discrecionales. El papel que desempeña la información contable, y por lo tanto los incentivos para la elección contable, diferirán considerablemente en los distintos entornos económicos, sin que por ello la información contable deje de ser importante en las relaciones de financiación con las entidades financieras. Los beneficios y costes de la información y de su control son diferentes para un comprador de bonos y para una entidad financiera, lo que origina el distinto grado de importancia de la misma en la relación contractual. La información contable es una fuente de información fundamental, si bien no única, para las entidades financieras. Esta información es utilizada tanto en el momento de la concesión como en el posterior seguimiento, adquiriendo especial relevancia en la determinación de la prima de riesgo, calculada en base a la probabilidad de morosidad del cliente, cuya principal manifestación será el coste de la financiación. Bajo este planteamiento, la financiación bancaria será una de las motivaciones que mueven a la dirección en la determinación de la política contable.

Por otro lado, cuando la provisión de fondos propios y fondos ajenos coincide en la misma entidad, los estados financieros no cumplen la misma función como proveedores de información en la relación contractual de endeudamiento, ya que las asimetrías informativas se han visto reducidas por la posición de ser principal accionista; el gobierno de la información contable y de la deuda será suplantado o complementado por el gobierno de la posesión de los derechos residuales.

4. LA RELACIÓN DE AGENCIA CON LOS ENTES GUBERNAMENTALES EN LA ELECCIÓN CONTABLE

El concepto de empresa como nexo de relaciones contractuales entre distintos individuos, quienes actuarán en búsqueda de su propio interés, y donde la dirección puede

considerarse la pieza angular de la misma, puede trasladarse a un ámbito más amplio como es la sociedad, donde el entramado contractual quedará definido a través de las relaciones entre los ciudadanos, entes jurídicos privados, que a su vez constituyen otro tejido contractual, y entes gubernamentales, formado por otro tejido contractual. Existe implícitamente un contrato entre las compañías que operan en un determinado país y sus ciudadanos. Los ciudadanos permiten que las compañías operen dentro de las fronteras de ese país siempre que sus actuaciones no resulten perjudiciales o abusivas para los ciudadanos. Los distintos entes gubernamentales actuarán como agentes en representación de los ciudadanos. Si determinado grupo de votantes muestran su posición respecto a actuaciones esperadas por los entes gubernamentales, tales posiciones constituirán un incentivo para que las mismas sean llevadas a cabo, ya que los políticos son considerados como agentes económicos que intentan maximizar su propia riqueza a través de la re - elección. Dentro de estas actuaciones o intrusiones por parte de estos entes gubernamentales se encuentran el inicio de procesos contra la competencia desleal, la regulación de determinados sectores, impuestos, concesión de subvenciones o ayudas que adoptan diversas formas. Todas estas decisiones reguladoras pueden tener importantes consecuencias económicas para las empresas afectadas. Como ejemplo más elocuente puede citarse la respuesta impositiva ante los excesivos beneficios de las empresas petrolíferas a mediados de los años 70.

Para contrarrestar estas intromisiones gubernamentales, las corporaciones responderán a través de campañas de responsabilidad social en los medios de comunicación, así como también a través de la elección de procedimientos contables que reduzcan los resultados publicados. Evitando la atención originada por “elevados” resultados, ya que los mismos son asociados con rentas de monopolio, la dirección puede reducir la probabilidad de que se inicien acciones adversas. Watts y Zimmerman (1978) consideran que este tipo de actuaciones es más probable que tengan lugar en empresas con mayor escrutinio o visibilidad política, es decir, empresas más fácilmente objeto de atención pública y por ende de los entes gubernamentales. El nivel de resultados ofrecido por las empresas es considerado un factor que indirectamente influirá en el grado en que la empresa será sometida a críticas u opiniones de apoyo de la gestión empresarial, por parte de empleados, sindicatos, políticos y prensa, equiparando elevados resultados a rentas de monopolio. Estos autores sugieren que las empresas de mayor tamaño son las más visibles políticamente y por lo tanto las que mayores costes políticos soportarán. La dirección no permanecerá pasiva ante los mismos e intentará evitar tales transferencias o redistribuciones de riqueza a través de la elección de una política contable que evite aumentos excesivos de resultados.

Implícitamente en la hipótesis de tamaño se encuentra que las empresas de mayor tamaño son más visibles políticamente y por lo tanto sufrirán más transferencias de riqueza

que las de menor tamaño. Zimmerman (1983) intenta probar este supuesto implícito en la hipótesis de tamaño. Considerando que la forma más directa de trasladar riqueza es a través del sistema impositivo, este autor examina la relación empírica entre tamaño y tipo impositivo efectivo. La evidencia empírica de este trabajo muestra que las empresas de mayor tamaño soportan una mayor carga fiscal, si bien esta relación no se mantiene ni a lo largo del tiempo ni entre los diferentes sectores industriales. Estos resultados respaldan la utilización del tamaño de la empresa como variable representativa de los costes políticos, o más exactamente de una importante variedad de costes políticos, la carga fiscal, para las 50 empresas de mayor tamaño.

El conflicto de intereses en esta relación implícita con los entes gubernamentales, las asimetrías de información y la imposibilidad de obtener información sin costes, permiten, una vez más, que la elección contable tenga efectos económicos ante los que la dirección no se mostrará indiferente. Las transferencias de riqueza que pueden tener lugar en el proceso político presentan un matiz especial en cuanto a que si bien el grupo “receptor” suele estar definido, sin embargo el grupo “transmisor” suele ser más difuso, como por ejemplo consumidores, de tal forma que no se encontrarán tan incentivados para controlar la alteración de resultados como pudiera ocurrir en el caso de conflicto con accionistas, trabajadores, acreedores etc.... Los reguladores tampoco se sentirán incentivados para ajustar las alteraciones de resultados ya que directamente no se verán compensados por ello, si bien se trata de agentes defensores de los intereses de los ciudadanos. Las asociaciones de consumidores pueden considerarse una forma de agrupación que busca la defensa más directa de los consumidores.

La utilización del tamaño como variable representativa de los costes políticos ha sido ampliamente cuestionada¹⁰⁵, debido a que el tamaño puede ser una variable representativa de otros factores tales como el sector. Cahan y otros (1997) aducen que la sensibilidad política de la empresa y los costes políticos no tienen por qué estar necesariamente relacionados ya que es más probable que estas empresas posean mayor poder político (contribuciones en campañas políticas, mayor peso en posiciones de apoyo o rechazo ante potenciales regulaciones económicas, etc....). El coste político que finalmente soporte la empresa puede no estar relacionado con eventos concretos sino con otros factores como la capacidad de la empresa para hacer que sean otros quienes soporten tales costes, como pueden ser proveedores o consumidores (Sutton, 1988).

Una de las críticas que Leftwich (1990) hace a la investigación contable es la falta de cuantificación de la magnitud económica de los costes asociados a varios contratos implícitos o explícitos de la empresa. Las variables utilizadas en las investigaciones contables representan la probabilidad de incurrir en esos costes, si bien al ser incluidas en

¹⁰⁵ Ver, entre otros, Ball y Foster (1982) y Holtahusen y Leftwich (1983).

regresiones, implícitamente se están considerando que los mismos varían en función de la variable incluida en el análisis y que ha sido considerada representativa de los mismos.

En un intento de evitar los problemas originados por la utilización de la variable tamaño como variable representativa de los costes políticos, algunos autores han analizado la política contable seguida por un grupo de empresas pertenecientes a un sector (farmacéutico, químico, petrolífero, bancario, sanitario, etc...) que por motivos o situaciones concretas se encuentran en el punto de mira de gobiernos, prensa y público en general. Estos trabajos han identificado variables más directamente relacionadas con los potenciales costes políticos que pudiera soportar las empresas, como puede ser variables en función de las que serán imputados determinados costes o beneficios, o en el caso de empresas reguladas el cumplimiento de determinados requisitos¹⁰⁶. Los trabajos de Jones (1991), Mensah y otros (1994), Cahan (1997), Key (1997) y Meyer y otros (2000), constituyen un ejemplo de la delimitación del estudio a situaciones concretas donde los costes políticos esperados son más precisos. Estos dos últimos trabajos presentan la peculiaridad de que las empresas utilizan las regulaciones en vigor para su propio beneficio. La presión impositiva puede ser un importante factor determinante de la elección contable. Lloys y otros (1996), Chen y otros (1996) y Boynton y otros (1993) analizan cómo la regulación fiscal o cambio de la misma genera incentivos en la determinación de la política contable.

Las potenciales consecuencias económicas que puede tener la regulación, en este caso la introducción de una norma contable, son objeto de preocupación, o al menos de discusión por parte de los organismos reguladores. Así vemos como el FASB pedía que en los comentarios sobre la memorandum de 1983 referente a la contabilización del impuesto de sociedades fueran consideradas las potenciales consecuencias económicas de las diferentes soluciones a la contabilización de este impuesto, mostrando cuáles serían los efectos esperados. La prensa económica también se hizo eco de tales consecuencias económicas "si los resultados contables se ven aumentados por la nueva contabilización del impuesto de sociedades, la presión fiscal aumentará, los sindicatos pedirán mayores aumentos salariales y los accionistas querrán más dividendos" (Wall Street Journal)¹⁰⁷. Esta normativa suscitó gran interés, de forma que algunos autores como Addy y otros (1994) han analizado las posiciones respecto a los diferentes criterios de contabilización del impuesto de las distintas empresas, concluyendo en una estrategia conjunta por parte de la dirección en lo que se refiere a la elección de criterios contables permitidos por la actual normativa (depreciación, inventarios, etc....) y su posicionamiento en la contabilización del impuesto.

¹⁰⁶ Como ejemplo puede citarse el cumplimiento de la ratio de capital en el sector bancario en U.S.A. (Moyer, 1990) y en Canadá (Chen y otros, 1996).

¹⁰⁷ Wall Street Journal May 16, 1984. Citado en Linsmeier y otros (1988).

Bajo las hipótesis de los costes políticos planteadas en trabajos que han seleccionado un contexto apropiado para contrastar la misma, se encuentra el supuesto implícito o explícito en algunos casos, de que el incentivo analizado supera otros incentivos que dirigen el resultado en sentido opuesto como puede ser la existencia de planes de compensación o contratos de endeudamiento.

En el siguiente capítulo mostraremos cómo las hipótesis habituales que hemos tratado en estos dos últimos capítulos precisan ser completadas teniendo presente la importancia en los conflictos de intereses o resolución de los mismos del conjunto de oportunidades de inversión y de las estructuras de gobierno, así como la comunicación de información privada por parte del directivo.

CAPÍTULO 6

OTROS DETERMINANTES ECONÓMICOS DE LA ELECCIÓN CONTABLE

1. INTRODUCCIÓN

La investigación que nos ha ocupado en los dos capítulos anteriores, nos revela, desde una perspectiva contractual, los incentivos que mueven a la dirección en la adopción de una determinada política contable. Esta literatura ha ignorado factores, tales como, las estructuras de gobierno internas, quienes cumplen una función importante en la limitación del ejercicio de la discrecionalidad contable por parte de la dirección, el conjunto de oportunidades de inversión o la comunicación de información privada por parte de la dirección.

Estos trabajos, sin considerar los diferentes mecanismos de gobierno, asumían un mismo margen de actuación discrecional en la dirección de los resultados en las distintas empresas. La asociación entre la dirección de resultados y la debilidad de los mecanismos de gobierno subyace implícitamente en las recientes manifestaciones por parte de organismos públicos como la SEC (*Security Exchange Commission*), preocupados por promover mejoras en la efectividad con que los comités de auditoría supervisan los procesos contables. Dechow y otros (1996a) resaltan la importancia de las estructuras de gobierno interno en el mantenimiento de la credibilidad de los estados financieros, así como también en la protección que pueden ofrecer ante comportamientos tales como la alteración de los resultados contables.

Las decisiones de inversión y de empleo tomadas en el pasado origina una especialización en capital físico y humano, creando diferencias en el conjunto de oportunidades de inversión, es decir, diferencias en potenciales inversiones futuras y en las

distribuciones de los flujos de cash flow. Así pues, el conjunto de oportunidades de inversión, consecuencia de decisiones pasadas, constituye una característica de especial relevancia en las diferentes políticas corporativas adoptadas en el seno de la empresa, entre los que se encuentra la política contable.

La dirección dispone de varias herramientas mediante las que puede modificar expectativas sobre los futuros cash flows de la empresa, tales como políticas de financiación, políticas de dividendos, o políticas contable, entre las que pueden citarse, la emisión de información voluntaria (Healy y Palepu, 1993 y 1995), o la utilización de ajustes por devengo (Subramanyam, 1996).

2. LOS MECANISMOS DE GOBIERNO EN LA DIRECCIÓN DE RESULTADOS

Los estados financieros representan una fuente importante de información acerca de la situación y de los resultados económicos alcanzados en una organización bajo las riendas de un equipo directivo, por lo que, habitualmente, es considerado un elemento importante dentro del conjunto de información disponible para los *stakeholders*. Los resultados alcanzados en la literatura dan fe de la importancia de esta fuente de información tanto porque proporciona información relevante para los partícipes del mercado de capitales, como por su amplia utilización en los distintos acuerdos contractuales entre la empresa y sus *stakeholders*. La elaboración de los estados financieros constituye un ejemplo claro donde las preferencias de la dirección y de los accionistas no se encuentran perfectamente alineadas. Si bien en ocasiones tanto para los accionistas como para la dirección es deseable una dirección de resultados, como puede ser cuando se persigue una disminución de los costes políticos, una disminución de los costes asociados al incumplimiento de las cláusulas de endeudamiento o cuando la dirección de resultados es utilizada como señal por parte de la dirección, en otras ocasiones, sin embargo, los accionistas pueden verse perjudicados como por ejemplo cuando una dirección de resultados conlleva ganancias personales anormales para la gerencia, tales como incrementos en la compensación o disminución de la probabilidad de sustitución ante unos resultados reducidos. Es decir, el principal conflicto de intereses surge por la evaluación de la dirección tomando como referencia indicadores contables..

La salvaguarda de las relaciones contractuales es una importante tarea encomendada a los mecanismos de gobierno de la empresa, de forma que la supervivencia de la empresa al conflicto de intereses derivado de la persecución del interés propio individual, que se manifestará en una utilización oportunista de la discrecionalidad otorgada en las relaciones contractuales, dependerá en gran parte de la efectividad con que estos mecanismos

desempeñen su función. La información contable, nutriente esencial en el gobierno de ese entramado contractual, requiere de otros mecanismos de gobierno, que son precisamente quienes garantizan y permiten que pueda ser una parte integral de las relaciones contractuales. Los límites impuestos al ejercicio de la discrecionalidad contable pueden ser considerados internos o externos a la organización. Dentro de los mecanismos externos, la normativa contable nos proporciona una primera definición del conjunto de procedimientos aceptado, y la auditoría externa verifica el cumplimiento de las restricciones impuestas por la regulación, por lo que los diferentes demandantes de información financiera disponen de la información suministrada en los estados financieros, elaborada de acuerdo con unos criterios contables estipulados en la normativa. Aunar las características de fiabilidad, relevancia y oportunidad, resulta verdaderamente difícil, por lo que la prioridad otorgada en la normativa a unas sobre otras, influirá en la utilización de la información contable en las distintas relaciones contractuales. Así pues, junto a los beneficios de una delimitación de la discrecionalidad contable mediante la regulación, también aparecen los inconvenientes derivados de una imposición incondicional de los principios contables, por lo que la información suministrada, en muchas ocasiones, no sirve a determinadas finalidades.

La regulación contable no limita el ejercicio de la discrecionalidad en su totalidad, por lo que surge el interés por indagar, no solo en los incentivos que pueden mover a la dirección en el ejercicio de la misma, sino también en las restricciones que cada empresa interpone en su elaboración. De esa forma, los mecanismos internos de gobierno, particulares de cada empresa, serán unos determinantes importantes del ejercicio de la discrecionalidad contable por parte de la dirección.

Dentro de los diferentes mecanismos internos de gobierno, el consejo de administración es el órgano en quien los accionistas delegan la responsabilidad del control interno, o lo que es lo mismo sus derechos residuales de control. Si bien el consejo delega gran parte de las decisiones de gestión y control en la alta dirección, será este órgano quien en última instancia controle la actuación de la dirección. Este control incluye los derechos del consejo para ratificar y controlar las decisiones importantes, así como la contratación, remuneración y despido de la alta dirección. De esta forma, el consejo de administración, asume la responsabilidad de establecer un sistema de control apropiado en la empresa y supervisar el cumplimiento del mismo.

2.1. EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN

La teoría contractual que hemos presentado en este trabajo deposita en el consejo de administración, como mecanismo de gobierno interno, la responsabilidad del control del comportamiento de la dirección. De igual forma la regulación establece un vínculo explícito

entre el consejo de administración y la preparación y presentación de la información contable. La regulación contable reconoce la importancia de este órgano en el gobierno de la información contable, por lo que, además de atribuirle la responsabilidad en la elaboración de los estados contables, considera importante la preocupación, y por ende, las acciones que este órgano emprenda en pro de una mejora de los sistemas de control interno.

En los debates sobre normas profesionales y prácticas de elaboración y auditoría de información contable de las últimas décadas, puede apreciarse una creciente preocupación por la importancia de los mecanismos de gobierno en la provisión de una información fiable en los estados financieros. En la normativa de auditoría emitida por AICPA, concretamente SAS No. 55 "*Consideration of the Internal Control Structure in a Financial Statement Audit*", puede verse como a los auditores se les requiere un conocimiento de los sistemas de control de la empresa para así comprender la actitud, preocupación y acciones, que sobre los mismos ejercen la dirección y el consejo de administración, añadiendo especial énfasis en este órgano. Más recientemente, el SAS No. 78, actualización del SAS 55, pone de manifiesto que "el reconocimiento y preocupación por el control en las organizaciones se ve notablemente influido por el consejo de administración y el comité de auditoría". Esta norma considera particularmente relevante el grado de independencia del consejo de administración o comité de auditoría respecto de la dirección. Los resultados del trabajo de Wright (1996), nos confirman que la calidad de los estados financieros se encuentra significativamente relacionada con el grado de independencia del comité de auditoría.

La proliferación de códigos de conducta de los consejos de administración en la última década, así como el requerimiento de su cumplimiento para la admisión en determinados mercados de valores, nos muestra el creciente interés e importancia de este órgano en la salvaguarda de los intereses de los accionistas. Uno de los temas centrales del informe Cadbury es el nexo entre los mecanismos internos de gobierno y el proceso de elaboración de la información financiera, donde el papel del consejo y en particular de sus componentes no ejecutivos es importante para asegurar la calidad e integridad de la información contable¹⁰⁸. Los consiguientes esfuerzos por parte de las empresas del Reino Unido por adoptar estas recomendaciones han originado un aumento en la demanda y mayor exigencia en el perfil de los consejeros no ejecutivos. El trabajo de Peasnell y otros (1999) tiene como objetivo contrastar empíricamente el énfasis puesto en las funciones de control por parte del consejo de administración en el informe Cadbury, por lo que evalúa el efecto de este informe, examinando el nexo entre la composición del consejo y el ejercicio de la

¹⁰⁸Los niveles de dirección de resultados alcanzados en el Reino Unido originaron serias preocupaciones acerca de la credibilidad e integridad de los estados financieros, por lo que numerosos requerimientos emergieron tendentes a mejorar las estructuras de gobierno, particularmente el Consejo de Administración (Peasnell y otros, 1998). Recomendaciones similares podemos encontrar en el ámbito de Estados Unidos, a través de "*National Commission of Fraudulent Financial Reporting*".

discrecionalidad directiva a través de los ajustes por devengo en torno al periodo de emisión de este informe. Los resultados de esta investigación, realizada en el Reino Unido, son consistentes con la percepción de unos consejos de administración, adecuadamente estructurados, que desempeñan sus obligaciones en el proceso de elaboración de la información financiera de forma más efectiva desde la publicación del informe Cadbury¹⁰⁹. Las recomendaciones contenidas en este informe han desatado cambios importantes en la operativa de los consejos, pasando a constituir unos supervisores activos e independientes de la dirección¹¹⁰.

Los dos precitados trabajos, centrados en demostrar empíricamente los supuestos implícitos de la normativa o los efectos preconizados en el informe Cadbury, junto con los trabajos de Beasley (1996), Dechow y otros (1996a), Rajgopal y otros (1998), Abbot y otros (2000), Peasnell y otros (2000), Klein (2000a) y Chtourou y otros (2001), conforman la escasa literatura empírica que analiza la importancia de determinadas características del consejo de administración en la vigilancia que este órgano ejerce sobre el ejercicio de la discrecionalidad contable, tanto fuera como dentro de lo permitido por los principios contables generalmente aceptados. Entre las características que pueden influir en la efectividad con que este órgano de supervisión del ejercicio de la discrecionalidad en materia contable, en la literatura se encuentran el tamaño del consejo, la composición del Consejo de Administración, la existencia y composición del comité de auditoría y la existencia de inversores institucionales.

2.1.1. El tamaño del consejo de administración

El número de consejeros es un importante factor determinante de la efectividad del consejo de administración en el desempeño de sus labores de supervisión de la actuación directiva, si bien la literatura empírica no ha proporcionado consenso acerca de la relación entre el tamaño del consejo y su efectividad. Así, mientras consejos con numerosos participantes es menos probable que funcionen de forma efectiva, facilitando un mayor control de la dirección, también es probable que acumulen una mayor experiencia. La evidencia respecto a su influencia en la fiabilidad de los estados financieros no es concluyente. Beasley (1996) encuentra una relación positiva entre la probabilidad de emisión de unos estados financieros fraudulentos y el tamaño del consejo, mientras que Abbott y otros (2000)¹¹¹ no encuentran una asociación significativa. Chtourou y otros (2001) sí obtienen

¹⁰⁹ La introducción del informe Cadbury ha desatado reacciones tanto a favor como en contra, ya que la búsqueda de un mayor control puede amenazar la preocupación por la búsqueda de unos mejores resultados. Short y Keasey (1999) resaltan la necesidad de considerar dos dimensiones en el gobierno corporativo: el control por parte de la dirección así como también proporcionar incentivos para que la dirección potencie la eficiencia, lo que repercutirá en los resultados económicos.

¹¹⁰ Un cambio similar se ha apreciado en el entorno americano (Peasnell y otros, 1999).

¹¹¹ Citado en Chtourou y otros (2001).

una relación significativamente negativa entre el tamaño del consejo y la utilización de ajustes por devengo discrecionales negativos.

2.1.2. Composición del Consejo de Administración

Fama y Jensen (1983b) consideran al Consejo de Administración el más importante órgano interno responsable del control de la alta dirección. Estos autores argumentan que los directivos no ejecutivos tendrán incentivos para llevar a cabo estas tareas de control, y para no actuar en connivencia con la dirección en la expropiación de los accionistas, de tal forma que la inclusión de consejeros no directivos se traducirá en una reducción de los problemas de agencia derivados de la separación entre propiedad y control. La composición del consejo y su efectividad en la reducción de los costes de agencia ha sido ampliamente analizada en la literatura. Otros autores, sin embargo, mantienen que los consejeros externos desempeñan escasamente su papel de control de la dirección, limitándose a proporcionar contactos y consejo a la alta dirección (Patton y Baker, 1987). Entre los factores por los que la función de control de estos consejeros externos se ve restringida Patton y Baker (1987) señalan las fuertes relaciones con la dirección, niveles insuficientes de propiedad y escaso tiempo disponible cuando son consejeros externos de múltiples empresas.

La efectividad del consejo de administración y sus tareas de supervisión dependen no solo de la composición del consejo (% de consejeros externos e internos) sino también de en qué comités los consejeros externos e internos se encuentran (Klein, 1998b). Este autor proporciona evidencia de la menor independencia de un consejo cuando el primer directivo se encuentra en el comité de contratación o de remuneración de la dirección. De igual forma Shivdasami y Yermak (1999) muestran cómo los consejos serán menos proclives al nombramiento de miembros externos si el primer directivo se encuentra en el comité de nombramiento. Además, los comités de auditoría serán menos independientes si el primer directivo se encuentra en el comité de contratación (Klein, 1998b), y el primer directivo recibirá una mayor remuneración y unas mayores primas cuando pertenece al comité de remuneración que en caso contrario (Klein, 2000a). Una asociación positiva entre la independencia del comité de auditoría y el número de reuniones al año, así como también con el valor informativo de las cifras contable con propósitos valorativos, puede encontrarse en el trabajo de Klein (2000b).

Siendo financieramente independientes de la dirección, los consejeros externos pueden servir como supervisores activos del proceso contable, puesto que tendrán capacidad para contrarrestar la presión que desde la dirección les llegue para dirigir los resultados.

La hipótesis de una mayor efectividad del consejo como órgano supervisor de la dirección derivada de una mayor presencia de consejeros no directivos, ha sido contrastada tanto en casos extremos de manipulación de resultados, como en ejemplos más sutiles, en

los que el ejercicio de la discrecionalidad no incumple los principios contables. Dentro de los primeros se encuentran el trabajo realizado por Beasley (1996), cuya investigación se centra en la probabilidad de incurrir en fraude en la elaboración de los estados financieros o el trabajo de Dechow y otros (1996a) para empresas en las que la comisión del mercado de valores "*Securities and Exchange Commission*" ha detectado una alteración de resultados al alza. El trabajo de Peasnell y otros (2000)¹¹² y Klein (2000) a diferencia de los anteriores, analiza el ejercicio de la discrecionalidad contable dentro de lo permitido por los principios contables. Si bien la evidencia general presentada en la literatura empírica respecto a la independencia del consejo y su incidencia en el valor de la empresa y en la disciplina impuesta a la dirección no es concluyente, la escasa evidencia que nos muestra la literatura contable respalda la importancia de la composición del consejo de administración en la limitación del ejercicio de la discrecionalidad contable tanto dentro como fuera de los principios contables, de forma que consejos de administración y comités de auditoría estructurados de forma independiente a la dirección es más probable que desempeñen su función de supervisión de forma independiente.

2.1.3. Comité de auditoría

Frecuentemente el consejo de administración delega la responsabilidad de supervisar la elaboración de información financiera en el comité de auditoría. La existencia de este comité en situaciones en que existen altos costes de agencia será importante en la mejora de la calidad de los flujos de información entre agente y principal (Pincus y otros, 1989). Las responsabilidades más habituales atribuidas al comité de auditoría giran en torno a los 3 puntos siguientes:

- examen de los cambios en métodos contables, estimaciones y políticas de emisión de información
- revisión del alcance de la auditoría externa e interna tendente a reducir el riesgo de unos estados financieros fraudulentos
- investigación de ajustes y desacuerdos de la dirección con los auditores externos.

¹¹² Este trabajo analiza un tipo especial de dirección de resultados, aquella que tiene por objetivo evitar disminuciones en los resultados, obteniendo evidencia consistente con una limitación de la discrecionalidad directiva por parte de consejeros externos. Sin embargo, cuando los resultados son elevados, estos autores no encuentran asociación significativa entre el ejercicio de la discrecionalidad directiva tendente a disminuir el resultado y un consejo en el que predominen consejeros externos.

Dentro de las recomendaciones del informe Cadbury se encuentra la existencia de un comité de auditoría con al menos tres miembros, y formado exclusivamente por personal ajeno a la dirección¹¹³. Este informe recomienda, además, el establecimiento de una función de auditoría interna para supervisar procedimientos, llevar a cabo investigaciones en representación del comité de auditoría y desvelar todo indicio de posible fraude. En los Estados Unidos, el informe COSO (1992) pone especial énfasis en que los auditores internos tomen un papel activo en el establecimiento y mantenimiento de un sistema de control efectivo en lugar de su tradicional función de identificación de las debilidades de control y de recomendación de mejoras (Goodwin y Seow, 2000).

La supervisión del proceso de elaboración de los estados financieros, función primordial del comité de auditoría, será llevada a cabo mediante diferentes encuentros con los auditores externos, así como también con los directivos financieros con quienes revisarán los estados financieros, el proceso de auditoría y los controles internos. Si bien resulta difícil determinar con precisión qué actividades ha de desempeñar cada comité, de la lectura del SAS No. 61 "*Communications with Audit Committees*" y SAS No. 90 "*Audit Committee Communications*" puede apreciarse esta doble vía de comunicación con la dirección y auditores externos, sugiriendo áreas de especial interés que incluye las estimaciones contables de la dirección, desacuerdos dirección–accionista externo, transacciones entre la empresa y la dirección o empleados, examen de aspectos legales y la determinación del perfil de riesgo de los controles externos y actividades de la empresa. Defond y Subramanayan (1998) sugieren un papel del comité de auditoría como árbitro entre dirección y auditor externo, que ayude a equilibrar las opiniones de ambos, así como también reducir la magnitud de los ajustes discretivos. Con esta función primordial de revisión de los datos corporativos y controles contables internos, los problemas de agencia serán aliviados en tanto que contribuyen a que la dirección facilite una información contable oportuna e insesgada, reduciendo las asimetrías informativas entre *outsiders e insiders*.

La presidencia de la SEC ha mostrado su preocupación por las prácticas de alteración de resultados que esconden el verdadero rendimiento económico de la empresa, así como de la incapacidad del comité de auditoría para erradicar estas actuaciones. La creación del comité Blue Ribbon a instancias de la asociación nacional de participantes en los mercados financieros (*The National Association of Securities Dealers*) y de la bolsa de

¹¹³ Chtourou y otros (2001) se muestran críticos ante una composición exclusiva del comité de auditoría por consejeros no ejecutivos, ya que los mismos pueden no ser independientes de la dirección por sus relaciones comerciales con clientes de la empresa, de forma que la efectividad en su labor de supervisión puede verse deteriorada. Vickneir y otros (1993) consideran que estos "gray directors" se encuentran presentes en el comité de auditoría en un alto porcentaje de las empresas que cotizan en la bolsa de Nueva York. El informe emitido por el comité Blue Ribbon en 1999 se muestra más exigente en este aspecto recomendando que su composición se restrinja a consejeros que no presentan relación alguna con la empresa que pueda interferir en su independencia.

Nueva York (*The New York Stock Exchange*) responde a esta creciente preocupación por la credibilidad y fiabilidad de la información financiera. En este sentido, la importante contribución en la credibilidad y fiabilidad de los estados financieros derivada de una práctica de buen gobierno se encuentra implícita en las recomendaciones recogidas por el informe de esta comisión, poniendo especial énfasis en el comité de auditoría.

Dechow y otros (1996a) citan la importancia que los profesionales dan al comité de auditoría en la supervisión del proceso de elaboración de información ya que a lo largo del año sus empleados acumulan valiosa información sobre aspectos que influyen en el proceso de elaboración de la información, como las estimaciones contables, los sistemas de información, los controles internos y contingencias. Un comité de auditoría desempeña una función importante a la hora de reforzar los controles financieros de una entidad así como también en la reducción del fraude y otras irregularidades (Goodwin y Seow, 2000)¹¹⁴.

La existencia de un comité de auditoría y su independencia de los miembros de la dirección son los rasgos más frecuentemente analizados en relación con la dirección de resultados. La presencia de un comité de auditoría ha sido estudiada en casos extremos de alteración de resultados: Beasley (1996) nos muestra como la presencia de un comité no afecta significativamente a la probabilidad de proporcionar unos estados financieros fraudulentos, Defond y Jiambalvo (1991) encuentran que errores en los estados contables que impliquen unos mayores resultados son menos comunes en empresas con comités de auditoría. Wright (1996) nos muestra cómo ante la presencia de un comité de auditoría, el precio de las acciones sufrirá una mayor reacción ante los informes contables, lo que puede ser interpretado como una mayor calidad de los estados financieros tras la implantación de los comités de auditoría. Dechow y otros (1996a) encuentran una menor presencia de comités de auditoría en empresas a las que la SEC considera que han alterado los resultados al alza. Otros trabajos se refieren a empresas donde existen fuertes incentivos para la dirección de resultados (DeFond y Jiambalvo, 1994; Teoh y otros, 1998; Parker, 2000¹¹⁵). La importancia de un consejo de administración y comité de auditoría independiente ha sido contrastada por Klein (2000a) encontrando evidencia consistente con la elaboración de unos estados financieros insesgados si sus estructuras de gobierno, consejo de administración y comité de auditoría, son establecidos de forma independiente a la dirección¹¹⁶. Peasnell y otros (2000) no encuentran evidencia consistente con la influencia que puede ejercer la

¹¹⁴ Los resultados obtenidos por estos autores nos muestran que los inversores, consejeros y auditores de Singapur perciben como la existencia de un comité de auditoría fuerte pueden potenciar la efectividad de la auditoría externa y ayudar a prevenir y detectar errores en los estados financieros.

¹¹⁵ Citado en Klein (2000 a).

¹¹⁶ En un área relacionada, Carcello y Neal (2000) analizan una muestra de empresas que presenta dificultades financieras encontrando una relación inversa entre consejeros internos en el comité de auditoría y la probabilidad de que la empresa reciba un informe de auditoría que ponga de manifiesto problemas de continuidad.

presencia de un comité de auditoría en la dirección de resultados, si bien el control que ejercen los consejeros externos sobre una alteración de resultados que intente evitar las disminuciones de resultados es mucho más pronunciado cuando existe un comité de auditoría.

Junto a la independencia del consejo, su tamaño, participación accionarial y competencia de sus miembros, así como la independencia del comité de auditoría, Chtourou y otros (2000) analizan dos rasgos adicionales de éste comité que pueden influir en la efectividad con que el mismo desempeña sus tareas de supervisión del ejercicio de la discrecionalidad contable: la formación profesional de sus miembros y la actividad del comité. Los resultados obtenidos muestran una asociación negativa entre el ejercicio de la discrecionalidad directiva contable y características del comité de auditoría como porcentaje de consejeros independientes no ejecutivos que tampoco pertenecen a la dirección de otra compañía, la presencia de un miembro con experiencia financiera, la existencia de un mandato formal que establezca la responsabilidad del comité en la supervisión de los estados financieros y la auditoría externa, y la composición del un comité formado sólo por consejeros independientes que se reúnan más de dos veces al año. De igual forma, esta asociación negativa con el nivel de ajustes por devengo discrecionales se cumple con el tamaño del consejo de administración y el grado de experiencia de los consejeros. Un resultado atrae particularmente la atención en este trabajo: mientras la existencia de “stock options” y la participación accionarial, mecanismos de alineación de intereses entre accionistas y consejeros, son medidas que potencian la creación de valor, pueden, sin embargo, reducir la efectividad de los consejeros no ejecutivos en la supervisión de la fiabilidad de los estados financieros.

2.1.4. Inversores institucionales

La naturaleza del accionista es importante desde el punto de vista de los incentivos que los mismos puedan tener en un control de la dirección. La controversia suscitada en torno a un papel activo o pasivo en el control de la dirección por parte de los inversores institucionales descansa en el horizonte temporal de la inversión. Mientras que para algunos autores se trata de inversores a largo plazo interesados en una supervisión activa de la dirección, para otros, estos inversores venderán sus acciones a menos que la empresa obtenga buenos resultados a corto plazo, por lo que la dirección se verá presionada para obtener resultados a corto plazo en lugar de orientar sus actuaciones hacia un aumento de la rentabilidad a largo plazo. Además, éstos inversores carecen de la experiencia en estas funciones y sufren en sí mismos el problema del “*free rider*” para controlar a la dirección.

Rajgopal y Venkatachalam (1998) se unen a este debate sobre el papel de los inversores institucionales en el gobierno de la empresa, analizando un ejemplo concreto del ejercicio de la discrecionalidad directiva, los ajustes por devengo, y su relación con la participación en la propiedad de los inversores institucionales. La evidencia obtenida por estos autores es inconsistente con unos inversores institucionales transigentes y más consistente con un gobierno activo por parte de estas instituciones¹¹⁷.

La naturaleza de los accionistas también es importante por las motivaciones que pueden generar en la dirección de resultados. Kasanen y otros (1996) nos proporcionan evidencia de la importancia de los inversores institucionales en la dirección de resultados de las compañías que operan en un mercado dominado por la deuda como ocurre en Finlandia. Estos inversores tienen preferencias por una corriente de dividendos estable, corriente que se encuentra condicionada por los resultados alcanzados. Esta presión genera incentivos para que la dirección proporcione el nivel de resultados que posibilite la distribución de dividendos esperados, por lo que la preocupación por los mismos pasa a ser un importante determinante de la elección contable en este entorno económico.

Otras variables de gobierno corporativo han sido analizadas en situaciones extremas de ejercicio de la discrecionalidad contable. Así Dechow y otros (1996a) encuentran unas estructuras de gobierno débiles en empresas a las que el SEC ha determinado alteración de resultados violando principios contables. Entre las características de estas estructuras de gobierno debilitadas se encuentran: mayor proporción de consejeros internos, es decir, directivos de la empresa, quienes además poseen una importante fracción del total de las acciones poseídas por los consejeros, menor existencia de comités de auditoría, menor existencia de concentración de la propiedad externa, los consejeros internos tienen la mayoría de los derechos de votos, el presidente del consejo es también el primer directivo de la compañía, y el presidente del consejo es frecuentemente el fundador de la compañía. Respecto al tipo de auditor, perteneciente o no al grupo de los seis, no parece existir diferencias con respecto a la muestra de control, al igual que ocurre con el tamaño del consejo. De todo ello podemos deducir cómo una escasa supervisión de la dirección originada por unas estructuras de gobierno débiles, puede ser un importante catalizador persuasivo de la alteración de resultados en estos casos extremos.

Beasley (1996) también analiza la probabilidad de incurrir en fraude en los estados financieros y determinadas características de los consejeros externos, tales como el nivel de

¹¹⁷ Estos autores también estudian la relación entre la propiedad por parte de los inversores institucionales como variable de gobierno corporativo y el contenido informativo de los resultados. Nuevamente los resultados obtenidos confirman la hipótesis de los inversores institucionales como mecanismos activos, además, los precios de las acciones de empresas con mayor participación en la propiedad institucional no parecen atribuir mayor importancia a los resultados presentes que a los futuros.

propiedad que poseen, el número de años que vienen desempeñando su cargo y el número de empresas en que son consejeros delegados. Los resultados confirman una relación inversa.

Junto al consejo de administración como mecanismo de gobierno interno, la literatura contable se ha preocupado de otro de los mecanismos de gobierno: la auditoría externa.

2.2. AUDITORÍA EXTERNA

La auditoría externa constituye un importante mecanismo externo de control del ejercicio de la discrecionalidad directiva en materia contable. Los auditores imponen límites definiendo “*de facto*” lo que ellos entienden por una interpretación razonable de la normativa, proporcionando una mayor credibilidad a la información financiera. Los costes de agencia han sido propuestos en la literatura como un factor influyente en la demanda de este mecanismo de control (Jensen y Meckling, 1976), así como también en la contratación de los servicios prestados por las grandes firmas de auditoría (Craswel y otros, 1995; DeFond, 1992; Francis y Wilson, 1988).

La efectividad de la auditoría y su capacidad para restringir la dirección de resultados, es decir, su valor como mecanismo de control, puede depender de la calidad de la misma. DeAngelo (1981) define “calidad de auditoría” como la probabilidad de detectar y dictaminar irregularidades en los estados financieros. Este autor también analiza cómo las grandes empresas de auditoría tienen mayores incentivos para detectar y revelar prácticas de distorsión de la información financiera. Teoh y Wong (1993) y Craswell y otros (1995) proporcionan evidencia consistente con este planteamiento. La pertenencia al grupo de las firmas de auditoría más importantes o la experiencia de la firma en un determinado sector pueden condicionar el nivel y la dirección de las estimaciones contables, por lo que suelen utilizarse como variables representativas de la calidad de la auditoría. Dentro del grupo de trabajos que proporcionan una evidencia consistente con este planteamiento podemos citar: Nichols y Smith (1983), Palmrose (1988), Francis y Wilson (1988), DeFond (1992), DeFond y Jiambalvo (1991 y 1993), Davidson y Neu (1993), Burilovich y Kattelus (1997) y Becker y otros 1998¹¹⁸. Los mayores costes de agencia existentes en empresas con altos niveles de ajustes por devengo, originados estos costes por la mayor facilidad para una determinación oportunista del nivel de resultados por parte de la dirección, es la explicación

¹¹⁸ Excepto los dos últimos, estos trabajos asumen una relación entre calidad de auditoría y dirección de resultados, y el objeto de estudio lo constituye la relación entre calidad de auditoría y una observación relacionada con la dirección de resultados (precio de los servicios, coeficiente de respuesta de resultados etc...). Los trabajos de Burilovich y Kattelus (1997) y Becker y otros (1998) se diferencian de los anteriores en que nos muestran una relación directa entre la calidad de la auditoría y la dirección de resultados.

propuesta por Francis y otros (1999) de la mayor probabilidad de contratación de los servicios de las firmas de auditoría pertenecientes al grupo de las principales¹¹⁹.

La existencia de problemas de agencia originados por la separación entre los aportantes de recursos y los gestores de los mismos y el mayor control de los consejeros externos, son factores que influyen en la estimación del riesgo por parte de los auditores y condicionan el coste de los servicios de auditoría (Gul y otros, 1997). Suponiendo un comportamiento oportunista de la dirección, los ajustes por devengo constituyen una herramienta al servicio de los intereses de la dirección, por lo que puede establecerse una asociación positiva entre los ajustes por devengo discrecionales y el riesgo de auditoría estimado. En este sentido Gul y otros (2000) encuentran una relación positiva entre el nivel de ajustes por devengo discrecionales y el coste de la auditoría y Heninger (2001) entre el riesgo de litigio y los ajustes por devengo discrecionales. Características del consejo de administración como su independencia, diligencia y experiencia pueden influir en el coste de auditoría externa. En este sentido Carcello y otros (2001) encuentran una asociación negativa entre ambos.

Una interesante cuestión planteada en la literatura es la utilización de otras políticas complementarias a la elección contable para obtener una corriente de resultados alisados. Así Barton (2000) obtiene resultados consistentes con una utilización por parte de la dirección de los ajustes por devengo discrecionales y de los derivados financieros como sustitutos parciales para la consecución del alisamiento de resultados, para así reducir los costes de agencia, los impuestos y las asimetrías de información, y aumentar la riqueza y utilidad personal.

Por último, dentro de los principales temas de interés en el análisis de la restricción del ejercicio de la discrecionalidad contable por parte de los auditores, se encuentra la decisión de proponer o dejar pasar ajustes contables por parte de la firma auditora. Un análisis de la discrecionalidad contable que ignore los intentos de alteración de resultados por parte de la dirección, intentos que muchas veces resultan frustrados debido a la actuación de la auditoría, ignora a su vez la efectividad de la auditoría externa. En este sentido, Nelson y otros (2000) analizan varios factores que pueden condicionar las decisiones de los auditores sobre los intentos de alteración de resultados, entre estos se encuentran la estructuración de las transacciones para cumplir una normativa, la precisión de la norma, el efecto que el ejercicio de la discrecionalidad tiene en los resultados contables, la materialidad de la alteración de los resultados y el tamaño, es decir, la importancia del cliente.

¹¹⁹ Estos autores también proporcionan evidencia del efecto que la calidad de la auditoría tiene en la dirección de resultados.

De esta breve revisión de la literatura sobre la función restrictiva de la auditoría externa en el ejercicio de la discrecionalidad contable cabe resaltar tres áreas de especial interés: la calidad de la auditoría, la importancia de la consideración de los costes de agencia en la estimación del riesgo de auditoría y los condicionantes de la decisión respecto a la propuesta de ajustes por parte de las firmas de auditoría.

3. EL CONJUNTO DE OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN

Smith y Watts (1992) sugieren que las explicaciones de las políticas corporativas basadas en los costes contractuales implican una dependencia del conjunto de oportunidades de inversión. Así pues, distintas políticas corporativas, tales como compensación de la dirección, decisiones de financiación, de reparto de dividendos y de política contable, vendrán determinadas por las características que gobiernan las relaciones contractuales entre las distintas partes integrantes de la empresa. En este apartado nos ocuparemos de la importancia que una de esas características, el conjunto de oportunidades de inversión, puede tener en la estructura contractual que conforma la empresa, por sus efectos en los niveles de asimetría de información, lo que a su vez redundará en la elección de la política contable.

Los primeros trabajos, Smith y Watts (1992) y Gaver y Gaver (1993), centraron su interés en analizar la relación entre las oportunidades de crecimiento de la empresa y las políticas de financiación, de dividendos y de compensación de la dirección. Las empresas con más opciones de crecimiento se espera que tengan menos deuda debido a un más severo problema de incentivos asociado a la misma (Myers, 1977), así como también por su menor utilización como compromiso de la distribución de los excesos de cash flow (Jensen, 1986). De igual forma, tomando como punto de partida la teoría del *free cash flow* introducida por Jensen, las empresas con mayores oportunidades de inversión tendrán menos *free cash flow* y pagarán menos dividendos.

La política de compensación de la dirección también se verá afectada por la importancia que en el valor de la empresa tienen el conjunto de oportunidades de inversión, ya que las actuaciones de la dirección son menos observables si la empresa dispone de importantes oportunidades de inversión, es decir, resulta más difícil la labor de supervisión para los accionistas y miembros externos del consejo de administración que no tienen un conocimiento específico del conjunto de oportunidades. Estos problemas en la supervisión de la actuación directiva potencian la utilización de planes incentivadores que unen la compensación de la dirección a una medida de los resultados económicos o indicadores supuestamente correlacionados con la actuación de la dirección. Así pues, dado que las oportunidades de crecimiento son particularmente difíciles de observar, es más probable que

sean utilizados planes de compensación basados en indicadores económicos en empresas donde las mismas adquieren especial relevancia (Smith y Watts, 1992).

La medida utilizada en los planes de compensación también se verá influida por el conjunto de oportunidades de inversión. La representatividad de la situación económica que pueden tener las medidas contables dependerá a su vez de la importancia que adquiera el conjunto de oportunidades de inversión en el valor total de la empresa. La evidencia empírica referente al grado de utilización de la información contable en los planes de compensación no es unánime. Así Smith y Watts (1992) encuentran que en empresas con importante potencial de crecimiento será menos probable la utilización de planes incentivadores basados en cifras contables, mientras que en el trabajo de Gaver y Gaver (1993) la incidencia de los planes de compensación basados en información contable no difieren entre las empresas con mayores o menores oportunidades de crecimiento. Los resultados obtenidos por Skinner (1993) muestran cómo en aquellas empresas con menor potencial de crecimiento es más probable que sean empleados planes de compensación que descansen en cifras contables. Dado que la utilización de información contable o información bursátil en estos planes incentivadores no implica necesariamente un efecto en la compensación percibida, algunos autores como Baber y otros (1996) han analizado cómo el conjunto de oportunidades de inversión afecta a la sensibilidad de la compensación de la dirección con respecto a medidas contables o de mercado. La evidencia corrobora la hipótesis que predice una mayor sensibilidad de la compensación a los resultados de la empresa cuanto mayor importancia tengan las oportunidades de inversión en el valor de la empresa, y de igual forma esta sensibilidad será mayor a medidas de rendimiento de mercado que a medidas basadas en información contable.

Tomando como base las relaciones entre las políticas corporativas y el conjunto de oportunidades de inversión, Skinner (1993) analiza las implicaciones de las mismas en la política contable. La relación entre el conjunto de oportunidades de inversión y la elección contable puede establecerse a través de un vínculo directo o indirecto. Así pues, de los dos principales ejes determinantes de la elección contable, es decir, delimitación del conjunto de procedimientos aceptado y elección dentro del mismo, este autor analiza la influencia del conjunto de oportunidades de inversión y la elección contable a través de su efecto directo e indirecto.

La relación directa entre el conjunto de oportunidades de inversión y la elección contable es entendida dentro del diseño del conjunto de procedimientos contables aceptados. En este proceso, quienes han de controlar las actuaciones de la dirección se encuentran ante la necesidad de limitar la discrecionalidad de la misma para que así los contratos basados en cifras contables puedan cumplir la función incentivadora o restrictiva del comportamiento directivo. Sin embargo, dado que existen costes y beneficios asociados a la elección

contable, la dirección será quien mejor conozca qué procedimientos contables maximizan el valor de la empresa, por lo que no será eficiente restringir totalmente el margen de actuación de la dirección en política contable.

Los costes y beneficios asociados a una mayor restricción de la dirección en política contable es probable que difieran en las distintas empresas. Estos costes y beneficios, y por lo tanto el conjunto de procedimientos contables aceptado, es probable que varíe en las empresas en función del conjunto de oportunidades de inversión. Si bien parece claro que el conjunto de procedimientos contables afectará tanto a los costes como a los beneficios de la redacción, control y cumplimiento de los contratos, resulta difícil concretar este efecto. Dado que los activos de empresas en crecimiento son más difíciles de observar, ya que están representados por inversiones futuras, los contratos basados en estos valores dejan un importante margen para una actuación oportunista *ex post* por parte de la dirección, de forma que el conjunto aceptado de procedimientos contables será en principio diseñado para restringir *ex ante* la posibilidad de una elección oportunista de procedimientos contables *ex post* (Watts y Zimmerman, 1986). Por otro lado, la elección contable óptima para empresas en crecimiento dependerá de resultados aún no observados, por lo que puede ser más costoso una restricción de la elección contable. Así pues, aún siendo claro que el conjunto de oportunidades de inversión afecta a los costes y beneficios de estipulación y control de los contratos, es difícil llegar a unas predicciones más específicas acerca de cómo exactamente afecta al conjunto de procedimientos aceptado.

El efecto indirecto del conjunto de oportunidades de inversión en la elección contable viene explicado por la naturaleza de los contratos, es decir, si los mismos restringen las actuaciones en las partes contractuales o utilizan cifras contables para medir los resultados económicos con la finalidad de restringir o incentivar determinadas actuaciones por parte de la dirección.

Los planes de compensación de la dirección son diseñados para motivar a la dirección en la toma de decisiones que maximicen el valor de la empresa. Los beneficios y costes de controlar y motivar a la dirección dependen de la naturaleza del conjunto de oportunidades de inversión de la empresa. En empresas que disponen de oportunidades de inversión rentable, además de resultar más costoso el control de las actuaciones de la dirección, la misma necesitará un mayor margen de actuación ya que posee mejor información respecto al potencial de crecimiento. Así pues, en estas empresas se espera una mayor utilización de planes de compensación que ligen la misma a los resultados económicos (Smith y Watts, 1992). Por otro lado, dado el conservadurismo imperante en los regímenes contables, las cifras contables resultan ser medidas poco representativas de los resultados económicos en empresas donde las oportunidades de inversión sean importantes, por lo que el empleo de información contable en los planes de compensación será menor.

Así pues, nos encontramos ante dos efectos contrapuestos, resultando difícil formular predicciones a priori en cuanto a la relación entre el conjunto de oportunidades de inversión y la utilización de cifras contables en los planes de compensación. Skinner (1993) proporciona evidencia empírica de una mayor aplicación de planes de compensación que descansan en cifras contables en aquellas empresas donde los activos presentes constituyen la base fundamental de su valor.

Los cláusulas de endeudamiento son incluidas en los contratos de deuda para reducir el potencial conflicto de intereses entre accionistas y poseedores de los títulos de deuda. Las cuatro fuentes principales de este conflicto son: el problema de sub-inversión, el problema de sustitución de activos, el pago de dividendos y la dilución de derechos. El conjunto de oportunidades de inversión puede afectar a los dos primeros, de forma que en empresas donde los activos constituyen la base principal de su valor es más probable que se recurra en mayor medida a fuentes de financiación ajena. Junto a la menor probabilidad de una financiación ajena en empresas con importantes oportunidades de inversión se encuentra la menor probabilidad de utilización de cláusulas basadas en cifras contables, por la escasa relevancia de esta información como herramienta de control. La evidencia empírica encontrada por Skinner (1993) muestra una mayor utilización de información contable en las cláusulas de endeudamiento en empresas donde los activos presentes constituyen la base principal de su valor. La evidencia obtenida en este trabajo también muestra la existencia de una asociación entre el conjunto de oportunidades de inversión y la elección contable.

El conjunto de oportunidades de inversión afectara a la naturaleza de los contratos entre la empresa y sus *stakeholders*, y *ceteris paribus*, la naturaleza de estos contratos a su vez afectará a la elección *ex post* de procedimientos contables por parte de la dirección. La consideración *ceteris paribus*, es muy importante ya que el efecto del conjunto de oportunidades de inversión en el conjunto aceptado de procedimientos contables puede contrarrestar los incentivos oportunistas de la dirección.

Cambios en el entorno de la empresas producen cambios en el conjunto de oportunidades de inversión de la misma, dando lugar a que la empresa adopte nuevas estrategias de inversión tales como la penetración o salida de determinados mercados, la introducción o retirada de productos, la construcción o venta de plantas de producción, etc....Esta nuevas estrategias requieren una reestructuración de la asignación de los derechos de decisión y de los sistemas de medida y compensación (Brickley y otros, 1997), por lo que puede esperarse que ante cambios en el entorno operativo, el diseño organizativo, dentro del que se encuentran incluidas la políticas contables, también sufran cambios. En este sentido Keating y Zimmerman (1999) encuentran una asociación entre los cambios en el conjunto de oportunidades de crecimiento y los cambios en la política contable sobre amortización introducidos en las empresas.

La ratio de valor contable/valor de mercado ha sido analizado en la literatura contable como variable² representativa de las expectativas sobre las oportunidades de crecimiento que efectúa el mercado de capitales. Dado que el valor de mercado de empresas con bajos valores en este ratio incorpora considerables expectativas de crecimiento, y que los resultados contables son considerados una importante señal sobre las futuras oportunidades de crecimiento, estas empresas sufrirán de forma desproporcionada una disminución en el precio cuando publiquen unos resultados que no se ajusten a las expectativas del mercado. Una disminución importante en el precio de los títulos deteriora la reputación de la dirección, aumenta los costes de obtener nuevos recursos, y la probabilidad de un cambio en la dirección, así como también las amenazas de tomas de control (Weisbach, 1988; Mork y otros, 1988), por lo que la dirección de empresas donde las oportunidades de crecimiento representan una fracción importante del valor total de la empresa, tendrán mayores incentivos para evitar decepciones en el mercado de capitales, independientemente de una remuneración basada en incentivos (Ke, 2000). En el estudio realizado por este autor puede apreciarse como a medida que la secuencia de incrementos en los resultados tiene una duración mayor, directivos de empresas con bajos valores en la ratio valor contable / valor de mercado tienen mayor incentivo para continuar esta secuencia que los directivos de empresas que presentan altos valores en este ratio.

Como posibles explicaciones de la evidencia obtenida en la literatura, como por ejemplo en Skinner (1993), acerca de una mayor dirección de resultados en empresas con mayores oportunidades de crecimiento:

- Estas empresas se verán forzadas a dejar pasar algunas de estas oportunidades para asegurarse la no violación de las cláusulas de endeudamiento, por lo que el coste y la probabilidad de un incumplimiento técnico será mucho mayor en estas empresas que en empresas donde los activos que actualmente posee constituyen la base fundamental de su valor.
- Basándose en (Healy y Palepu, 1993), como también ha sido apuntado por Ke (2000), el equipo directivo comunica información privada mediante la dirección de resultados. Los directivos de empresas con importantes oportunidades de crecimiento es más probable que posean mayor información privada.

Estos breves apuntes que recogen las opiniones y los resultados obtenidos en diversos trabajos ponen de manifiesto la importancia del conjunto de oportunidades de inversión de la empresas en la elección contable, tanto por su influencia en la naturaleza de los contratos como por la comunicación de expectativas sobre futuros cash flows por parte de la dirección.

4. PERSPECTIVA DE INFORMACIÓN EN LA ELECCIÓN CONTABLE

Bajo la perspectiva de información, la elección contable constituye un medio de revelación de las expectativas del directivo acerca de futuros cash flows de la empresa, es decir, la discrecionalidad contable puede contribuir en la mejora del contenido informativo de los resultados contables ya que permite la comunicación de información privada por parte de la dirección (Watts y Zimmerman, 1986; Holthausen, 1990; Healy y Palepu, 1993). Los trabajos empíricos que hemos resumido en el capítulo cinco analizan cómo la falta de alineación de intereses puede inducir a que la dirección utilice la discrecionalidad permitida por los principios contables generalmente aceptados de una forma oportunista. En este apartado revisaremos brevemente las conclusiones a las que han llegado algunos de los trabajos que han adoptado esta perspectiva de información.

Subramanyam (1996) nos proporciona evidencia de una valoración de los ajustes por devengo discrecionales por parte del mercado de capitales. De los resultados alcanzados en su trabajo puede deducirse que los ajustes por devengo discrecionales surgen por una utilización de la discrecionalidad permitida en la normativa contable con la finalidad de mejorar la capacidad de los resultados contables para reflejar el substrato económico de la empresa. En su estudio nos muestra cómo el resultado contable es una medida superior al cash flow de la empresa no sólo porque reduce los problemas de correlación, sino también porque la flexibilidad otorgada por los principios contables permite que la dirección comunique información relevante que no ha sido capturada por el componente no discrecional de los resultados contables. La evidencia obtenida en este trabajo es consistente con la existencia de una nueva motivación en la elección contable: influir en el precio que un título puede alcanzar en el mercado de capitales.

La percepción por parte de inversores, analistas o auditores de la existencia de ajustes por devengo excesivamente altos ha sido objeto de atención en recientes trabajos de investigación (Sloan, 1996; Bradshaw y otros, 1999). La evidencia proporcionada por los mismos nos demuestra que los precios de los títulos en el mercado americano actúa como si los inversores no anticipasen la próxima disminución en el precio asociado a niveles excesivos de ajustes por devengo, de igual forma profesionales intermedios especializados en la interpretación de la información financiera no comunican ni identifican información acerca de subsiguientes disminuciones de resultados. De igual forma Richardson (2000) no encuentra evidencia de una negociación de los títulos determinada por los ajustes por devengo por parte de aquellos inversores que mantienen posiciones a corto plazo.

Rees y otros (1996) analizan la dirección de resultados llevada cabo mediante ajustes por devengo discrecionales en aquellos ejercicios contables que también se han reconocido correcciones en el valor del inmovilizado. La evidencia obtenida por estos

autores es consistente con un ejercicio de la discrecionalidad contable que proporciona importante información acerca del valor de la empresa en el mercado de capitales. Cotter y Zimmer (1995) nos muestran cómo la decisión de actualizar el valor del inmovilizado en las empresas australianas pretende señalar la capacidad de endeudamiento mediante un aumento del valor de los bienes que constituyen las garantías en momentos en que la empresa aumenta su financiación externa, siendo los beneficios económicos asociados a esta actualización mayores para aquellas empresas que experimentan disminuciones en el cash flow de las operaciones.

El trabajo de Paek y Press (1997) constituye uno de los escasos estudios que se han centrado en el efecto que el ejercicio de la discrecionalidad contable tiene en la riqueza de los accionistas. En este trabajo nos muestran cómo el mercado de capitales absorbe sistemáticamente la información transmitida mediante los ajustes por devengo discrecionales a la vez que también considera los incentivos que motivan a la dirección en la elección de los mismos. Warfiel y otros (1995) nos muestran cómo la información proporcionada por los resultados contables como variable explicativa de los rendimientos de mercado, puede verse influida por los niveles de propiedad por parte de la dirección.

Esta breve exposición de la literatura empírica acerca de la elección contable realizada bajo la perspectiva de información nos revela incentivos adicionales que puede tener la dirección en la elección de la política contable. La investigación conjunta de la respuesta esperada por parte de la dirección al entorno contractual y de la preocupación de los gerentes por las percepciones del mercado de capitales puede ser una interesante línea de investigación en el futuro.

5. A MODO DE RESUMEN

En esta segunda parte hemos revisado la literatura sobre los determinantes económicos de la elección contable. Los resultados contables u otras variables derivadas de la información presentada en los estados financieros son frecuentemente utilizados como indicadores de la actuación de la dirección al frente de la empresa, es decir, del uso dado a los recursos financieros proporcionados por los aportantes de fondos, por lo que la dirección no se sentirá indiferente ante la elección de la política contable. De esta literatura se desprende la importancia que adquiere la información contable en el gobierno del conflicto de intereses entre las partes, lo que genera un nuevo problema de incentivos sobre el que el resto de los mecanismos de gobierno están llamados a actuar.

La consideración conjunta de las estructuras contractuales ha de ser la base del análisis de las distintas políticas adoptadas en el seno de la empresa. Así pues, consideramos importante un análisis conjunto de los incentivos generados en el entramado contractual y las restricciones derivadas de las estructuras de gobierno, que junto con características que determinan los mismos, como es el conjunto de oportunidades de inversión, confluirán en la determinación de la política contable por parte de la dirección.



PARTE III:

**LA DIRECCIÓN DE RESULTADOS EN LAS
EMPRESAS CONTIZADAS ESPAÑOLAS**

CAPÍTULO 7

HIPÓTESIS Y MODELO DE DIRECCIÓN DE

RESULTADOS

1. INTRODUCCIÓN

En esta tercera parte presentamos un modelo explicativo del ejercicio de la discrecionalidad contable. La teoría positiva de la contabilidad, cuyo origen ha sido expuesto en la primera parte al tiempo que en la segunda dábamos buena cuenta de su aplicación en el tema que nos ocupa, constituye el marco teórico sobre el que descansa este trabajo de investigación. Así pues, haciendo especial énfasis en la función de la contabilidad como parte integral del gobierno de la empresa, nuestro objetivo es proporcionar una explicación contractual del ejercicio de la discrecionalidad directiva en materia contable.

La política contable, sobre la que se ciñen intereses contrapuestos, originará un nuevo problema de incentivos que constituye el objeto de estudio y la base de la predicción del ejercicio de la discrecionalidad directiva. La estructura de capital y el gobierno de la empresa conforman las vertientes que perfilan la demanda contractual de la información contable, así como su gobierno, constituyendo los pilares sobre los que descansará el esperado ejercicio de la discrecionalidad contable como respuesta al entorno contractual. Varios trabajos sugieren que las explicaciones de las políticas corporativas basadas en costes contractuales implican una dependencia de la existencia de oportunidades de inversión, por lo que en este trabajo de investigación introducimos las posibles implicaciones que las mismas pueden tener en la política contable.

En este capítulo presentamos las diferentes formas de medición del ejercicio de la discrecionalidad contable, haciendo especial hincapié en la determinación de lo que en la literatura contable han sido denominados “ajustes por devengo discrecionales”. En este

capítulo también introducimos el modelo explicativo, las variables utilizadas y las hipótesis objeto de contraste, que planteamos en el presente trabajo de investigación. En el siguiente capítulo describimos la muestra y metodología empleadas y cerraremos esta tercera parte con los resultados alcanzados en nuestra investigación empírica.

2. LA MEDICIÓN DE LA DISCRECIONALIDAD CONTABLE

2.1. DEFINICIÓN DE DIRECCIÓN DE RESULTADOS

Comenzaremos esta sección presentando las definiciones sobre dirección de resultados que han sido expuestas en la literatura. Estas definiciones son particularmente elocuentes por su alusión al objeto de estudio y consideraciones previas sobre el mismo, como puede apreciarse en su referencia a la intencionalidad o finalidad de la dirección de resultados. Una vez presentadas las matizaciones que sobre este concepto recogen estas definiciones, expondremos las diferentes medidas empleadas en la literatura, medidas que en muchas ocasiones se ven plagadas de problemas metodológicos, como puede ser la especificación de los modelos de ajustes por devengo.

Una de las definiciones sobre dirección de resultados más referenciada en la literatura contable es la propuesta por Shipper (1989). Este autor define la dirección de resultados como una intervención en el proceso de generación de la información financiera con la intención de obtener una ganancia privada, a diferencia de lo que pudiera ser una participación neutra¹²⁰. Healy y Whalen (1999) consideran que la dirección de resultados tiene lugar cuando las transacciones son establecidas, y la información financiera elaborada, siguiendo el criterio de la gerencia, con la finalidad de alterar los estados financieros para “confundir” a los *stakeholders* sobre la situación económica de la empresa o “influir” en las relaciones contractuales que descansen en la información contable.

En esta última definición sus autores resaltan algunos aspectos especialmente clarificadores:

- Existen muchas formas, mediante las cuales, la dirección puede establecer sus propios criterios en la presentación de los estados financieros. Así por ejemplo, se requiere un criterio para la estimación de numerosos eventos económicos futuros, como puede ser la vida útil esperada de los activos y su valor de

¹²⁰Posteriormente Shipper (1999) ha propuesto una modificación a esta definición considerando la alteración de resultados como “ la aplicación de la normativa contable que implica un elemento de utilidad en la decisión o una aplicación que no es coherente con la intención de la normativa”.

reposición, diferimiento de impuestos, depreciación de activos, etc... o la elección entre diferentes métodos contables permitidos por los P.C.G.A.⁴ La dirección también ha de establecer su criterio en la gestión del circulante, como niveles de inventario, momento de adquisición o enajenación de existencias, políticas de pagos, así como también tomar decisiones que repercutirán en la imputación de costes y reconocimiento de ingresos. La gerencia también elegirá entre llevar a cabo determinadas actuaciones, como la iniciación de proyectos de investigación y desarrollo, publicidad o mantenimiento, o aplazar los mismos a periodos posteriores. Por último, otra de las decisiones dependiente de la dirección es la estructuración de las transacciones con la finalidad de poder utilizar un determinado método en la consolidación, la estructuración de los contratos de arrendamiento para que aparezcan dentro del pasivo exigible o fuera de balance, o en el caso de inversiones en acciones para evitar o ser ineludible la consolidación.

- Un segundo aspecto de especial importancia es la delimitación del objetivo de la dirección de resultados a “la confusión de los *stakeholders*” acerca de la verdadera situación económica de la empresa. Esta dirección de resultados tendrá lugar cuando la gerencia confíe en que al menos algunos *stakeholders* no corrijan la dirección introducida, o cuando la gerencia tenga acceso a información que no se encuentra disponible para *stakeholders* ajenos a la gestión de la empresa. En estos casos es probable que los *stakeholders* anticipen o toleren cierto grado de dirección de resultados. Los criterios contables también pueden establecerse para hacer que los estados financieros sean más informativos para sus usuarios, si bien estas decisiones no entran dentro de la definición propuesta por estos autores.
- Por último, los criterios seguidos por la dirección llevarán asociados costes y beneficios, como una posible localización menos idónea de los recursos que surge tras una alteración de resultados, o las potenciales mejoras en la comunicación privada de información para los *stakeholders*, originando una situación opuesta, es decir mejorando la localización de los recursos. Así pues, estos autores consideran necesario que los reguladores analicen cuándo la normativa contable permite la comunicación de información privada a los *stakeholders*, de forma que el valor de la información contable para sus usuarios se vea incrementado, y cuándo esta comunicación puede verse reducida.

De estas definiciones queremos enfatizar, de forma especial, la intencionalidad de la dirección y las distintas formas de llegar a un nivel de resultados deseado. Esta intencionalidad puede responder a razones de eficiencia, oportunismo o comunicación de

información privada, tal y como planteamos en el primero de los capítulos. Las argumentaciones en que descansan las hipótesis que contrastaremos en este trabajo de investigación, presumen una discrecionalidad directiva encaminada a la publicación de un nivel de resultados que beneficie los intereses de la dirección o de los accionistas frente a los de otros *stakeholders* como pueden ser los acreedores. La gerencia, motivada por situaciones específicas del periodo o con un horizonte multiperiodo, tiene a su disposición distintas herramientas para alcanzar el nivel de resultados deseado. Estas herramientas pueden ir desde decisiones reales, tales como decisiones operativas, de financiación o de inversión, a puras decisiones contables, como cambio en la vida útil, método de amortización, activación de gastos, etc. ; si bien en muchos casos la dirección de resultados puede resultar de una combinación de ambas (Jiambalvo, 1996).

2.2. MEDIDAS DE LA DISCRECIONALIDAD CONTABLE

Un importante problema que nos encontramos en la investigación sobre dirección de resultados son las ventajas informativas y los incentivos para camuflar la misma por parte de la gerencia. En la literatura contable sobre dirección de resultados podemos encontrar un amplio abanico de medidas representativas del ejercicio de la discrecionalidad directiva en materia contable. Puede establecerse una primera clasificación en función del cumplimiento o no de los principios contables. Como ejemplos de los escasos trabajos que han analizado la violación de principios contables se encuentran: Defond y Jiambalvo (1991), DeFond (1993), y otros (1995 y 1996a), Beneish (1997) Bartov y otros (2000) y Azofra y otros (2000)¹²¹.

En los primeros estudios de la elección contable dentro de lo permitido por la normativa, el cambio o la elección de un determinado método contable fue utilizada como variable representativa del ejercicio de la discrecionalidad contable, asociando a la misma un impacto positivo o negativo en los resultados del ejercicio, argumentado la elección contable sobre la base de los incentivos que la dirección pudiera tener para aumentar o reducir el resultado. La consideración de una determinación conjunta del resultado, es decir, el resultado no se ve afectado sólo por el impacto que sobre el mismo tiene un método contable sino el conjunto de todos los métodos contables disponibles, fue adoptada

¹²¹ Los trabajos de Dechow y otros (1995), Bartov y otros (2000) y Azofra y otros (2000) analizan la detección de la dirección de resultados por los diferentes modelos de ajustes por devengo en situaciones extremas de alteración de resultados sin llegar a analizar los incentivos que generan la misma.

posteriormente por varios autores, siendo el trabajo de Zmijewski y Hagerman (1981) reconocido como pionero en esta consideración conjunta¹²².

La utilización de los ajustes por devengo, en lugar de un método o conjunto de métodos, como variable representativa del ejercicio de la discrecionalidad contable, constituye un importante paso en la literatura sobre dirección de resultados¹²³. Healy (1985) divide los resultados en cash flow de las operaciones y ajustes por devengo, es decir, en aquella parte del resultado de explotación que conforma la corriente de tesorería junto con cash flow de este periodo que no tiene efecto en resultado pero si lo tuvo en ejercicios anteriores o lo tendrá en futuros, y en la otra parte del resultado que no tiene su correspondiente reflejo en la corriente monetaria del periodo. Los ajustes por devengo modifican el momento de reconocimiento de los ingresos y gastos, permitiendo transvases de resultados entre periodos. Este autor sugiere que es más visible y más costosa la transferencia de resultados mediante cambios en métodos contables que mediante ajustes por devengo con los que la dirección dispondrá, además, de una mayor flexibilidad. Otro rasgo importante de esta medida es la agregación en una única cifra del efecto neto de numerosas decisiones contables, por lo que en la misma también se encuentra presente la determinación conjunta de los resultados. Hemos de señalar que los ajustes por devengo, es decir esa diferencia entre el resultado y el cash flow de las operaciones, es una medida que puede recoger, no sólo el efecto en resultados de la elección contable sino también decisiones operativas, financieras y de inversión en tanto en cuanto las mismas afecten a los ajustes por devengo.

La aplicación de los principios contables origina diferencias entre el resultado contable de explotación y el cash flow de las operaciones. Como manifestaciones de esta aplicación se encuentran la amortización que ha de realizar la empresa, la dotación de provisiones, el reconocimiento del ingreso y gasto en función de la corriente real de bienes y servicios o de una correlación de ingresos y gastos. Ahora bien, ¿hasta qué punto puede considerarse esa diferencia normal? Y en la determinación de esa normalidad ¿qué se toma como punto de referencia? Los distintos modelos de ajustes por devengo, tanto de serie temporal como de corte transversal, propuestos en la literatura, tienen como objetivo la división de los ajustes por devengo totales en ajustes por devengo “normales, esperados o no

¹²² Paralelamente a esa consideración conjunta de varios métodos contables, la literatura contable también analizó los incentivos que conjuntamente llevan a la determinación de una política contable.

¹²³ Los ajustes por devengo han sido objeto de estudio en numerosos trabajos de investigación. Este amplio cuerpo de literatura incluye, entre otros, estudios sobre dirección de resultados (Healy (1985), DeAngelo (1986, 1988), McNichols y otros (1988), Jones (1991), DeFond y Jiambalvo (1994), Chaney et Lewis (1998), DeFond y Subramanyam (1998), Teoh y otros (1998), Erikson y otros (1999), Collins y Hribar (1999)), estudios sobre predicción de flujos de tesorería o valoración por parte del mercado de capitales de los ajustes por devengo versus cash flows ((Bart y otros ,1999), Pfeiffer y otros (1999), Dechow (1994)) y estudios sobre valoración de mercado de los ajustes por devengo discrecionales y no discrecionales (Subramanyam (1996), Press y Paek (1998)), entre otros.

discrecionales” y en ajustes por devengo “anormales, no esperados o discrecionales”. Como punto de referencia, distinto en cada modelo, podemos citar: los ajustes por devengo de la empresa en el año anterior (modelo de DeAngelo), los ajustes por devengo de la industria (Modelo de industria), un control explícito del inmovilizado bruto y de la variación de la cifra de ventas, con supuestos adicionales como un constante periodo de aplazamiento en el pago o reparto de ventas dentro del periodo contable en los distintos años, (Modelo de Jones de serie temporal) etc...

Estos modelos de ajustes por devengo han sido utilizados, en su mayoría, para determinar la medida del ejercicio de la discrecionalidad contable, en estudios cuya metodología es paralela a los estudios de eventos. Estos trabajos seleccionan una variable representativa del ejercicio de la discrecionalidad directiva en materia contable y una situación concreta, una muestra de empresas que en un periodo en concreto presentan una característica especial por la que puede establecerse una predicción de la dirección de resultados. Un aspecto importante que queremos resaltar es la necesaria idoneidad de la medida del ejercicio de la discrecionalidad directiva con el objetivo del trabajo de investigación, ya que como plantearemos posteriormente la detección de la dirección de resultados viene condicionada por la especificación y poder de los distintos modelos, factores que no son ajenos a la muestra utilizada tanto en la estimación como en la predicción.

Una amplia aplicación de los modelos de ajustes por devengo se circunscribe a la detección de la dirección de resultados, motivada por unos incentivos contractuales, u ocasionada por unos inminentes costes o beneficios políticos, lo que en su origen determinó la denominación de “ajustes por devengo discrecionales”, puesto que la finalidad de los mismos era la obtención de una medida del ejercicio de la discrecionalidad contable. Los modelos de ajustes por devengo, en sus inicios de serie temporal, se corresponden con modelos de expectativas, por lo que autores como Healy (1996) han propuesto un cambio en la denominación de los ajustes por devengo discrecionales por ajustes por devengo no esperados.

2.3. LOS MODELOS DE AJUSTE POR DEVENGO

En este apartado presentamos de forma muy breve los distintos modelos de ajustes por devengo expuestos en literatura, así como determinadas apreciaciones que consideramos interesante tener presente para conseguir una mayor idoneidad de la medida para el estudio que quiera realizarse, como puede ser la estimación del modelo utilizando una serie temporal o corte transversal, el mayor poder de algunos modelos para determinadas

direcciones de resultados o utilización de determinados instrumentos en la alteración de resultados, el potencial sesgo, etc....

La expresión matemática de los siguientes modelos aparece resumida en la tabla 1 que presentamos a continuación.

Tabla 1: Expresión matemática de los modelos de ajustes por devengo

Modelo de Healy	$NDA_t = \frac{\sum TA_t}{T}$
Modelo de DeAngelo	$NDA_t = TA_{t-1}$
Modelo de Friedlan	$NDA_t = TA_{t-1} / REV_{t-1}$
Modelo de Jones	$TA_t = \alpha_1 (1/ A_{t-1}) + \alpha_2 (\Delta REV_t) + \alpha_3 (GPPE_t)$
Modelo de Jones Modificado	$TA_t = \alpha_1 (1/ A_{t-1}) + \alpha_2 (\Delta REV_t - \Delta REC_t) + \alpha_3 (GPPE_t)$
Modelo de Industria	$TA_t = \alpha_1 + \alpha_2 \text{MEDIAN}_t (TA_t),$
Modelo de Kang y Shivaramakrishnan	$ACCB_t = \alpha_0 + \alpha_1 [\delta_1 REV_t] + \alpha_2 [\delta_2 EXPT_t] + \alpha_3 [\delta_3 GPPE_t]$
Modelo del margen o modelos PPY	$WCA_t = \alpha + \alpha_1 REV_t + \alpha_2 CR_t$
Modelo de McCulloch	$WCA_t = \alpha_0 + \alpha_1 REC_t + \alpha_2 REVRatio_t + \alpha_3 CFO_t + \sum_{i=1}^H \theta_i \text{NEWDA}_{t-1} + \text{NEWDA}_t$
Modelo del cash flow de las operaciones	$TA_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta REV_{it} + \alpha_2 GPPE_{it} + \alpha_3 d1_{it} * CFO_{it} + \alpha_4 d2_{it} * CFO_{it} + \alpha_5 d3_{it} * CFO_{it} + \alpha_6 d4_{it} * CFO_{it} + \alpha_7 d5_{it} * CFO_{it}$

Modelo del proceso contable	$TA_t = \alpha_0 + \alpha_1 WKA_{i,t-1} + \alpha_2 LTA_{i,t-1} + \alpha_3 CFO_{it} + \alpha_4 CFO_{i,t-1}$
-----------------------------	--

- Donde,
- NDA = ajustes por devengo no discrecionales estimados (“non discretionary accruals”)
 - TA = ajustes por devengo totales (“total accruals”) / activo total inicial
 - A_{t-1} = activo total en año t-1
 - REV_t = cifra neta de negocios
 - ΔREV_t = (cifra de negocios en año t - cifra de negocios en año t-1)/activo total año t-1
 - GPPE_t = activo amortizable en año t / activo total en año t-1
 - REC_t = deudores comerciales
 - ΔREC_t = (deudores comerciales en año t- deudores comerciales en año t-1)/activos totales t-1
 - WCA_t = ajustes por devengo del circulante
 - LTA = ajustes por devengo del permanente
 - ACCB_t = ajustes por devengo tomando valores en niveles
 $= CA_{1,t} - CASH_{1,t} - CL_{1,t} - DEP_{1,t}$
 - CA_T = activo circulante
 - CASH_t = tesorería y equivalentes
 - CL_t = pasivo circulante excepto préstamos
 - DEP_t = gasto por amortización y dotación a provisiones
 - OCAL_t = todo activo circulante excluido deudores comerciales, tesorería e inversiones financieras y restando acreedores comerciales ($CA_{1,t} - REC_{1,t} - CASH_{1,t} - CL_{1,t}$)
 - EXP_t = gastos de explotación excluido el gasto por amortización
 - Median_t (TA_t) = mediana de los ajustes por devengo totales del sector I, divididos entre los activos totales retardados.
 - CR = cash recibido
 - REVRATIO = $(REV_{t-1} / REC_t) / REC_{t-1}$
 - NEWDA_t = ajustes por devengo iniciados en este ejercicio
 - $DA_t = \sum_{i=1}^H \theta_i NEWDA_{t-1} + NEWDA_t$
 - CFO_t = cash flow de las operaciones
 - d1, d2, d3, d4, d5 = agrupación de las empresas en base a su pertenencia a los distintos quintales establecidos en función del cash flow de las operaciones
 - $\delta_1 = REC_{t-1} / REV_{t-1}$, $\delta_2 = OCAL_{t-1} / EXP_{t-1}$, $\delta_3 = DEP_{t-1} / GPPE_{t-1}$
 - $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ = parámetros a estimar
 - t = 1,2,... T periodo de estimación, y τ = año del evento

2.3.1. El modelo de Healy

Healy (1985) contrasta la hipótesis de dirección de resultados a través de una comparación de los ajustes por devengo totales medios de los distintos grupos de empresas. La totalidad de empresas que conforman la muestra serán divididas en diferentes grupos con una predicción de dirección de resultados al alza o a la baja dependiendo de la situación en que se encuentre con respecto a los límites superiores e inferiores de los planes de compensación. Este planteamiento equivale a tratar los ajustes por devengos totales medios de un grupo como punto de referencia y el otro grupo como evento objeto de estudio.

2.3.2. El modelo de DeAngelo

En este modelo los ajustes por devengo totales del periodo anterior conforman la medida de los ajustes por devengo no discrecionales. Así pues, el modelo de Healy y el modelo de DeAngelo utilizan los ajustes por devengo totales como *proxy* de los ajustes por devengo no discrecionales, sin tener en cuenta el efecto que los cambios de las condiciones económicas puedan ocasionar en los ajustes por devengo no discrecionales.

2.3.3. El modelo de Friedlan

Dado que el crecimiento influye en ciertos aspectos de la operativa de la empresa, entre los que se encuentran los ajustes por devengo, el supuesto de recorrido aleatorio subyacente en el modelo de DeAngelo no es válido para empresas en crecimiento. La modificación introducida por Friedlan (1994) pretende controlar el efecto en los ajustes por devengo totales que puede tener el crecimiento. Este modelo supone una constante proporcionalidad entre los ajustes por devengo totales y las ventas en periodos sucesivos.

2.3.4. El modelo de Jones

Jones (1991) determina los ajustes por devengo no discrecionales para cada empresa regresando los ajustes por devengo totales sobre el cambio en la cifra de negocios (“revenues”, en adelante “ ΔREV ”) y el nivel de inversión en inmovilizado bruto (“gross level of property, plant and equipment”, en adelante “GPPE”) utilizando una serie temporal de observaciones. Con la inclusión de estas variables pretende controlar los cambios en las condiciones económicas de la empresa, GPPE controlará la porción de ajustes por devengos totales relacionados con el gasto por amortización no discrecional e ΔREV es una variable

introducida para controlar el nivel de ajustes por devengo no discrecionales de partidas del circulante¹²⁴.

El signo esperado del coeficiente de GPPE es negativo ya que está relacionado con el gasto por depreciación. Sin embargo, el signo esperado del coeficiente de la variación de la cifra de negocios no resulta tan evidente, dado que esta variación puede conllevar cambios que supongan aumento o disminución en distintas partidas de circulante.

Un supuesto implícito a este modelo es que los cambios en activos circulantes y pasivos circulantes vienen determinados por el cambio en la cifra de negocios. Ciertas partidas integrantes del pasivo circulante, tal como acreedores comerciales, es más probable que estén relacionadas con cambios en el nivel de gastos en lugar de cambios en el nivel de la cifra de negocios. La omisión de variables relevantes crea un potencial sesgo hacia la obtención de ajustes por devengo discrecionales positivos en épocas de bonanza económica y al contrario en situaciones opuestas (Kang, 1999).

Una dirección sistemática de resultados a través de la amortización tiene una limitada aplicación ya que el efecto en resultados de un cambio de la vida útil de los activos o un cambio en el método de amortización ha de ser mencionado en la memoria. Debido a esta limitada aplicación algunos autores han contrastado el modelo de Jones sólo para el circulante.

2.3.4. El modelo de Jones modificado

Ante la posibilidad de una contaminación de la variable “cifra de negocios” por la dirección de resultados, Dechow y otros (1995) introducen una modificación en el modelo de Jones. Este nuevo modelo, comunmente denominado modelo de Jones modificado, supone que la cifra de negocios utilizada en la estimación no se encuentra contaminada mientras que en el año del evento la totalidad de deudores comerciales son fruto de la dirección de resultados. Este modelo detectará mejor las manipulaciones de resultados llevadas a cabo a mediante un reconocimiento de ingresos contables que el modelo de Jones. Pero si esa supuesta dirección de resultados no tiene lugar, los ajustes por devengo no discrecionales se encontrarán infravalorados y los ajustes por devengo discrecionales sobrevalorados.

¹²⁴ Jones (1991) señala que esta variable no es completamente exógena porque el nivel de ingresos puede verse afectado por el intento de modificar el nivel de resultados publicado por la dirección.

2.3.5. El modelo de Industria

El modelo de industria ha sido utilizado por Dechow y otros (1991). Este modelo supone que la variación en los determinantes de los ajustes por devengo no discrecionales son comunes para todas las empresas pertenecientes a un mismo sector, sin controlar directamente los determinantes económicos de los mismos.

2.3.6. El modelo de Kang y Shivaramakrishnan

Kang y Shivaramakrishnan (1995) desarrollaron un modelo de variables instrumentales. Los tres rasgos más importantes de este modelo son (Kang, 1999):

- Este modelo soluciona tres importantes problemas estadísticos que sufre la estimación mínimo cuadrados ordinarios del modelo de Jones, simultaneidad, errores en las variables y omisión de variables, a través de la inclusión de los gastos en la regresión y la utilización del método de variables instrumentales en la estimación¹²⁵.
- Los parámetros serán estimados utilizando el nivel en lugar del cambio en las partidas de circulante.
- Los parámetros δ_1 , δ_2 , δ_3 pueden ser interpretados como ratios de rotación acomodando la especificidad de la empresa y compensado el hecho de que la ecuación sea estimada a través de datos de empresas de varios años¹²⁶.

2.3.7. El modelo del margen o modelo de Peasnell Pope and Young

Al igual que el modelo Jones, los ajustes por devengos discrecionales que proponen estos autores se tratan de errores de predicción de una regresión mínimos cuadrados ordinarios de los ajustes por devengo del circulante regresados sobre un vector de variables explicativas designadas para capturar una utilización “normal” de los ajustes por devengo.

¹²⁵ Tanto para la estimación por variables instrumentales como por el método de los momentos generalizados, el conjunto de variables instrumentales incluye una constante y los valores con dos o tres retardos de los regresores y de la variables dependiente

¹²⁶ Kang y Shivaramakrishnan (1995) basan su estimación en la serie temporal de datos más larga disponible. Kang (1999) basa su estimación en una serie cruzada de datos. Otra diferencia es que el primer trabajo no incluye los ajustes por devengo asociados al impuesto de sociedades mientras que el trabajo de Kang (1999) sí los incluye.

Los ajustes por devengo del circulante son expresados a través de una función lineal de la cifra de negocios y del cash flow recibido.

La estimación de los parámetros de este modelo, α_1 e α_2 , tienen una clara interpretación económica:

- α_1 representará el margen medio sobre ventas y se espera que sea positivo
- α_2 refleja el valor medio del margen en cash flow y se espera que tenga signo negativo.

2.3.9. El modelo de McCulloch

La estructura de este modelo se deriva directa y explícitamente de la estructura de los estados financieros¹²⁷. El rasgo más destacable de este modelo es su planteamiento multiperiodo. La consideración de la reversión de los ajustes por devengo es lo suficientemente importante como para ser tenido en cuenta en la iniciación de ajustes por devengo en el periodo actual.

Como rasgos más destacables, este modelo incorpora¹²⁸:

- la reversión de los ajustes por devengo dentro del procedimiento de estimación, prestando de esta forma especial atención a la duración del efecto de la dirección de resultados y a las propiedades temporales de los ajustes por devengo.
- correlación negativa entre los ajustes por devengo discretionales y no discretionales, esta correlación surge de los incentivos que conducen a la utilización de los ajustes por devengo discretionales para compensar los ajustes por devengo no discretionales, así como también de los posibles errores de medida, y
- la relación entre los ajustes por devengo y el cash flow, esta relación surge del alisamiento de resultados conseguido por los PCGAs que conllevan a una relación negativa entre el cambio en el cash flow neto y los ajustes por devengo

¹²⁷ Ver McCulloch (1998).

¹²⁸ Estas innovaciones no pueden ser incorporadas en una estimación por mínimos cuadrados ordinarios porque se requiere que los ajustes por devengo no discretionales obtenidos de la regresión y los residuos (variables *proxy* de los ajustes por devengo discretionales) estén incorrelados. El autor adopta un diseño instrumental no lineal que permite que los dos componentes estén negativamente correlacionados.

no discretionales, y también como resultado de un alisamiento discrecional en el que el cash flow estará negativamente correlacionado con los ajustes por devengo discretionales.

2.3.10. El modelo del cash flow de las operaciones

Shivakumar (1996)¹²⁹ considera que es deseable una especificación no lineal del cash flow de las operaciones ya que el mismo puede variar considerablemente entre las empresas consideradas en la muestra de estimación, debido a diferencias en el nivel de rendimiento a largo plazo de los activos o a problemas temporales de cash flow de las operaciones. Esta posibilidad puede ser implementada en el modelo permitiendo que el coeficiente del cash flow varíe¹³⁰.

2.3.11. El modelo del proceso contable

Dechow y otros (1995) y Guay y otros (1996) ponen especial énfasis en los problemas que los modelos de ajustes pueden tener, derivados de ignorar las propiedades de las series temporales y los estructura de correlación de los ajustes por devengo y el cash flow de las operaciones. El modelo del cash flow y el modelo de McCulloch constituyen los primeros intentos por incorporar el cash flow en la modelización de los ajustes por devengo no discretionales.

Garza-Gómez y otros (1999) introducen un nuevo modelo de ajustes por devengo basado en el proceso contable. Este modelo pretende reflejar la correlación entre los resultados, los ajustes por devengo y el cash flow de las operaciones, así como sus propiedades seriales, que surgen de forma natural tras la aplicación de los principios contables.

¹²⁹ Citado en Jeter y Shivakumar (1999).

¹³⁰ Las empresas que conforman la muestra de estimación son agrupadas en quintales en base al Cash flow de las operaciones / activo total $t-1$. Este modelo ha sido probado en Jeter y otros (1999) utilizando datos anuales y cuatrimestrales. Un aspecto importante a resaltar de este modelo, es su buena especificación para todos niveles de cash flow.

2.4. ALGUNAS CONSIDERACIONES ACERCA DE LOS MODELOS DE AJUSTES POR DEVENGO: SERIE TEMPORAL FRENTE A CORTE TRANSVERSAL

La muestra utilizada para el cálculo de los ajustes por devengo esperados, normales o no discrecionales ha de ser tomada en cuenta en la interpretación de los resultados. La muestra de estimación en los modelos de serie temporal, muy apropiada para el estudio de eventos, está formada por datos pasados de la misma empresa. Así pues, un supuesto implícito en este planteamiento es la ausencia de dirección de resultados en periodos pasados. Este enfoque adolece de un sesgo de supervivencia, ya que son requeridas un número mínimo de observaciones para cada empresa, observaciones que se refieren a datos anuales, lo que se traduce en un número mínimo de años. Esta metodología introduce un sesgo en la selección de muestra, ya que serán empresas maduras, grandes y con un importante capital reputacional que pueden perder si es descubierta la alteración de resultados (Jeter y otros 1999). Además de este problema de supervivencia, otros aspectos importantes de este enfoque son:

- han podido tener lugar algunos cambios estructurales durante tan largo periodo de tiempo
- la posibilidad de ejercer la discrecionalidad contable es probable que haya cambiado a lo largo del periodo, debido a cambios en normas contables y estructuras de gobierno. Aunque estos modelos relajan el supuesto de que los ajustes por devengo han de ser constantes a lo largo del tiempo, siguen considerando una relación estable entre los ajustes por devengo no discrecionales y las variables explicativas a lo largo del tiempo.

Los modelos de corte transversal no entrañan supuesto alguno respecto a dirección sistemática de resultados en la muestra de estimación, pero implícitamente suponen que los parámetros del modelo son los mismos para todas las empresas de la muestra de estimación (Jeter y Shivakumar, 1999). Los ajustes por devengo anormales calculados en estos modelos han de ser interpretados como ajustes por devengo anormales en relación con el punto de referencia del sector, controlando adicionalmente por las variables introducidas en los distintos modelos. Si los factores que afectan de forma específica a un sector ocasionan direcciones de resultados generalizadas en las empresas del sector, el enfoque de corte transversal introducirá un sesgo que actuará en contra de hallar evidencia de dirección de resultados. Así pues, los tests de dirección de resultados conducirán a un rechazo de la hipótesis nula sólo cuando los ajustes por devengo sean significativamente diferentes de aquellos que presenten las empresas del sector. Si los cambios en los ajustes por devengo no discrecionales son respuestas a cambios en circunstancias específicas de la empresa, estos modelos de corte transversal no captarán todos los ajustes por devengo no

discrecionales, constituyendo otro de los problemas asociados a errores de medición de los modelos de corte ¹transversal. Además, el modelo de corte transversal es menos probable que capture los efectos de una reversión de los ajustes por devengo y una estrategia dinámica en la gestión de los ajustes por devengo (Peasnell y otros, 2000).

Estos modelos adolecen de importantes problemas metodológicos, como errores de medida, omisión de variables y simultaneidad. Kang (1999) considera que estos problemas apuntados pueden resolverse introduciendo los gastos como una variable adicional en el modelo de Jones y estimando el mismo mediante el método de variables instrumentales. Los cinco modelos analizados por Young (1999) presentan errores de medida en los ajustes por devengo discrecionales, errores que pueden considerarse una función del cash flow, crecimiento en las ventas y estructura de los activos. Hansen (1999) examina los errores de medida asociados a cambios estructurales que tienen lugar en las empresas.

3. HIPÓTESIS

El objetivo de este trabajo de investigación es analizar los determinantes económicos de la política contable, siendo la teoría positiva de la contabilidad, bajo el paraguas de la teoría contractual, quien nos guía en el establecimiento y predicción de estas relaciones. Concretamente contrastaremos si el ejercicio de la discrecionalidad directiva en materia contable viene determinado por las estructuras de capital y de gobierno de las empresas, así como por el conjunto de oportunidades de inversión de las mismas. Por estructura de capital, entendemos, en un sentido amplio, el conjunto de contratos financieros y su distribución entre los aportantes de fondos a la empresa, teniendo presente tanto el origen o naturaleza, como sus características en términos de derechos de propiedad y control, es decir, combina la cuestión del apalancamiento financiero con la naturaleza y concentración de los inversores en la empresa¹³¹. Haremos especial hincapié en la función de supervisión de la actuación directiva encomendada al Consejo de Administración, órgano sobre el que recae la responsabilidad de los estados financieros de acuerdo con la Ley de S.A.

Nuestra tesis puede expresarse de la siguiente forma:

“La discrecionalidad directiva en materia contable vendrá determinada por los incentivos y limitaciones derivados de la estructura contractual que conforma la empresa, así como por su conjunto de oportunidades de inversión”

¹³¹ Esta definición ha sido adaptada de lo que De Andrés y otros (2000) consideran es el objeto de análisis para la estructura de capital.

La hipótesis general de una determinación contractual de la política contable adoptada en el seno de las empresas, quedará concretada en las siguientes hipótesis más particulares acerca de la estructura de propiedad, gobierno de la empresa, nivel de endeudamiento, costes / beneficios políticos y conjunto de oportunidades de inversión.

3.1. ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

La separación entre propiedad y control es un importante determinante de la demanda contractual de información contable. En un contexto caracterizado por la existencia de asimetrías de información y costes contractuales, resulta imposible la observación de las decisiones empresariales adoptadas por la dirección, por lo que la necesidad de promover y restringir determinados comportamientos directivos, así como una posterior evaluación, adquiere especial relevancia en aquellas empresas donde el conflicto de intereses “dirección-propietarios” sobre el uso y control de los recursos se encuentre latente. La teoría de la agencia sugiere que en aquellas empresas donde la propiedad y control se encuentran separados, mayores serán los costes de agencia, y requerirán mecanismos paliativos de los mismos. Estas fórmulas incentivadoras y restrictivas, que frecuentemente descansan en información contable, tienen como finalidad reducir el potencial conflicto de intereses originado por la separación entre propiedad y control, persiguiendo una actuación de la dirección más coherente con los intereses de los accionistas. La evaluación de la actuación de la dirección al servicio de los accionistas, y de forma general del resto de *stakeholders*, se encuentra implícita en estas fórmulas incentivadoras, por lo que la dirección se sentirá particularmente preocupada por la información proporcionada en los estados financieros, ya que la misma será utilizada en la elaboración de los indicadores de su actuación.

Así pues, los estados financieros constituyen un importante conjunto de información que alimentará las relaciones contractuales con la dirección, tanto en la fase de establecimiento de mecanismos alineadores que reduzcan el riesgo moral inherente a toda relación de agencia, como en la fase de seguimiento, evaluación y control de la actuación directiva. De esta forma, puede esperarse una mayor demanda de fórmulas incentivadoras y restrictivas de la actuación directiva, que suponemos descansarán en información contable, en empresas donde la propiedad, debido al alto grado de dispersión, carece de incentivos para la supervisión.

La mayor necesidad de promover o restringir determinados comportamientos directivos en empresas caracterizadas por la existencia de un accionariado disperso, y su consecuente demanda de información contable, genera incentivos para que la dirección, mediante la elección de la política contable, proporcione el nivel de resultados deseado, lo

que se traducirá en un mayor ejercicio de la discrecionalidad contable facilitado por la falta de incentivos para la supervisión de la política contable por parte de un accionariado disperso. Así pues, menores niveles de concentración accionarial determina dos vías, mayor demanda de fórmulas incentivadoras y restrictivas que descansan en información contable y mayor libertad en la elección contable, cuya conjunción se manifestará en un mayor ejercicio de la discrecionalidad contable.

Hipótesis de la concentración de la propiedad

H1: Los directivos utilizarán en mayor medida los ajustes por devengo discrecionales cuanto menor sea la concentración accionarial.

También analizaremos la naturaleza del accionista principal ya que puede ser importante en el desarrollo de las actividades de control y supervisión debido al diferente grado de experiencia en estas labores y a la diferente incentivación de estos partícipes.

3.2. GOBIERNO DE LA EMPRESA

El Consejo de Administración se erige como el mecanismo de gobierno interno por excelencia. Este órgano puede considerarse el primer agente de los accionistas, quienes le han encomendado la función de supervisión y control de la actuación directiva.

Haciendo especial hincapié en la función del Consejo de Administración como mecanismo de control, en este trabajo de investigación contrastaremos si determinadas características, participación accionarial de los consejeros y tamaño del consejo, influyen en la efectividad con que este órgano desempeña la función de supervisión de la política contable. La estructuración del Consejo de Administración en comités y su composición son otras de las características que han sido apuntadas en la literatura como determinantes de su efectividad, si bien dada la falta de

información para el periodo objeto de estudio, no hemos considerado sus correspondientes hipótesis.

Así como la primera hipótesis planteada en este estudio puede considerarse un reflejo del grado de incentivación de los accionistas para la supervisión en función de la concentración de la propiedad, ahora nos centraremos en la alineación de intereses accionistas-consejeros que se produce por la participación en el capital de los consejeros, y se verá manifestada en un mayor incentivo para la supervisión, lo que redundará en un menor ejercicio de la discrecionalidad contable.

La necesidad de recurrir a fórmulas incentivadoras o restrictivas de la actuación directiva será mayor en aquellas empresas donde los accionistas tengan una escasa representación directa en el consejo de administración, debido a que los problemas de agencia derivados de la separación entre propiedad y control se verán incrementados. La dirección responderá a este entorno contractual mediante un mayor ejercicio de la discrecionalidad contable, que se verá facilitado por una menor incentivación para la supervisión de la política contable por parte de los consejeros no propietarios o con escasa participación.

Los problemas de comunicación y coordinación inherentes a todo órgano de decisión colectivo se verán reducidos a medida que disminuye el número de sus integrantes, por lo que se espera una mayor efectividad en el desempeño de las labores de supervisión del consejo de administración cuanto menor sea su tamaño, lo que en política contable se verá plasmado en un menor ejercicio de la discrecionalidad contable. Algunos autores abogan por unos efectos beneficiosos del incremento en el número de consejeros debido a que facilitarán la tarea de supervisión.

Hipótesis del gobierno de la empresa

H2: Los directivos utilizarán en menor medida los ajustes por devengo discrecionales cuanto mayor sea la participación en el capital de los consejeros.

H3: Los directivos utilizarán un mayor nivel de ajustes por devengo discrecionales cuanto mayor sea el tamaño del Consejo de Administración.

3.3. ENDEUDAMIENTO

El grado de endeudamiento también es considerado un factor determinante en el ejercicio de la discrecionalidad contable. La demanda de información contable por parte de los aportantes de fondos no se circunscribe solamente a los poseedores de los derechos residuales, sino también a los prestamistas, quienes a diferencia de los anteriores percibirán un importe fijo. La diferente estructura de derechos de estos partícipes, hará que la dirección se sienta más proclive hacia determinadas políticas de inversión y financiación que favorezcan los intereses de los accionistas, en detrimento de los acreedores. Esta demanda de información se hace patente no sólo en la concesión del crédito sino también en el mantenimiento de determinados ratios financieros durante la vida del mismo. El ejercicio de la discrecionalidad contable permite que las cláusulas del endeudamiento sean menos restrictivas, evita el incumplimiento en algunos casos de las mismas, y puede influir en las distintas decisiones por parte del prestamista, como puede ser tipo de interés, renovación del crédito etc....

La provisión de recursos financieros en las empresas de nuestro entorno económico difiere considerablemente de otros países pertenecientes al entorno anglosajón. Estas diferencias no sólo se limitan al grado de importancia de la financiación mediante acciones o a las características de los accionistas sino también al protagonista de la financiación ajena, es decir, aquella que no reporta derechos residuales sobre los cash flows generados en la empresa. Así, mientras en el modelo anglosajón el protagonismo es ocupado por el inversor individual que adquiere títulos de deuda en el anonimato del mercado de capitales, en nuestro entorno económico, el protagonismo de este tipo de financiación lo ocupan los bancos, que en ocasiones también son accionistas.

La información financiera proporcionada en los estados contables auditados constituye una fuente importante de información en el análisis de solvencia y garantía que efectúan estas entidades, siendo una fuente de primordial interés para la estimación de la probabilidad de morosidad, y por ende de la prima de riesgo que la entidad financiera repercutirá en el cliente. Un mayor apalancamiento financiero de la empresa incidirá en el grado de restricción impuesto por las cláusulas financieras. La utilización de la información contable no se limita al momento de la concesión, como lo demuestra el hecho de que los *covenants financieros* junto con información específica de la inversión financiada sean las piezas elementales en el seguimiento

que realizan las entidades financieras, donde además un posterior incumplimiento o violación de estas cláusulas ocasionarán importantes costes como la rescisión del contrato, la aceleración de la devolución, modificaciones de los tipos de interés, etc...

Así pues, la utilización de la información contable por parte de las entidades financieras en la concesión y mantenimiento de la financiación bancaria como medio de aproximación a la realidad económica de la empresa, así como para la construcción de variables financieras que delimiten el conflicto de intereses entre los aportantes de fondos (accionistas y acreedores), genera incentivos para que la dirección utilice el ejercicio de la discrecionalidad contable tendente a proporcionar unos estados contables que favorezcan las relaciones con las entidades crediticias, por lo que se espera un mayor ejercicio de la discrecionalidad contable cuanto mayor sea la ratio de endeudamiento.

Hipótesis de endeudamiento

H4: Los directivos utilizarán un mayor nivel de ajustes por devengo discrecionales cuanto mayor sea el endeudamiento de las mismas.

Por otro lado, un mayor apalancamiento financiero supone en sí mismo un mecanismo de disciplina de la actuación directiva ya que el compromiso periódico de la devolución de fondos minora el problema de incentivos asociados a la existencia de elevados niveles de cash flow. Además, si la financiación proporcionada por las entidades financieras constituye una parte importante de la financiación de proyectos de inversión de la empresa, existirá un mayor incentivo para la supervisión directa de los proyectos, lo que redundará en una menor importancia de la información contable en la relación contractual. Si el banco es, además, accionista, la relevancia de la información contable también se verá minorada. El planteamiento que acabamos de exponer puede contrarrestar la predicción propuesta acerca de la discrecionalidad directiva en presencia de deuda.

3.4. COSTES / BENEFICIOS POLÍTICOS

1

La teoría del proceso político nos revela cómo la utilización de la información contable en este proceso genera incentivos para el ejercicio de la discrecionalidad contable tendente a evitar potenciales transferencias de riqueza en aquellas empresas con mayor visibilidad política.

Hipótesis de los costes políticos

H5: Los directivos de empresas con mayor visibilidad política utilizarán un mayor nivel de ajustes por devengo discrecionales.

3.5. CONJUNTO DE OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN

Con el análisis de la influencia del conjunto de oportunidades de inversión en el ejercicio de la discrecionalidad contable, ampliamos el conjunto de características de la empresa que consideramos relevantes en la explicación de las políticas contables adoptadas por la dirección. Podemos argüir su inclusión basándonos en el planteamiento de Skinner (1993), en la teoría del *free cash flow* introducida por Jensen (1986) o en la perspectiva de información adoptada en recientes trabajos.

Skinner (1993) delimita una relación tanto directa como indirecta del conjunto de oportunidades de inversión en la política contable. Los costes y beneficios de la redacción, control y cumplimiento de los contratos pueden verse afectados por esta nueva característica, lo que determinará el conjunto de procedimientos aceptado, conformando la relación directa entre esta nueva característica y la elección contable. Por otro lado, el diferente grado de oportunidades de crecimiento de las empresas es un determinante de la política de compensación directiva, del nivel de endeudamiento y de la utilización de información contable en fórmulas incentivadoras, restrictivas, lo que indirectamente supone un determinante de la elección contable.

De acuerdo con Jensen (1986) los directivos de empresas con escasas oportunidades de crecimiento, y por lo tanto altos niveles de recursos libres de tesorería, tenderán a adoptar políticas no maximizadoras del valor de la empresa, como la aprobación de proyectos con valor actualizado neto negativo, en lugar de distribuir estos recursos libres de tesorería a los accionistas, mediante el pago de dividendos. La dirección intentará mitigar estas percepciones, es decir, intentará proteger sus propios intereses, utilizando en mayor medida los ajustes por devengo con la finalidad de proporcionar aquel nivel de resultados deseable. Así pues, puede esperarse una asociación positiva entre los flujos libres de tesorería y los ajustes por devengo.

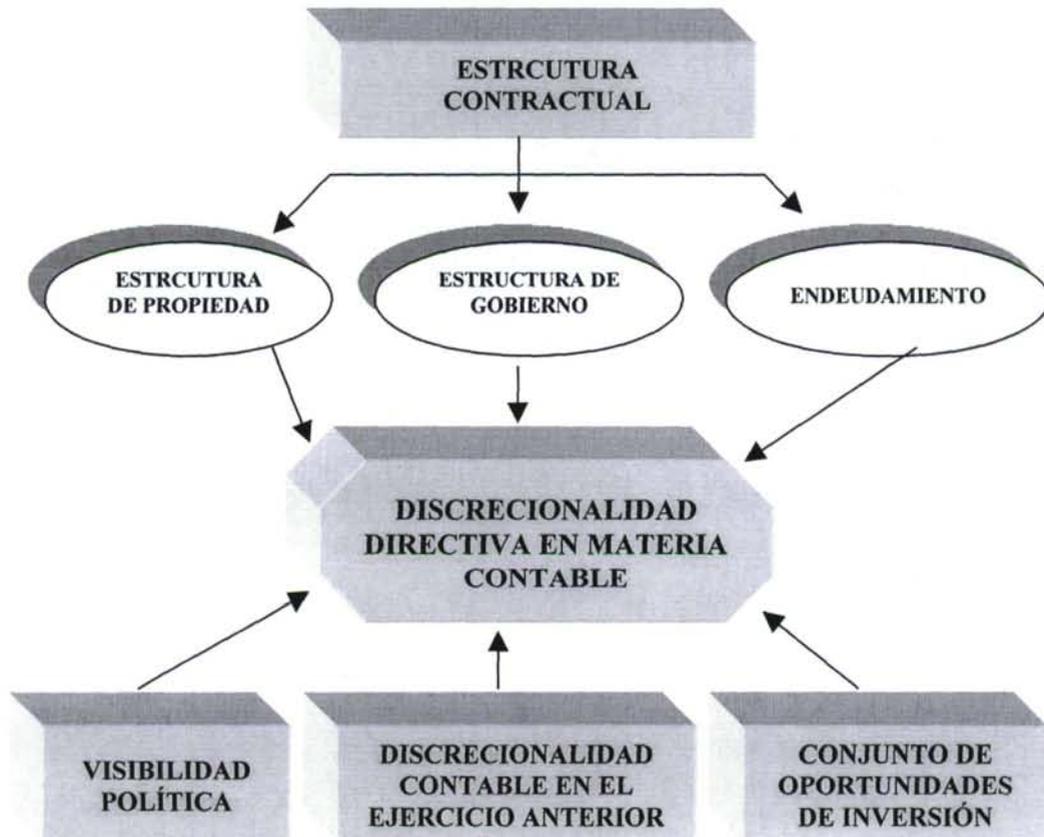
Por otro lado, Healy y Palepu (1993) sostienen que la dirección comunica información relevante mediante la elección contable, siendo probablemente, las empresas con mayores oportunidades de inversión, las que mayor información privada posean, por lo que bajo esta perspectiva de información, podemos esperar una asociación positiva entre el conjunto de oportunidades de inversión y la magnitud de ajustes por devengo discrecionales. Además, aun a pesar de la menor utilización de deuda cuanto mayores sean las oportunidades de inversión de la empresa debido al problema de subinversión (Myers, 1977), los costes y probabilidad de incumplimiento técnico es mucho mayor en empresas con mayores oportunidades de inversión, por lo que de igual forma puede esperarse una asociación positiva entre el conjunto de oportunidades de inversión y el ejercicio de la discrecionalidad directiva en materia contable.

Hipótesis del conjunto de oportunidades de inversión

H6: El conjunto de oportunidades de inversión de la empresa incide en la utilización de ajustes por devengo discrecionales por parte de la dirección.

4. UN MODELO EXPLICATIVO DE LA DIRECCIÓN DE RESULTADOS

El modelo explicativo de la discrecionalidad directiva en materia contable que proponemos puede ser representado gráficamente de la siguiente forma:



Este trabajo de investigación tiene como finalidad analizar los determinantes económicos que, con carácter general, conducen o posibilitan el ejercicio de la discrecionalidad directiva en materia contable en las empresas de nuestro entorno económico. La muestra (un grupo de empresas durante una serie de ejercicios contables) y la técnica de análisis (modelo dinámico de datos panel), nos permiten controlar tanto la pertenencia de los datos a un mismo individuo o año, como la inercia que puede esperarse en el ejercicio de la discrecionalidad contable o la reversión de los ajustes por devengo discrecionales, características que consideramos de especial relevancia en el estudio que pretendemos realizar. Así pues, a diferencia de otros trabajos de investigación en que las empresas se refieren a un determinado periodo o reúnen unas características concretas que originan una dirección de resultados tendente a aumentar o disminuir el mismo, el modelo de

Variables del modelo de Jones

4

Como medición del ejercicio de la discrecionalidad contable, en este trabajo hemos tomado los residuos del modelo de Jones de corte transversal. La estimación no ha podido realizarse aplicando el modelo de serie temporal debido a que solamente pueden obtenerse definiciones homogéneas de resultados y de ajustes por devengo a partir del año 1990. En la estimación anual del modelo de Jones de corte transversal hemos incluido n-1 variables dummy representativas de n sectores, para así poder efectuar la estimación utilizando todas las observaciones de cada año, ya que el número de empresas por sector y año es muy reducido (media 11.6, mediana 10).

Los ajustes por devengo totales (TA) son el resultado de la siguiente operación:

+	Variación de Deudores por Operaciones de Tráfico a Largo Plazo Variación de Deudores (Excluido Administraciones Públicas) Variación de Existencias Variación de Ajustes por Periodificación (Activo)
-	Amortización del Ejercicio Variación de Acreedores por Operaciones de Tráfico a Largo Plazo Variación de Provisión para Riesgos y Gastos Variación de Acreedores Comerciales Variación de Provisiones para Operaciones de Tráfico Variación de Ajustes por Periodificación (Pasivo)
=	Ajustes por Devengo Totales

El activo total amortizable (GPPE) está formado por los gastos de establecimiento, el inmovilizado inmaterial y el inmovilizado material bruto¹³³. La variación de la cifra de negocios (ΔREV) ha sido tomada de la cuenta de pérdidas y ganancias.

Las estimaciones del modelo Jones aparecen reflejadas en la tabla 2, en ella puede observarse cómo los coeficientes presentan el signo esperado (negativo para GPPE y positivo para ΔREV), siendo los mismos significativos en la mayoría de los años.

Tabla 2: Estimación del modelo de Jones

$$TA = \alpha_1 + \alpha_2 GPPE + \alpha_3 \Delta REV$$

Jones	R2 ajustado	α_2	$t\alpha_2$	α_3	$t\alpha_3$
1991	0.34	-0.06	-3.70*	0.20	4.79*
1992	0.34	-0.06	-3.16*	0.18	3.94*
1993	0.19	-0.08	-3.23*	0.03	0.56
1994	0.08	-0.04	-2.53* *	0.13	2.77*
1995	0.20	-0.07	-3.41*	0.19	3.8*
1996	0.24	-0.01	-0.9	0.06	1.11
1997	0.09	-0.01	-0.7	0.11	2.07* *
1998	0.27	-0.07	-1.73* * *	0.46	5.49*
1999	0.28	-0.08	-3.03*	0.38	3.56*

* Significativo al 1%

** Significativo al 5%

*** Significativo al 10%

¹³³ En algunos sectores como el eléctrico, donde el inmovilizado en curso puede alcanzar importes relevantes, el mismo ha sido excluido del activo total amortizable.

Variables de la estructura de propiedad

La participación del principal accionista (C1) es la medida tomada como representación del grado de concentración del accionariado. Junto a esta variable también hemos analizado la participación de los dos primeros accionistas (C2) y de los cinco primeros accionistas (C5). Estas variables son representativas de los incentivos que pueden tener los accionistas para la supervisión de la actuación directiva, a la vez que fijan una mayor o menor necesidad de fórmulas incentivadoras o restrictivas del comportamiento directivo. Junto a las variables representativas del grado de concentración accionarial, la naturaleza del principal accionista complementa los rasgos que definen la estructura de propiedad, por lo que hemos considerado las siguientes variables:

OEN = 0, 1 empresa nacional

OEMU = 0,1 empresa multinacional

FAPA = 0, 1 grupo familiar o particulares

BA = 0,1 entidades financieras

PU = 0,1 sector público

Variables de la estructura de gobierno

La participación en la propiedad de los consejeros queda reflejada en la variable ALFA. Esta variable representa el mayor incentivo para desempeñar las labores de supervisión encomendadas al consejo de administración que genera la participación en el capital de los miembros del consejo de administración.

El tamaño del consejo (NCON) viene medido por el logaritmo del número de consejeros de que consta el mismo.

Variables de endeudamiento

La ratio de endeudamiento (DEU) definido como pasivo exigible / pasivo total representa el grado de dependencia de la financiación ajena y por ende el mayor incentivo que puede existir para una dirección de resultados tendente a presentar unos estados financieros que favorezcan las condiciones de concesión y mantenimiento de la financiación por parte de las entidades financieras.

Costes / beneficios políticos

La visibilidad política resulta muy difícil de determinar. En este trabajo hemos considerado la proporción que las subvenciones a la explotación representan sobre el total de la cifra de negocios (POL). Hemos desestimado su cálculo sobre el resultado de explotación por los problemas originados cuando el mismo es negativo. Adicionalmente hemos utilizado una variable dicotómica (0,1) que recoge la percepción o no de subvenciones a la explotación por parte de las empresas.

Conjunto de oportunidades de inversión

El valor de la empresa viene definido por la suma de los activos que actualmente posee y las oportunidades de crecimiento de la misma. Para determinar la importancia que éstas últimas tienen sobre la valoración total hemos introducido la variable IOS, que viene definida por la relación entre la capitalización bursátil y el valor contable de los fondos propios.

Variables de control

Teniendo presente la asociación entre la política contable y determinadas variables apuntadas en diversos trabajos, hemos introducido la variable tamaño como variable de control. El tamaño (TAM) vendrá definido como el logaritmo de la cifra de negocios de la empresa.

El cash flow de las operaciones también ha sido incluida como variable de control. Esta variable viene definida por el cash flow del periodo / activo total al comienzo del ejercicio. La razón de su inclusión radica en la asociación entre los ajustes por devengo discrecionales y el cash flow de las operaciones, tal y como sugieren Dechow y otros (1995) y Guay y otros (1996).

Junto a estas variables, hemos precisado de instrumentos para la estimación del modelo dinámico de datos panel. Los utilizados en este trabajo de investigación son los siguientes:

- Ratio de endeudamiento utilizando valores de mercado
- Deuda bancaria/ pasivo exigible, ratio representativo de la dependencia de la financiación bancaria.

- Pasivo exigible/ fondos propios, ratio de endeudamiento definido sobre fondos propios
- $(\text{Beneficio antes de intereses y de impuestos} - \text{gasto financiero}) / (\text{beneficio antes de intereses y de impuestos})$, ratio representativo del riesgo financiero de la empresa. Este ratio será $(\text{beneficio antes de intereses y de impuestos} - \text{gasto financiero}) / (\text{beneficio antes de intereses y de impuestos})$ cuando el beneficio antes de intereses y de impuestos sea negativo. También hemos introducido una variable adicional que limita este ratio a valores comprendidos entre cero y uno, así cuando los gastos financieros suponen un importe mayor que el beneficio antes de intereses y de impuestos, el valor de este ratio será cero, y cuando beneficio antes de intereses y de impuestos es negativo el valor de este ratio también será de cero.
- Rentabilidad financiera ordinaria, definida como resultado ordinario / fondos propios
- Y por último, una medida adicional del tamaño utilizando una transformación logarítmica del valor de mercado de la empresa.

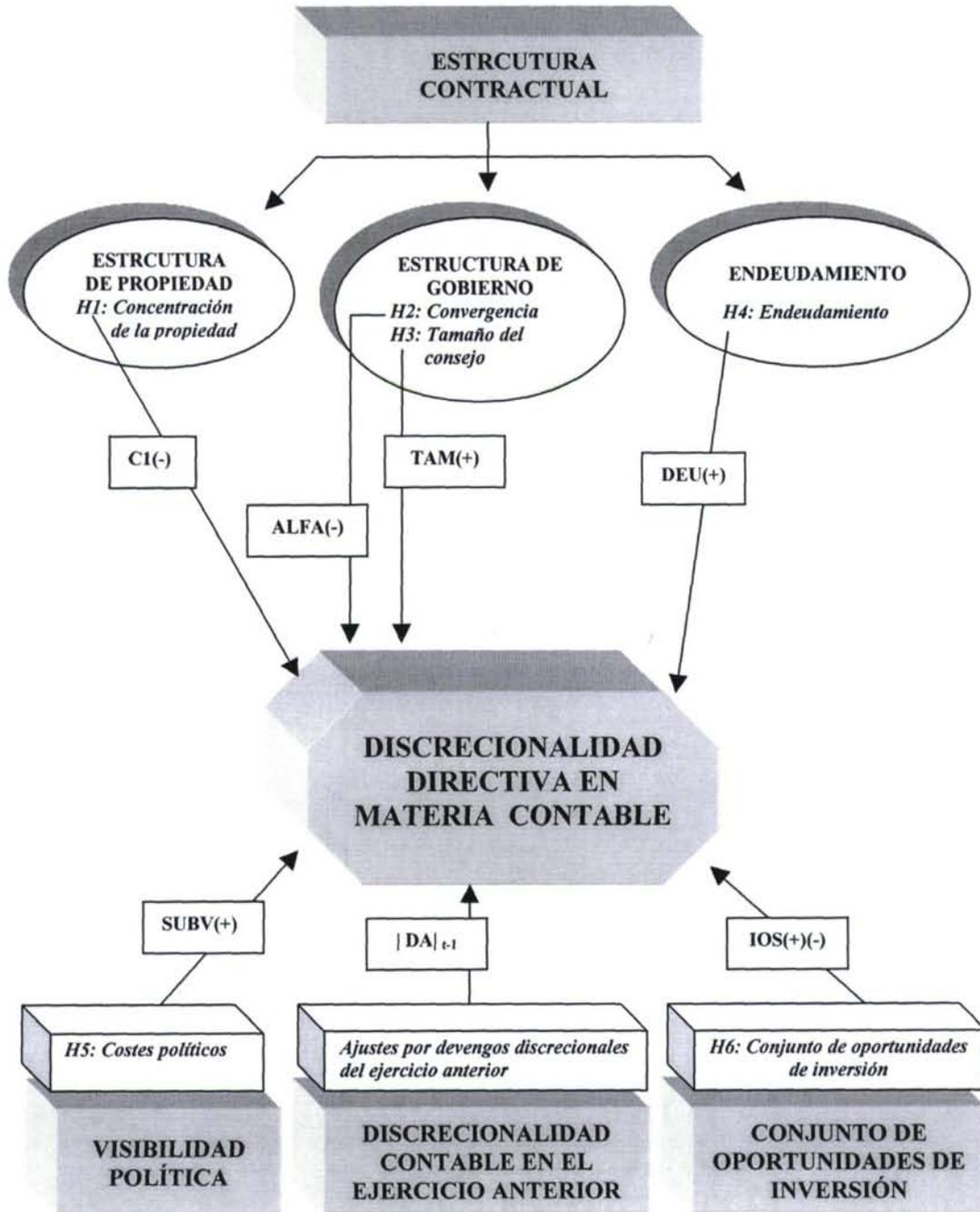
El modelo de dirección de resultados que proponemos adopta la siguientes expresión matemática:

$$|DA|_T = \alpha + \beta_1 |DA|_{T-1} + \beta_2 C1 + \beta_3 OEN + \beta_4 OEMU + \beta_5 FAPA + \beta_6 BA + \beta_7 PU + \beta_8 ALFA + \beta_9 NCON + \beta_{10} DEU + \beta_{11} SUBV + \beta_{12} IOS + \beta_{13} TAM + \beta_{14} CF$$

- Donde,
- $|DA|_T$ = valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales del modelo de Jones
 - $|DA|_{T-1}$ = valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales del modelo de Jones del periodo anterior
 - C1 = % participación del primer accionista
 - C2 = % participación de los dos primeros accionistas
 - C5 = % participación de los cinco primeros accionistas
 - OEN = 0, 1 empresa nacional
 - OEMU = 0, 1 empresa multinacional
 - FAPA = 0, 1 grupo familiar o particulares

BA =	0, 1 entidades financieras	
PU =	0, 1 sector público	1
ALFA =	% participación de los consejeros	
ALFACU =	ALFA * ALFA	
NCON =	tamaño del consejo, logaritmo del nº de consejeros	
DEU =	pasivo exigible / pasivo total	
POL =	subvención a la explotación / cifra de negocios	
IOS =	capitalización bursátil / fondos propios	
TAM =	logaritmo de la cifra de negocios	
CF =	cash flow de las operaciones / activo t-1	

Así pues, la relación entre las variables representativas de los incentivos y limitaciones y el ejercicio de la discrecionalidad directiva planteada en las distintas hipótesis puede expresarse de la siguiente forma:



CAPÍTULO 8

METODOLOGÍA, MUESTRA Y RESULTADOS

1. METODOLOGÍA

En este capítulo presentamos los aspectos metodológicos de la investigación empírica que hemos realizado en este trabajo de investigación junto con los resultados obtenidos de la misma. En el primero de los apartados introducimos la metodología econométrica de datos panel que hemos aplicado en el presente estudio. Las fuentes de información y la muestra utilizada son descritas en los apartados siguientes. Cerramos este capítulo comentando los resultados obtenidos tanto en el análisis descriptivo como en el análisis multivariante.

En este trabajo de investigación hemos aplicado la metodología econométrica de datos panel para la estimación del modelo que proponemos. Se habla de datos panel cuando tenemos observaciones repetidas a lo largo del tiempo para una muestra de unidades individuales. Se trata por tanto de muestras formadas por las observaciones de N individuos (empresas) a lo largo de T instantes de tiempo (años). Como habitualmente ocurre en paneles microeconómicos, el número N de empresas es mucho mayor que T , es decir, la dimensión de número de empresas, en nuestro caso 109, es mucho mayor que la dimensión temporal, número de años, en este trabajo de 4 a 9 años. Además, en nuestro caso, se trata de un panel incompleto o no balanceado, puesto que la información disponible de cada empresa no se refiere el mismo periodo de tiempo, oscilando entre 4 y 9 años consecutivos referentes al periodo 1991-1999.

La utilización de datos panel permite controlar *los efectos latentes no observables*, específicos de cada empresa. Estos efectos inciden en el modo en que son tomadas las

decisiones, de forma que en diferentes empresas, incluso si comparten las mismas características observables, sean adoptadas decisiones distintas.

Novales (1998) desaconseja la estimación en cada año del modelo y a continuación comparar la evolución de los coeficientes estimados, debido, a que la búsqueda de la eficiencia, sugiere la estimación simultánea con las T secciones cruzadas, es decir, la utilización de todo el panel de datos, para explotar óptimamente el hecho de que los individuos en cada sección cruzada son los mismos.

A pesar de las limitaciones que presentan los datos panel como pueden ser los problemas derivados de obtención de datos o del proceso de selección, ya que en la medida que éste se encuentre relacionado con el fenómeno que quiere modelizarse pueden introducirse sesgos, Baltagi (1995) menciona las siguientes ventajas¹³⁴:

- Control de la heterogeneidad inobservable constante de cada individuos mediante la consideración de los efectos latentes no observables. En nuestro trabajo, podemos pensar que cada una de las empresas incluidas en la muestra presenta especificidades propias, como puede ser la forma en que está estructurada las funciones directivas, sus controles internos, etc...
- Los datos de panel proporcionan unos datos más informativos, mayor variabilidad y menor colinealidad entre las variables, más grados de libertad y más eficiencia.
- Los datos panel son más apropiados para el estudio de la dinamicidad de los ajustes, es decir, nos permite modelizar respuestas dinámicas. Distribuciones de corte transversal que aparentemente son estables, esconden multitud de cambios. Ecuaciones con retardos de variables endógenas o exógenas pueden ser especificadas permitiendo la posibilidad de explicar procesos de ajuste.
- Mediante datos de panel pueden identificarse y medirse efectos que no serían detectados utilizando datos de serie temporal o corte transversal.

El modelo propuesto en este trabajo de investigación incluye como variable explicativa la variable dependiente retardada por lo que nos encontramos ante un modelo dinámico de datos panel cuya expresión matemática generalizada es la siguiente:

$$y_{it} = \delta y_{it-1} + \chi'_{it} \beta + u_{it} \quad i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

$$u_{it} = \mu_i + v_{it} \quad \text{siendo } \mu_i \text{ la variable representativa de los efectos latentes}$$

¹³⁴ Este autor proporciona ejemplos muy elocuentes de las mismas.

Presentaremos brevemente los problemas que plantean determinados estimadores de los modelos dinámicos (Novales 1998):

- La utilización del estimador mínimos cuadrados ordinarios es inconsistente, debido a la correlación entre los efectos latentes y la variable dependiente retardada
- El estimador intragrupos, que consiste en aplicar mínimos cuadrados ordinarios una vez que las variables del modelo han sido transformadas en desviaciones con respecto a sus promedios individuales, será un estimador inconsistente debido a la correlación entre las variables transformadas de la variable dependiente retardada y el término del error.
- El estimador mínimos cuadrados ordinarios en primeras diferencias es asimismo inconsistente ya que la variable dependiente, transformada en este caso en variación, vuelve a estar correlacionada con el término del error, transformado en este caso en variación.

Andersen y Hsiao (1981)¹³⁵ sugieren diferenciar primero el modelo para así eliminar las variables de los efectos latentes, y utilizar como instrumentos de la variable retardada dependiente, bien su diferencia anterior o su nivel anterior, es decir para $\Delta y_{i,t-1}$ utilizar $\Delta y_{i,t-2}$ o $y_{i,t-2}$. Estos instrumentos no están correlacionados con la variación en el término del error, siempre que los mismos no se encuentren correlacionados. Este método de estimación mediante variables instrumentales conduce a unas estimaciones consistentes pero no necesariamente eficiente de los parámetros del modelo ya que no utiliza todas las condiciones disponibles de los momentos y no tiene en cuenta la estructura en diferencias del término del error.

Arellano y Bond (1991) proponen la utilización de instrumentos adicionales en el modelo dinámico de datos panel si también son utilizadas las condiciones de ortogonalidad que existen entre los valores retardados de la variable dependiente y el término del error. Estos autores sugieren la utilización como instrumentos adicionales de la variable dependiente en diferencias que aparece como variable explicativa, todos los valores de la variable dependientes en niveles con uno o más retardos, así por ejemplo y_{i2} e y_{i1} puedan ser instrumentos válidos para $(y_{i3}-y_{i2})$, siempre que y_{i2} e y_{i1} no se encuentre correlacionada con $(v_{i4}-v_{i3})$. El estimador óptimo del modelo es el método de momento generalizados en dos etapas más conocido como estimados en dos etapas de Arellano y Bond (1991). Las dos etapas surgen por la sustitución de Δv por la diferencia de residuos que son obtenidos de la estimación en la primera etapa.

¹³⁵ Citado en Novales (1993) y Baltagi (1995).

Además de solventar los problemas ocasionados por la inclusión de la variable dependiente retardada como variable explicativa, este estimador permite añadir variables exógenas y variables predeterminadas como variables explicativas. Una variable es considerada exógena cuando $E(\chi_{it} v_{is}) = 0$ para todo $t, s = 1, 2, \dots, T$; y predeterminada cuando $E(\chi_{it} v_{is}) = 0$ para todo $s \geq t$. Así pues, el método de los momentos generalizados utilizado en el estimador de Arellano y Bond (1991) resuelve los problemas de endogeneidad derivados de la inclusión en el modelo de variables explicativas correlacionadas con el término del error mediante la utilización de variables instrumentales.

Los estimadores mínimos cuadrados generalizados que utilizan retardos como instrumentos bajo el supuesto de perturbaciones ruido blanco serían inconsistentes si de hecho los errores estuvieran autocorrelados, por ello es importante contrastar este supuesto (Arellano y Bover, 1990). Si los errores son ruido blanco en niveles esperamos autocorrelación de primer orden en los residuos en primeras diferencias pero no de segundo orden. Las salidas del programa Stata 7.0 nos permite probar la hipótesis nula de no autocorrelación.

En la medida en que un estimador mínimos cuadrados generalizados comporta restricciones sobre-identificadas, éstas se pueden contrastar utilizando el estadístico de Sargan, que nos permitirá contrastar la hipótesis nula de validez de todos los instrumentos. Se distribuye como una chi-cuadrado con un número de grados de libertad igual al número de restricciones menos el número de parámetros estimados. Este estadístico puede servir para detectar autocorrelación residual así como otras formas de errores de especificación.

Por último, el estadístico del test de Wald nos permite contrastar la significación conjunta de todas las variables incluidas en el modelo, excepto el término constante, es decir, se trata de un test de la hipótesis nula de que los coeficientes estimados son todos cero. Este estadístico de significación conjunta de los coeficientes presentados sigue una distribución chi-cuadrado.

2. FUENTES DE INFORMACIÓN

Las fuentes de información utilizada para la obtención de información de los estados financieros es la base de datos "Auditoría de Cuentas" publicada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que incluye las cuentas anuales y los informes de auditoría de las empresas que se encuentran bajo el control de esta comisión. Esta base de datos sólo presenta información hasta el año 1996, por lo que para el periodo 1997-1999 los estados contables e informes de auditoría han sido obtenidos de la página Web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Los registros de empresas y participaciones significativas de la Comisión Nacional del Mercado de Valores han sido la base para la determinación de las variables sobre estructura de propiedad y gobierno de la empresa.

Si bien la base de datos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores incluye a todas las empresas que emiten títulos en el mercado para financiarse -acciones o deuda- sólo hemos tomado información de aquellas empresas que cotizan en el mercado continuo y en la Bolsa de Madrid.

3. MUESTRA

En la configuración de la muestra utilizada en este trabajo de investigación hemos tomado como punto de partida las empresas que han cotizado en el Mercado Continuo y en la Bolsa de Madrid para cada uno de los años que comprenden el periodo 91-99. Distinguiremos dos muestras: la primera de ellas es la muestra utilizada en la estimación de los modelos de ajustes por devengo y la segunda será la utilizada en la contrastación del modelo explicativo de dirección de resultados propuesto en este trabajo.

La muestra utilizada para la estimación de los modelos de ajustes por devengo ha sido objeto de varias depuraciones con el propósito de que el cálculo de los ajustes por devengo totales y la estimación de los ajustes discrecionales se adapten a la finalidad del cálculo de los mismos: una medida representativa del ejercicio de la discrecionalidad contable. En este sentido han sido eliminadas las siguientes entidades (entre paréntesis aparece una denominación del motivo para luego referirnos a él en la delimitación de la muestra final de estimación):

1. Empresas que aparecen clasificadas como: bancos, cartera, holding, seguros o sociedades de inversión mobiliaria. Estas entidades han sido excluidas por las peculiaridades que presenta el proceso de generación de sus ajustes por devengo, lo que requiere un análisis particularizado de las mismas.
2. Empresas que pertenecen a sectores con un reducido número de empresas. Dado que en la estimación de los ajustes por devengo discrecionales utilizando el Modelo de Jones de corte transversal son tomados como referencia los ajustes por devengo que tienen lugar en el sector, hemos eliminado aquellos sectores con reducido número de empresas, entre los que se encuentra la agricultura y pesca, así como también aquellas empresas de alta tecnología, publicidad y medios de comunicación.
3. Empresas cuya actividad principal consiste en la gestión, apoyo y promoción de las compañías en las que participan. Estas empresas que prestan servicios de carácter

económico, financiero, comercial y de gestión a las empresas del grupo, que pertenecen a determinados sectores porque desarrollan las actividades propias del mismo de modo indirecto mediante la titularidad de participaciones en sociedades cuyo objeto social si se encuentra encuadrado dentro del sector, han sido eliminadas debido a que el proceso de generación de ajustes por devengo difiere considerablemente de las empresas del sector (Motivo A).

4. Empresas de reducido tamaño. Hemos eliminado todas aquellas empresas cuya cifra de negocios se encuentre por debajo de 200 Millones (Motivo B).
5. Empresas que durante el ejercicio contable han experimentado una fusión, escisión o segregación de alguna rama de actividad aportando la misma a empresas del grupo. Las fusiones, escisiones y reestructuraciones organizativas distorsionan el cálculo de los ajustes por devengo ya que en el mismo son tomadas partidas tanto del ejercicio contable analizado como del anterior. Para determinar qué empresas se han encontrado en estas situaciones nos hemos basado en la información disponible en la página Web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre hechos relevantes referentes a fusiones, escisiones y transformaciones, complementando la misma con la información proporcionada en la memoria¹³⁶ (Motivo C).
6. Empresas cuyos estados financieros o la información necesaria para la obtención de los ajustes por devengo no se encuentra disponible o la memoria recoge explícitamente que la información contable de ejercicios sucesivos no es comparable por cambios importantes en criterios, por la entrada en vigor de una nueva regulación sectorial, etc... (Motivo D).
7. Empresas que han atravesado situaciones especiales como una suspensión de pagos o liquidación. La reestructuración del pasivo y los diferentes criterios contables aplicables a empresas en liquidación introducen importantes sesgos en el cálculo de los ajustes por devengo. Hemos determinado estas situaciones mediante una búsqueda de los hechos relevantes referentes a situaciones concursales disponible en la página Web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, así como también en la memoria de las cuentas anuales (Motivo E).

Una vez realizada la estimación, también han sido eliminadas aquellas empresas que presentaban valores extremos en los residuos del modelo de Jones y cuya eliminación suponía una mejora en la capacidad explicativa del modelo.

¹³⁶ Hansen (1999) detecta importantes errores de medida en los ajustes por devengo cuando en las empresas tienen lugar cambios estructurales.

También han sido realizados ajustes en el cálculo de los ajustes por devengo totales, como por ejemplo correcciones derivadas de las salvedades de los informes de auditoría que tuvieran repercusiones en los resultados de explotación y en partidas directamente implicadas en el cálculo de los ajustes por devengo, correcciones en el inmovilizado bruto derivadas de la actualización de balances que tuvo lugar en el año 1996, y dotaciones específicas de provisiones con cargo a reservas permitidas en determinados sectores como el eléctrico¹³⁷.

La tabla 4 de la página siguiente recoge el número de empresas, agrupadas por sectores, que han sido utilizadas en la estimación del Modelo de Jones de ajustes por devengo. En esta tabla podemos apreciar como la muestra inicial de 1.634 empresas se ha visto prácticamente reducida en un tercio, siendo la muestra final de 1.049 empresas. La clasificación sectorial utilizada es la propuesta por la comisión nacional del mercado de valores en su base de datos "Auditoría de Cuentas". El nivel de desglose que hemos utilizado en la catalogación de los sectores es de dos dígitos.

La muestra utilizada en la estimación del modelo de dirección de resultados se ha visto nuevamente reducida por las necesidades adicionales de información y de continuidad en la misma. Además de la información necesaria para el cálculo de los ajustes por devengo y otras variables obtenidas de los estados financieros, precisamos información referente a la estructura de propiedad y gobierno de la empresa durante un periodo ininterrumpido mínimo de 4 años. La muestra utilizada para la estimación del modelo de dirección de resultados que proponemos está compuesta por 784 empresas, cuya distribución por sectores y por años aparece resumida en la tabla 5. Esta muestra puede considerarse representativa del tejido empresarial español por los distintos sectores que en la misma se encuentran, si bien presenta dos sesgos importantes: el gran tamaño de las empresas y el requisito de cotización, lo que hace que determinados sectores adquieran una mayor presencia.

¹³⁷ La Orden Ministerial de Economía y Hacienda de 1 de julio de 1991 amplió hasta diez y veinte años, para las empresas del Sector Eléctrico, los plazos transitorios previstos en la nueva legislación mercantil. Esta orden establece también que las empresas que hagan uso de esta ampliación de plazos deberán dotar de forma sistemática, a través de una dotación anual que crezca en progresión geométrica de razón 1.08, y que las dotaciones a la previsión se realizarán con cargo a cuenta de reservas disponibles y, en su defecto, con cargo a la cuenta de pérdidas y ganancias.

TABLA 4: Distribución de las empresas que constituyen la muestra utilizada en la estimación del modelo de Jones

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Total
Empresas cotizadas*	207	201	190	192	174	173	177	169	154	1634
Motivo A	9	12	11	18	18	21	22	22	22	155
Motivo B	12	11	12	9	6	8	9	7	7	81
Motivo C	5	9	12	12	7	4	11	13	15	88
Motivo D	29	26	29	29	19	16	17	15	16	196
Motivo E	2	4	5	8	10	12	9	9	6	65
Total eliminaciones	57	62	69	76	60	61	68	66	66	585
Cemento, vidrio y m. de construcción	18	16	13	11	11	11	10	8	7	105
Distribución y otros servicios	7	5	5	7	8	9	9	11	12	73
Construcción	10	10	11	11	9	9	4	5	3	72
Energía y agua	18	17	18	14	17	16	15	15	5	135
Industrias químicas	7	6	5	5	5	5	4	3	2	42
Inmobiliarias	19	20	14	18	17	15	12	13	14	142
Metálicas básicas	7	7	3	3	3	3	4	4	3	37
Otras industrias de transformación	36	35	30	27	25	26	28	24	25	256
Transformación metal	19	15	14	12	11	10	12	12	10	115
Transportes y comunicaciones	9	8	8	8	8	8	8	8	7	72
Total (1049)	150	139	121	116	114	112	106	103	88	1049

Empresas cotizadas*: todas las empresas que cotizan en el mercado continuo y en la bolsa de Madrid excepto bancos, cartera, holding, seguros o sociedades de inversión mobiliaria, o pertenecientes al sector de la agricultura, pesca o empresas de alta tecnología, publicidad o medios de comunicación.

TABLA 5: Distribución de las empresas que constituyen la muestra utilizada en la estimación del modelo propuesto de dirección de resultados

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Total	%
Empresas	82	90	92	98	101	98	89	78	56	784	100%
Cemento, vidrio y m. de construcción	10	10	10	11	10	10	10	8	7	86	11%
Distribución y otros servicios	1	2	2	6	6	6	6	5	4	38	5%
Construcción	8	8	8	8	7	6	3	3	2	53	7%
Energía y agua	9	11	12	12	16	16	15	14	3	108	14%
Industrias químicas	2	4	4	4	4	4	4	3	2	31	4%
Inmobiliarias	9	10	10	11	12	11	11	10	10	94	12%
Metálicas básicas	3	3	3	3	3	3	3	3	2	26	3%
Otras industrias de transformación	22	23	24	24	24	24	22	17	16	196	25%
Transformación metal	10	11	11	11	11	10	8	8	5	85	11%
Transportes y comunicaciones	8	8	8	8	8	8	7	7	5	67	9%
Total (784)	82	90	92	98	101	98	89	78	56	784	100%

La tabla 6 nos muestra los valores medios anuales de diferentes variables representativas del tamaño de las empresas. En esta última tabla cabe resaltar el menor tamaño medio de las empresas en el año 1999 debido fundamentalmente a las fusiones y reestructuraciones que tuvieron lugar en empresas de importante tamaño, que por lo tanto fueron eliminadas, así como por la reducción en el número de empresas pertenecientes al sector de la energía y agua, sector caracterizado por su importante tamaño.

TABLA 6: Tamaño de las empresas que constituyen la muestra utilizada en la estimación del modelo propuesto de dirección de resultados

Valores medios	Nº de empresas	ACTIVO*	CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL*	CIFRA DE NEGOCIOS*	VALORACIÓN DE MERCADO*
1991	82	127.903	56.324	67.021	133.134
1992	90	133.621	53.697	74.293	133.280
1993	92	135.079	81.661	75.392	163.095
1994	98	133.651	78.239	79.636	155.664
1995	101	169.937	98.797	93.687	196.640
1996	98	185.961	145.166	98.715	239.409
1997	89	198.363	196.816	93.056	297.949
1998	78	234.995	295.324	101.118	412.292
1999	56	71.091	72.258	33.272	109.471
Media	784	157.387	119.177	81.749	205.742

* En millones de pesetas

4. RESULTADOS

4.1. RESULTADOS DEL ANÁLISIS DESCRIPTIVO

La literatura contable ha manifestado reiteradamente la preocupación de la dirección por evitar resultados inferiores al ejercicio anterior, así como también resultados negativos. De forma gráfica (gráfico 1 y 2 del anexo) mostramos como la utilización de los ajustes por devengo discrecionales negativos adquieren un protagonismo especial en aquellas empresas en que su resultado antes de ajustes por devengo discrecionales es inferior al resultado proporcionado en el ejercicio anterior, y viceversa en caso contrario, evidencia consistente con la obtenida por Burgstahler y Dichev (1997) quienes nos muestran mediante un análisis de frecuencias cómo son evitadas las disminuciones de resultados en las empresas. En el análisis descriptivo que a continuación presentamos nos ocuparemos, en primer lugar, de la descomposición del resultado de explotación en cash flow de las operaciones y ajustes por devengo. En segundo lugar, describiremos las variables que posteriormente serán utilizadas en el análisis multivariante. Estos estadísticos descriptivos son el fiel reflejo de unas estructuras de propiedad altamente concentradas, así como de un peso importante de la financiación ajena. Por último dentro del análisis descriptivo presentamos un análisis de correlaciones entre las variables, lo que supone una primera aproximación a las distintas relaciones entre las mismas.

4.1.1. Composición del resultado

Los estadísticos descriptivos del resultado de explotación y sus componentes, cash flow y ajustes por devengo, aparecen resumidos en la tabla 7. El resultado medio de explotación es del 6.2 % del activo total. Al igual que ocurre en los trabajos de Guay y otros (1996) y Peasnell y otros (1998) la media de los ajustes por devengo totales adopta un valor negativo (3 % del activo total), mientras que como podría esperarse, teniendo presente la definición de ajustes por devengo discrecionales en estos modelos, la media de los mismos para la muestra utilizada en la estimación es de cero. Cabe resaltar, en convergencia con los trabajos anteriormente mencionados, como la desviación típica del resultado de explotación (0.07) es menor que la desviación típica del cash flow de las operaciones (0.11) y del resultado de explotación excluidos los ajustes por devengo discrecionales (0.10), mostrando como la no utilización de “una contabilidad de caja”, es decir, la aplicación de diferentes principios contables que permiten la existencia de ajustes por devengo (tanto discrecionales como no discrecionales) hacen que los resultados presenten menos variabilidad, es decir,

presenten una corriente más alisada. Las empresas inmobiliarias suelen encontrarse en los valores extremos de estas variables.

TABLA 7: Estadísticos descriptivos de la composición del resultado de la muestra de empresas utilizada en la estimación

Variable	Media	Desviación típica	Mínimo	Máximo
Resultado de explotación	0.06	0.07	-0.29	0.46
Cash flow	0.09	0.11	-0.50	0.52
Ajustes totales	-0.03	0.09	-0.49	0.59
Ajustes discrecionales	0.00	0.08	-0.41	0.33
Resultado de explotación excluido ajustes discrecionales	0.06	0.10	-0.28	0.55

4.1.2. Estadísticos descriptivos de las variables

Comenzaremos esta descripción mostrando los valores medios, desviación típica, valor mínimo y máximo, tomado por las variables representativas del ejercicio de la discrecionalidad directiva en materia contable, estructura de propiedad, gobierno, endeudamiento, visibilidad política, conjunto de oportunidades de inversión, así como del resto de variables de control que consideramos existe una relación con los ajustes por devengo discrecionales (tabla 8). Dada la importancia que en este trabajo de investigación adquiere la estructura de propiedad y control y con la finalidad de una mejor comprensión de la estructura que caracteriza a las empresas españolas, siguiendo el esquema adoptado por De Pablo y otros (2000), hemos elaborado la tabla 9 en la que consideramos el grado de concentración accionarial medio del primer accionista y el porcentaje de participación del consejo de administración diferenciando por naturaleza de accionista principal.

Tabla 8: Estadísticos descriptivos de las variables

Variable	Media	Desviación típica	Mínimo	Máximo
Abacjo	0,051	0,053	0	0,414
C1	0,420	0,266	0,002	0,990
C2	0,514	0,254	0,003	0,990
C5	0,606	0,230	0,003	0,990
Oen	0,267	0,442	0	1
Oemu	0,181	0,385	0	1
Fapa	0,231	0,422	0	1
Ba	0,204	0,400	0	1
Pu	0,117	0,322	0	1
Alfa	0,199	0,243	0	0,986
Ncon	0,959	0,238	0	1,744
Deu	0,463	0,183	0,040	0,933
Subv	0,002	0,010	0	0,157
Tam	4,265	0,740	2,041	6,218
CF	0,098	0,098	-0,313	0,515
IOS	1,706	2,207	0,114	25,705

Tabla 9: Concentración de la propiedad y participación de los consejeros en las distintas empresas agrupadas por la naturaleza del accionista principal

1991-1999	Otra empresa nacional	Otra empresa multinacional	Familias y particulares	Entidades financieras	Sector público	General
C1 (media)	0,41	0,60	0,27	0,38	0,54	0,42
Alfa (media)	0,17	0,23	0,38	0,07	0,14	0,20
% sobre total	0,27	0,18	0,23	0,20	0,12	

A diferencia de lo que ocurre en países anglosajones, caracterizados por una marcada orientación al mercado como forma de organización de la actividad financiera y mecanismo de control del gobierno de la empresa, y donde la especialización de funciones de asunción de riesgo y gestión de la empresa queda patente en una reducida concentración de la propiedad (control minoritario), la estructura de propiedad de las empresas españolas queda perfectamente enclavada dentro de lo que podría catalogarse como unas estructuras accionariales muy concentradas, muy comunes en el ámbito europeo continental. La media general de participación del primer accionista es del 42%, llegando a alcanzar el 60% cuando el principal accionista es una empresa multinacional, cifras que se encuentra muy alejadas de los porcentajes de participación de los principales accionistas en empresas del ámbito anglosajón¹³⁸. En estos países por el contrario, la disciplina que ejerce el mercado en la consecución de una asignación eficiente de los recursos adquiere especial relevancia.

Esta diferencia en la estructura de propiedad entre empresas pertenecientes el ámbito anglosajón y al ámbito continental nos obliga a ser extremadamente cautos a la hora de trasladar a nuestro entorno económico los problemas de incentivos y supervisión asociados a la separación entre propiedad y control. Así, mientras la delegación de derechos de decisión en los directivos es inminente en estructuras accionariales poco concentradas, la participación activa de los propietarios en la toma de decisiones resulta también inminente cuando los mismos tienen una importante participación accionarial, por lo que la separación entre propiedad y control no será tan acuciada, ocasionando unos costes de agencia inferiores, si bien, por el contrario, tendrán lugar otros problemas, como la elevada concentración de riesgos, la posibilidad de no aprovechar las ventajas de la especialización, o la expropiación de rentas de los accionistas minoritarios por parte de los mayoritarios (De Andrés y otros, 2000).

Junto a la concentración de la propiedad, la naturaleza del accionista principal es otro de los rasgos que definen la estructura de propiedad, y que en el caso de las empresas españolas, objeto de estudio en este trabajo de investigación, cabe resaltar un reparto casi equitativo entre empresas nacionales, empresas multinacionales, banca y grupo de familias o particulares, siendo el sector público el que menor importancia adquiere como principal accionista (12%).

La variable "ALFA", participación accionarial de los consejeros, es la variable que nos aproxima a los incentivos que tienen los miembros del consejo para realizar una labor de supervisión y control del comportamiento directivo. Los estadísticos descriptivos de esta

variable representativa de la estructura de gobierno nos muestran, en términos medios, una propiedad por parte de los consejeros cercana al 20%, elevándose este porcentaje al 38% cuando el principal accionista es un grupo familiar o particulares.

La variable NCON adopta un valor medio de 0.959. Olvidando por un momento la transformación logarítmica, el número medio de consejeros es de 10.38. Esta cifra se encuentra en una posición intermedia, si tenemos presente otros estudios como Peasnell y otros (2000), donde el número medio de consejeros ronda los 8, o el trabajo de Klein (1998b) donde la media se encuentra en torno a 12 consejeros. Estas cifras tomadas en términos absolutos pueden inducir a confusión, puesto que el tamaño de las empresas, y por lo tanto el volumen de recursos bajo el control de los consejeros, puede diferir considerablemente en cada caso. De igual forma, la estructuración del consejo en comités y su composición es una característica muy relevante y de la que depende la relación entre el número de consejeros y el desempeño de su labor de control.

El endeudamiento medio de las empresas en este periodo de tiempo alcanza el 46% sobre el total de la financiación, siendo el 36% de la misma financiación bancaria. Este ratio de endeudamiento alcanza el 52% en el trabajo de Peasnell y otros (2000), lo que confirma la escasa diferencia entre países anglosajones y continentales, si bien el tipo de deuda es el factor que marca las principales diferencias.

Como variable representativa del mayor incentivo para la dirección de resultados que pueden tener las empresas por su relación con los entes gubernamentales, hemos considerado el porcentaje, que sobre las ventas, representan las subvenciones a la explotación. Esta variable alcanza valores muy reducidos, situándose su media en torno al 0.2%.

El conjunto de oportunidades de inversión adopta un valor medio de 1.7. Este resultado no puede compararse con los obtenidos en otros trabajos, puesto que o bien no presentan estadísticos descriptivos, o esta variable ha sido medida de forma diferente, como ocurre en algunos trabajos que han elaborado una medida basándose en componentes principales.

La tabla 8 también recoge los estadísticos descriptivos de las variables de control utilizadas en este trabajo, cash flow y tamaño. Dado que el número de años de cada empresa puede oscilar entre 4 y 9, los valores de las variables de cada empresa se encuentran implícitamente ponderados por el número de años, por lo que hemos analizado

¹³⁸ Prowse (1994) nos presenta algunos de los aspectos reguladores que impiden una alta concentración de la propiedad en los países anglosajones. En La Porta y otros (1999) puede encontrarse un análisis detallado de las diferentes estructuras de propiedad.

adicionalmente los valores medios de cada empresa, siendo los resultados alcanzados muy similares a los presentados en este apartado.

Finalizamos este análisis descriptivo con unos breves comentarios sobre la tabla de correlaciones (Tabla 10), en la que mostramos una primera asociación entre variables. Nos ocuparemos, en primer lugar, de la relación existente entre la variable dependiente y las variables explicativas, para posteriormente resaltar aquellas relaciones entre variables explicativas que merecen especial atención. Hemos de tener presente que en la elaboración de estas correlaciones no ha sido controlado la pertenencia de los datos a la misma empresa. Para solventar, en parte, este problema, hemos realizado un análisis de correlaciones utilizando valores medios de las empresas, por lo que haremos una mención explícita cuando la relación que se deriva de la aplicación de valores medios es distinta a la utilización de cada uno de los datos de las distintas empresas.

La utilización de ajustes por devengo presenta una asociación negativa con la concentración del accionariado, tanto si ésta es medida como participación del principal accionista, de los dos primeros o de los cinco primeros. Resultados coherentes con unos mayores incentivos para la supervisión de los accionistas dependiente de su concentración. En cuanto a la segunda de las variables que definen la estructura de propiedad, es decir, la naturaleza del principal accionista, puede apreciarse una relación negativa entre los ajustes por devengo y la existencia de una entidad pública u otra empresa nacional como accionista principal, sin llegar a ser significativa en este último caso. La asociación es positiva cuando el accionista principal es un grupo familiar, una entidad financiera, u otra empresa multinacional, siendo en este último caso no significativa.

La participación accionarial de los consejeros presenta una relación positiva con el nivel de ajustes por devengo discrecionales, resultados que son más coherente con la hipótesis de atrincheramiento que con la de convergencia de intereses. La asociación entre el número de consejeros de que consta el consejo de administración y la utilización de ajustes por devengo discrecionales muestra una relación negativa.

El endeudamiento y la utilización de ajustes por devengo se encuentran positivamente correlacionados, signo que se mantiene para las diferentes medidas de la ratio de endeudamiento. La variable que relaciona las subvenciones a la explotación con la cifra de negocios presenta una relación negativa, no significativa, con el nivel de ajustes por devengo, si bien la misma se torna en positiva, tampoco significativa, cuando la muestra tomada es aquella que recoge los valores medios de las empresas.

El conjunto de oportunidades de inversión se encuentra positivamente correlacionado con los ajustes por devengo discrecionales, si bien esta relación no es significativa para la muestra que toma los valores medios de cada empresa. Esta variable se

encuentra positivamente correlacionado con la ratio de endeudamiento, relación contraria a la esperada, puesto que podría conjeturarse una mayor utilización de la deuda allí donde los conflictos de intereses originados por la existencia de recursos libres de tesorería sean mayores, mientras que en aquellas empresas que presentan importantes oportunidades de inversión la deuda puede conducir a la no realización de proyectos de inversión con valor actual neto positivo o a la adopción de proyectos de inversión con un riesgo excesivo.

En cuanto a las variables de control, todas ellas muestran una correlación significativa con la utilización de ajustes por devengo, siendo en ambos casos negativa. También cabe resaltar aquellas relaciones entre las variables de control y el resto de variables, de forma especial puede apreciarse la alta correlación entre el tamaño y las variables representativas del endeudamiento, número de consejeros y conjunto de oportunidades de inversión. El cash flow se encuentra altamente correlacionado con la ratio de endeudamiento, y conjunto de oportunidades de inversión.

Tabla 10: Tabla de correlaciones

Correlaciones		ABAC JO	C1	C2	C5	OEN	OEMU	FAPA	BA	PU	ALFA	ALFACU	NCON	DEU	SUBV	IOS	SIZE	CF
Correlación de Pearson	ABACJO	1,00	-0,12	-0,12	-0,08	-0,01	0,00	0,09	0,05	-0,16	0,09	0,08	-0,07	0,11	0,00	0,07	-0,07	-0,10
	C1	-0,12	1,00	0,95	0,81	-0,03	0,32	-0,31	-0,08	0,16	-0,05	0,14	-0,11	-0,09	0,05	-0,02	0,18	0,10
	C2	-0,12	0,95	1,00	0,92	0,01	0,29	-0,29	-0,10	0,13	0,00	0,17	-0,13	-0,10	0,06	0,00	0,15	0,08
	C5	-0,08	0,81	0,92	1,00	0,07	0,22	-0,16	-0,16	0,05	0,12	0,23	-0,21	-0,10	0,07	-0,01	0,02	0,03
	OEN	-0,01	-0,03	0,01	0,07	1,00	-0,28	-0,33	-0,31	-0,22	-0,09	-0,08	-0,02	0,04	-0,06	0,10	-0,09	-0,02
	OEMU	0,00	0,32	0,29	0,22	-0,28	1,00	-0,26	-0,24	-0,17	0,05	0,10	-0,03	0,00	0,16	0,03	0,19	0,06
	FAPA	0,09	-0,31	-0,29	-0,16	-0,33	-0,26	1,00	-0,28	-0,20	0,40	0,28	-0,27	-0,06	-0,03	-0,06	-0,37	-0,07
	BA	0,05	-0,08	-0,10	-0,16	-0,31	-0,24	-0,28	1,00	-0,18	-0,27	-0,24	0,12	0,03	-0,03	-0,03	0,05	-0,03
	PU	-0,16	0,16	0,13	0,05	-0,22	-0,17	-0,20	-0,18	1,00	-0,11	-0,07	0,25	0,00	-0,03	-0,06	0,32	0,09
	ALFA	0,09	-0,05	0,00	0,12	-0,09	0,05	0,40	-0,27	-0,11	1,00	0,00	-0,06	0,07	-0,05	-0,04	-0,05	-0,02
	ALFACU	0,08	0,14	0,17	0,23	-0,08	0,10	0,28	-0,24	-0,07	0,94	1,00	-0,05	0,05	-0,05	-0,02	0,05	-0,01
	NCON	-0,07	-0,11	-0,13	-0,21	-0,02	-0,03	-0,27	0,12	0,25	-0,06	-0,05	1,00	0,02	-0,05	0,05	0,46	0,03
	DEU	0,11	-0,09	-0,10	-0,10	0,04	0,00	-0,06	0,03	0,00	0,07	0,09	0,02	1,00	-0,02	0,20	0,32	-0,19
	SUBV	0,00	0,05	0,06	0,07	-0,06	0,16	-0,03	-0,03	-0,03	-0,05	-0,05	-0,05	-0,02	1,00	-0,02	0,02	0,01
	SIZE	-0,07	0,18	0,15	0,02	-0,09	0,19	-0,37	0,05	0,32	-0,05	0,07	0,46	0,32	0,02	0,06	1,00	0,14
	CF	-0,10	0,10	0,08	0,03	-0,02	0,06	-0,07	-0,03	0,09	-0,02	0,44	0,03	-0,19	0,01	0,06	0,14	1,00
	IOS	0,07	-0,02	0,00	-0,01	0,10	0,03	-0,06	-0,03	-0,06	-0,04	-0,02	0,05	0,20	-0,02	1,00	0,06	0,06

Tabla 10 (Continuación)

		ABACJO	C1	C2	C5	OEN	OEMU	FAPA	BA	PU	ALFA	ALFACU	NCON	DEU	SUBV	IOS	SIZE	CF
Sig. (unilateral)	ABACJO	,	0,00	0,00	0,01	0,37	0,47	0,01	0,08	0,00	0,00	0,02	0,03	0,00	0,44	0,03	0,02	0,00
	C1	0,00	,	0,00	0,00	0,19	0,00	0,00	0,01	0,00	0,10	0,0	0,00	0,00	0,07	0,26	0,00	0,00
	C2	0,00	0,00	,	0,00	0,35	0,00	0,00	0,00	0,00	0,46	0,00	0,00	0,00	0,05	0,47	0,00	0,01
	C5	0,01	0,00	0,00	,	0,03	0,00	0,00	0,00	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00	0,03	0,37	0,29	0,23
	OEN	0,37	0,19	0,35	0,03	,	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,32	0,15	0,05	0,00	0,00	0,32
	OEMU	0,47	0,00	0,00	0,00	0,00	,	0,00	0,00	0,00	0,10	0,00	0,22	0,49	0,00	0,18	0,00	0,06
	FAPA	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	,	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,04	0,16	0,05	0,00	0,02
	BA	0,08	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	,	0,00	0,00	0,00	0,00	0,20	0,20	0,19	0,07	0,20
	PU	0,00	0,00	0,00	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00	,	0,00	0,03	0,00	0,45	0,22	0,04	0,00	0,01
	ALFA	0,00	0,10	0,46	0,00	0,00	0,10	0,00	0,00	0,00	,	0,00	0,05	0,02	0,08	0,12	0,10	0,28
	ALFACU											,						
	NCON	0,03	0,00	0,00	0,00	0,32	0,22	0,00	0,00	0,00	0,05	0,07	,	0,26	0,07	0,08	0,00	0,17
	DEU	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15	0,49	0,04	0,20	0,45	0,02	0,09	0,26	,	0,25	0,00	0,00	0,00
	SUBV	0,44	0,07	0,05	0,03	0,05	0,00	0,16	0,20	0,22	0,08	0,07	0,07	0,25	,	0,26	0,31	0,38
	SIZE	0,02	0,00	0,00	0,29	0,00	0,00	0,00	0,07	0,00	0,10	0,07	0,00	0,00	0,31	0,03	,	0,00
	CF	0,00	0,00	0,01	0,23	0,32	0,06	0,02	0,20	0,01	0,28	0,44	0,17	0,00	0,38	0,04	0,00	,
	IOS	0,03	0,26	0,47	0,37	0,00	0,18	0,05	0,19	0,04	0,12	0,30	0,08	0,00	0,26	,	0,03	0,04

4.2. RESULTADOS DEL ANÁLISIS MULTIVARIANTE

En esta segunda fase del trabajo empírico hemos realizado un análisis de regresión de un modelo dinámico. Nos hemos servido del programa Stata 7.0 para la estimación de este modelo mediante el estimador en dos etapas de Arellano y Bond (1991), estimador óptimo tal y como expusimos en la sección cuarta de este capítulo.

Este estimador nos permite, además, considerar a algunas de las variables como predeterminadas. A diferencia de otros estimadores que requieren una exogeneidad estricta de todas las variables utilizadas, podemos controlar el hecho de que algunas variables puedan venir determinadas por acciones del pasado o por otras variables incluidas en el modelo. En este trabajo hemos considerado como variables predeterminadas el tamaño, el cash flow, el nivel de endeudamiento y la variable representativa del conjunto de oportunidades de inversión de la empresa.

Los resultados de la estimación del modelo propuesto aparecen en la tabla 11. Además de los resultados obtenidos en la estimación de los coeficientes relativos a las variables explicativas de la discrecionalidad directiva en materia contable que a continuación describiremos, cabe resaltar los resultados positivos obtenidos en el test de Wald, el cual nos muestra la significación conjunta de todos los regresores, excluido el término independiente.

Unos de los primeros resultados que merece especial atención es la confirmación del carácter dinámico del modelo, como puede deducirse de la estimación obtenida del coeficiente de la variable dependiente retardada, el cual adopta un valor significativamente positivo. Este resultado es particularmente interesante y novedoso, a la vez que corrobora el planteamiento propuesto en este trabajo de investigación acerca de la inercia en el comportamiento de los ajustes por devengo discrecionales y de la inminente reversión de los ajustes por devengo que no ha sido controlada por el modelo de Jones.

Los coeficientes estimados para la variable concentración de propiedad, si bien presentan el signo esperado, no son significativos a niveles aceptables de confianza, excepto en el caso de la variable C5 que sí es significativamente negativa. Ahora bien, cuando incluimos en el modelo la diferente relación que puede existir entre la variable ALFA y el ejercicio de la discrecionalidad directiva dependiendo de los niveles de propiedad de los consejeros, la concentración accionarial se torna significativa para todas las variables C1, C2 y C5, aunque en el caso de la primera, el nivel de confianza ronda los límites comúnmente aceptables (9.8%).

En cuanto al resto de las variables de la estructura de propiedad, es decir, tipo de accionista principal, resulta imposible la inclusión de todas las variables en un único modelo, puesto que nos encontraríamos ante una situación de multicolinealidad perfecta con el término independiente. Debido a este problema hemos efectuado la estimación incluyendo 4 de los 5 tipos de accionista principal en cada modelo. Los coeficientes estimados para la variable otra empresa nacional y grupo familiar son significativamente negativos cuando ambas se encuentran en el modelo, y en caso contrario, a las tres variables restantes, otra empresa multinacional, banca o ente público, adoptan un coeficiente significativamente positivo. De estos resultados puede deducirse cómo la existencia de un accionista principal que sea otra empresa nacional o un grupo familiar disminuye el ejercicio de la discrecionalidad directiva en materia contable mientras que si el accionista principal se trata de otra empresa multinacional, la banca o un ente público la utilización de ajustes por devengo se ve incrementada.

Referente a las variables relativas al consejo de administración, si bien el coeficiente de la variable “participación de los consejeros en el capital” presenta el signo esperado de acuerdo con la hipótesis de convergencia de intereses, no llega a ser significativo a niveles aceptables de confianza. La literatura ha puesto repetidamente de manifiesto cómo el atrincheramiento o convergencia de intereses es posible que tenga lugar en distintos niveles de porcentajes de participación, por lo que hemos analizado si la relación entre el ejercicio de la discrecionalidad contable y la participación de los consejeros puede depender del tramo de propiedad en que nos encontremos. Los resultados obtenidos muestran cómo en niveles bajos de participación de los consejeros, incrementos en la propiedad proporcionan una mayor alineación de intereses de los consejeros con los accionistas, lo que supone un mejor desempeño de las labores de supervisión encomendadas al consejo de administración y consecuentemente una reducción de los ajustes por devengo discrecionales, mientras que en niveles altos de propiedad por parte de los consejeros, los resultados obtenidos son coherentes con una mayor utilización de ajustes por devengo discrecionales.

En cuanto al número de consejeros, al contrario de lo planteado en la hipótesis tercera, el ejercicio de la discrecionalidad directiva disminuye a medida que aumenta el número de consejeros en el consejo de administración.

La estimación del coeficiente de la ratio de endeudamiento adopta un valor significativamente positivo en consonancia con la cuarta hipótesis planteada, lo que nos muestra el mayor incentivo para la dirección de resultados cuanto mayor sea la ratio de endeudamiento de la empresa.

La variable que recoge el porcentaje de subvenciones a la explotación sobre la cifra de negocios no presenta valores significativos. La determinación de una variable

representativa del incentivo que puede tener la gerencia para dirigir el resultado derivado de los costes y beneficios políticos resulta muy difícil en estudios que tratan de explicar los factores genéricos de la elección de la política contable. Generalmente los trabajos que han concluido en una dirección de resultados motivada por los costes y beneficios políticos han restringido la muestra y determinado una variable, que además, en muchas ocasiones, se encuentra relacionada con el importe de estos costes.

Respecto al conjunto de oportunidades de inversión, los resultados nos hacen ver la existencia de una relación significativa, concretamente positiva, con el ejercicio de la discrecionalidad directiva en materia contable, lo que pone de manifiesto la relevancia de la existencia de oportunidades de crecimiento en la política contable adoptada en el seno de las empresas, de forma que cuanto mayor importancia adquieran éstas en la valoración de la empresa mayor será la utilización de ajustes por devengo discrecionales.

El resto de las variables de control incluidas en el modelo, cash flow y tamaño, presentan coeficientes significativamente negativos, lo que pone de manifiesto su relación con los ajustes por devengo discrecionales, así como también la necesidad de su inclusión.

Como frecuentemente ocurre, algunos de los resultados obtenidos en este análisis multivariante difieren de los obtenidos en el análisis de correlaciones. Tal es el caso de la relación entre los ajustes por devengo discrecionales y la participación accionarial de los consejeros o el tipo de accionista principal, excepto en el caso de que el mismo sea una entidad financiera.

Hemos analizado la robustez de los resultados, si bien las dificultades para la consecución de variables adicionales han limitado considerablemente este análisis. Los resultados prácticamente no varían cuando son considerados otros ratios de endeudamiento. De igual forma el resultado apenas presenta variaciones cuando la variable SUBV es considerada una variable dicotómica (0,1). La exclusión de alguno de los instrumentos utilizados tampoco origina variaciones significativas en los resultados.

Tabla11: Resultados de la estimación del modelo de dirección de resultados

	CTE	ABACJO (T-1)	C1	C2	C5	OEN	OEMU	FAPA	BA	PU	ALFA	ALFACU	NCON	DEU1	SUBV	IOS	CF	TAM	WALD	SARGAN	AUTO(1)	AUTO(2)
COE.	0,014	0,036	-0,001			-0,007	0,003	-0,006	0,000		-0,004		-0,009	0,053	0,000	0,009	-0,050	-0,060	2536	79,26	-4,65	-0,17
Z	3,990	2,090	-0,580			-3,010	1,390	-2,800	-0,080		-0,900		-3,010	2,990	0,000	18,000	-3,110	-2,470	13 *	67 *	0,00 **	0,86 **
P> Z	0,000	0,037	0,563			0,003	0,166	0,005	0,937		0,368		0,003	0,003	0,998	0,000	0,002	0,013				
COE.	0,014	0,036	-0,001			-0,006	0,003	-0,006		0,000	-0,004		-0,009	0,053	0,000	0,009	-0,050	-0,060	2536	79,26	-4,65	-0,17
Z	5,080	2,090	-0,580			-2,480	1,250	-2,390		0,080	-0,900		-3,010	2,990	0,000	18,000	-3,110	-2,470	13 *	67 *	0,00 **	0,86 **
P> Z	0,000	0,037	0,563			0,013	0,213	0,017		0,937	0,368		0,003	0,003	0,998	0,000	0,002	0,013				
COE.	0,008	0,036	-0,001			0(neg)	0,009		0,006	0,006	-0,004		-0,009	0,053	0,000	0,009	-0,050	-0,060	2536	79,26	-4,65	-0,17
Z	2,910	2,090	-0,580			-0,170	4,160		2,390	2,800	-0,900		-3,010	2,990	0,000	18,000	-3,110	-2,470	13 *	67 *	0,00 **	0,86 **
P> Z	0,004	0,037	0,563			0,862	0,000		0,017	0,005	0,368		0,003	0,003	0,998	0,000	0,002	0,013				
COE.	0,017	0,036	-0,001			-0,010		-0,009	-0,003	-0,003	-0,004		-0,009	0,053	0,000	0,009	-0,050	-0,060	2536	79,26	-4,65	-0,17
Z	5,170	2,090	-0,580			-4,180		-4,160	-1,250	-1,390	-0,900		-3,010	2,990	0,000	18,000	-3,110	-2,470	13 *	67 *	0,00 **	0,86 **
P> Z	0,000	0,037	0,563			0,000		0,000	0,213	0,166	0,368		0,003	0,003	0,998	0,000	0,002	0,013				
COE.	0,007	0,036	-0,001				0,001	0,000	0,006	0,007	-0,004		-0,009	0,053	0,000	0,009	-0,050	-0,060	2536	79,26	-4,65	-0,17
Z	2,260	2,090	-0,580				4,180	0,170	2,480	3,010	-0,900		-3,010	2,990	0,000	18,000	-3,110	-2,470	13 *	67 *	0,00 **	0,86 **
P> Z	0,024	0,037	0,563				0,000	0,862	0,013	0,003	0,368		0,003	0,003	0,998	0,000	0,002	0,013				
COE.	0,016	0,040		-0,004		-0,007	0,003	-0,007	0,007		-0,004		-0,008	0,063	-0,006	0,008	-0,087	-0,084	2453	79,20	-4,63	-0,19
Z	3,920	2,250		-1,720		-3,110	1,120	-3,040	0,250		-0,840		-2,860	3,450	-0,120	16,110	-4,860	-3,470	13 *	66 *	0,00 **	0,85 **
P> Z	0,000	0,025		0,223		0,002	0,264	0,002	0,802		0,400		0,004	0,001	0,906	0,000	0,000	0,001				
COE.	0,017	0,040		-0,004		-0,008	0,002	-0,008		-0,001	-0,004		-0,008	0,063	-0,006	0,008	-0,087	-0,084	2453	79,20	-4,63	-0,19
Z	5,160	2,250		-1,720		-2,740	0,680	-2,960		-0,250	-0,840		-2,860	3,450	-0,120	16,110	-4,860	-3,470	13 *	66 *	0,00 **	0,85 **
P> Z	0,000	0,025		0,223		0,006	0,498	0,003		0,800	0,400		0,004	0,001	0,906	0,000	0,000	0,001				
COE.	0,009	0,040		-0,004		0,000	0,010		0,008	0,007	-0,004		-0,008	0,063	-0,006	0,008	-0,087	-0,084	2453	79,20	-4,63	-0,19
Z	2,870	2,250		-1,720		0,060	4,270		2,960	3,040	-0,840		-2,860	3,450	-0,120	16,110	-4,860	-3,470	13 *	66 *	0,00 **	0,85 **
P> Z	0,004	0,025		0,223		0,953	0,000		0,003	0,002	0,400		0,004	0,001	0,906	0,000	0,000	0,001				
COE.	0,019	0,040		-0,004		-0,010		-0,010	-0,002	-0,030	-0,004		-0,008	0,063	-0,006	0,008	-0,087	-0,084	2453	79,20	-4,63	-0,19
Z	5,010	2,250		-1,720		-4,050		-4,270	-0,680	-1,120	-0,840		-2,860	3,450	-0,120	16,110	-4,860	-3,470	13 *	66 *	0,00 **	0,85 **
P> Z	0,000	0,025		0,223		0,000		0,000	0,498	0,264	0,400		0,004	0,001	0,906	0,000	0,000	0,001				
COE.	0,009	0,040		-0,004		0,010	0,000	0,008	0,007	-0,004			-0,008	0,063	-0,006	0,008	-0,087	-0,084	2453	79,20	-4,63	-0,19
Z	2,290	2,250		-1,720		4,050	-0,060	2,740	3,110	-0,840			-2,860	3,450	-0,120	16,110	-4,860	-3,470	13 *	66 *	0,00 **	0,85 **
P> Z	0,022	0,025		0,223		0,000	0,953	0,006	0,002	0,400			0,004	0,001	0,906	0,000	0,000	0,001				

	ABACJO																						
	CTE	(T-1)	C1	C2	C5	OEN	OEMU	FAPA	BA	PU	ALFA	ALFACU	NCON	DEU1	SUBV	IOS	CF	TAM	WALD	SARGAN	AUTO(1)	AUTO(2)	
COE.	0,020	0,041			-0,007	-0,007	0,003	-0,008	0,000		-0,003			-0,010	0,063	-0,030	0,009	-0,082	-0,079	2366	78,85	-4,66	-0,19
Z	4,400	2,250			-2,420	-3,280	1,160	-3,240	0,040		-0,710			-3,260	3,380	-0,060	16,020	-4,650	-3,240	13 *	66 *	0,00 **	0,85
P> Z	0,000	0,024			0,016	0,001	0,245	0,001	0,968		0,476			0,001	0,001	0,951	0,000	0,000	0,001				
COE.	0,020	0,041			-0,007	-0,010	0,002	-0,070		0,000	-0,003			-0,010	0,063	-0,030	0,009	-0,082	-0,079	2366	78,85	-4,66	-0,19
Z	5,550	2,250			-2,420	-2,590	0,910	-2,830		-0,040	-0,710			-3,260	3,380	-0,060	16,020	-4,650	-3,240	13 *	66 *	0,00 **	0,85**
P> Z	0,000	0,024			0,016	0,010	0,361	0,005		0,968	0,476			0,001	0,001	0,951	0,000	0,000	0,001				
COE.	0,012	0,041			-0,007	0,000	0,010		0,008	0,008	-0,003			-0,010	0,063	-0,030	0,009	-0,082	-0,079	2366	78,85	-4,66	-0,19
Z	3,490	2,250			-2,420	0,120	4,450		2,830	3,240	-0,710			-3,260	3,380	-0,060	16,020	-4,650	-3,240	13 *	66 *	0,00 **	0,85**
P> Z	0,000	0,024			0,016	0,904	0,000		0,005	0,001	0,476			0,001	0,001	0,951	0,000	0,000	0,001				
COE.	0,023	0,041			-0,007	-0,010		-0,010	-0,003	-0,003	-0,003			-0,010	0,063	-0,030	0,009	-0,082	-0,079	2366	78,85	-4,66	-0,19
Z	5,680	2,250			-2,420	-4,220		-4,450	-0,910	-1,160	-0,710			-3,260	3,380	-0,060	16,020	-4,650	-3,240	13 *	66 *	0,00 **	0,85**
P> Z	0,000	0,024			0,016	0,000		0,000	0,361	0,245	0,476			0,001	0,001	0,951	0,000	0,000	0,001				
COE.	0,013	0,041			-0,007		0,010	0,000	0,007	0,007	-0,003			-0,010	0,063	-0,030	0,009	-0,082	-0,079	2366	78,85	-4,66	-0,19
Z	2,990	2,250			-2,420		4,220	-0,120	2,590	3,280	-0,710			-3,260	3,380	-0,060	16,020	-4,650	-3,240	13 *	66 *	0,00 **	0,85**
P> Z	0,003	0,024			0,016		0,000	0,904	0,010	0,001	0,476			0,001	0,001	0,951	0,000	0,000	0,001				
COE.	0,017	0,041	-0,005		-0,007	0,003	-0,005	0,001		-0,320	0,039			-0,007	0,059	0,009	0,008	-0,088	-0,089	2553	79,01	-4,66	-0,19
Z	4,660	2,220	-1,650		-2,910	1,290	-2,160	0,440		-3,190	3,160			-2,520	3,150	0,190	16,160	-4,840	-3,770	14 *	66 *	0,00 **	0,85**
P> Z	0,000	0,026	0,098		0,004	0,195	0,031	0,662		0,001	0,002			0,012	0,002	0,848	0,000	0,000	0,000				
COE.	0,018	0,041	-0,005		-0,007	0,002	-0,006		-0,001	-0,032	0,039			-0,007	0,059	0,009	0,008	-0,088	-0,089	2553	79,01	-4,66	-0,19
Z	5,520	2,220	-1,650		-2,780	0,610	-2,360		-0,440	-3,190	3,160			-2,520	3,150	0,190	16,160	-4,840	-3,770	14 *	66 *	0,00 **	0,85**
P> Z	0,000	0,026	0,098		0,005	0,541	0,018		0,662	0,001	0,002			0,012	0,002	0,848	0,000	0,000	0,000				
COE.	0,012	0,041	-0,005		-0,002	0,008		0,006	0,005	-0,320	0,039			-0,007	0,059	0,009	0,008	-0,088	-0,089	2553	79,01	-4,66	-0,19
Z	3,890	2,220	-1,650		-0,640	3,850		2,360	2,160	-3,190	3,160			-2,520	3,150	0,190	16,160	-4,840	-3,770	14 *	66 *	0,00 **	0,85**
P> Z	0,000	0,026	0,098		0,525	0,000		0,018	0,031	0,001	0,002			0,012	0,002	0,848	0,000	0,000	0,000				
COE.	0,020	0,041	-0,005		-0,010		-0,008	-0,002	-0,003	-0,032	0,039			-0,007	0,059	0,009	0,008	-0,088	-0,089	2553	79,01	-4,66	-0,19
Z	5,690	2,220	-1,650		-4,070		-3,850	-0,610	-1,290	-3,190	3,160			-2,520	3,150	0,190	16,160	-4,840	-3,770	14 *	66 *	0,00 **	0,85**
P> Z	0,000	0,026	0,098		0,000		0,000	0,541	0,195	0,001	0,002			0,012	0,002	0,848	0,000	0,000	0,000				
COE.	0,010	0,041	-0,005			0,010	0,002	0,008	0,007	-0,032	0,039			-0,007	0,059	0,009	0,008	-0,088	-0,089	2553	79,01	-4,66	-0,19
Z	2,820	2,220	-1,650			4,070	0,640	2,780	2,910	-3,190	3,160			-2,520	3,150	0,190	16,160	-4,840	-3,770	14 *	66 *	0,00 **	0,85**
P> Z	0,005	0,026	0,098			0,000	0,525	0,005	0,004	0,001	0,002			0,012	0,002	0,848	0,000	0,000	0,000				

	ABACJO																					
	CTE	(T-1)	C1	C2	C5	OEN	OEMU	FAPA	BA	PU	ALFA	ALFACU	NCON	DEU1	SUBV	IOS	CF	TAM	WALD	SARGAN	AUTO(1)	AUTO(2)
COE.	0,018	0,042		-0,006		-0,007	0,003	-0,005	0,001		-0,030	0,038	-0,008	-0,059	0,011	0,008	-0,087	-0,087	2348	79,06	-4,67	-0,19
Z	4,540	2,280		-2,120		-2,950	1,260	-2,340	0,360		-3,360	3,290	-2,680	3,130	0,240	16,350	-4,850	-3,740	14 *	66 *	0,00 **	0,85**
P> Z	0,000	0,022		0,034		0,003	0,209	0,019	0,716		0,001	0,001	0,007	0,002	0,809	0,000	0,000	0,000				
COE.	0,019	0,042		-0,006		-0,008	0,002	-0,006		-0,001	-0,030	0,038	-0,008	0,059	0,011	0,008	-0,087	-0,087	2348	79,06	-4,67	-0,19
Z	5,470	2,280		-2,120		-2,690	0,620	-2,450		-0,360	-3,360	3,290	-2,680	3,130	0,240	16,350	-4,850	-3,740	14 *	66 *	0,00 **	0,85**
P> Z	0,000	0,022		0,034		0,007	0,533	0,014		0,716	0,001	0,001	0,007	0,002	0,809	0,000	0,000	0,000				
COE.	0,013	0,042		-0,006		0,001	0,008		0,006	0,005	-0,030	0,038	-0,008	0,059	0,011	0,008	-0,087	-0,087	2348	79,06	-4,67	-0,19
Z	3,940	2,280		-2,120		-0,500	3,840		2,450	2,340	-3,360	3,290	-2,680	3,130	0,240	16,350	-4,850	-3,740	14 *	66 *	0,00 **	0,85**
P> Z	0,000	0,022		0,034		0,617	0,000		0,014	0,019	0,001	0,001	0,007	0,002	0,809	0,000	0,000	0,000				
COE.	0,021	0,042		-0,006		-0,010		-0,008	-0,002	-0,003	-0,030	0,038	-0,008	0,059	0,011	0,008	-0,087	-0,087	2348	79,06	-4,67	-0,19
Z	5,610	2,280		-2,120		-4,060		-3,840	-0,620	-1,260	-3,360	3,290	-2,680	3,130	0,240	16,350	-4,850	-3,740	14 *	66 *	0,00 **	0,85**
P> Z	0,000	0,022		0,034		0,000		0,000	0,533	0,209	0,001	0,001	0,007	0,002	0,809	0,000	0,000	0,000				
COE.	0,012	0,042		-0,006			0,010	0,001	0,008	0,007	-0,030	0,038	-0,008	0,059	0,011	0,008	-0,087	-0,087	2348	79,06	-4,67	-0,19
Z	2,940	2,280		-2,120			4,060	0,500	2,690	2,950	-3,360	3,290	-2,680	3,130	0,240	16,350	-4,850	-3,740	14 *	66 *	0,00 **	0,85**
P> Z	0,003	0,022		0,034			0,000	0,617	0,007	0,003	0,001	0,001	0,007	0,002	0,809	0,000	0,000	0,000				
COE.	0,022	0,041			-0,009	-0,007	0,003	-0,005	0,001		-0,028	0,035	-0,009	0,060	0,012	0,008	-0,083	-0,083	2267	78,99	-4,69	-0,19
Z	4,850	2,230			-2,980	-2,980	1,300	-2,380	0,210		-3,500	3,450	-3,080	3,120	0,250	16,350	-4,750	-3,510	14 *	66 *	0,00 **	0,85**
P> Z	0,000	0,026			0,003	0,003	0,192	0,017	0,831		0,000	0,001	0,002	0,002	0,803	0,000	0,000	0,000				
COE.	0,022	0,041			-0,009	-0,070	0,002	-0,006		-0,001	-0,028	0,035	-0,009	0,060	0,012	0,008	-0,083	-0,083	2267	78,99	-4,69	-0,19
Z	5,820	2,230			-2,980	-2,530	0,780	-2,250		-0,210	-3,500	3,450	-3,080	3,120	0,250	16,350	-4,750	-3,510	14 *	66 *	0,00 **	0,85**
P> Z	0,000	0,026			0,003	0,011	0,433	0,024		0,831	0,000	0,001	0,002	0,002	0,803	0,000	0,000	0,000				
COE.	0,016	0,041			-0,009	-0,001	0,009		0,006	0,005	-0,028	0,035	-0,009	0,060	0,012	0,008	-0,083	-0,083	2267	78,99	-4,69	-0,19
Z	4,450	2,230			-2,980	-0,510	3,800		2,250	2,380	-3,500	3,450	-3,080	3,120	0,250	16,350	-4,750	-3,510	14 *	66 *	0,00 **	0,85**
P> Z	0,000	0,026			0,003	0,609	0,000		0,024	0,017	0,000	0,001	0,002	0,002	0,803	0,000	0,000	0,000				
COE.	0,025	0,041			-0,009	-0,010		-0,009	-0,002	-0,003	-0,028	0,035	-0,009	0,060	0,012	0,008	-0,083	-0,083	2267	78,99	-4,69	-0,19
Z	6,170	2,230			-2,980	-4,130		-3,800	-0,780	-1,300	-3,500	3,450	-3,080	3,120	0,250	16,350	-4,750	-3,510	14 *	66 *	0,00 **	0,85**
P> Z	0,000	0,026			0,003	0,000		0,000	0,433	0,192	0,000	0,001	0,002	0,002	0,803	0,000	0,000	0,000				
COE.	0,015	0,041			-0,009		0,010	0,001	0,007	0,007	-0,028	0,035	-0,009	0,060	0,012	0,008	-0,083	-0,083	2267	78,99	-4,69	-0,19
Z	3,500	2,230			-2,980		4,130	0,510	2,530	2,980	-3,500	3,450	-3,080	3,120	0,250	16,350	-4,750	-3,510	14 *	66 *	0,00 **	0,85**
P> Z	0,000	0,026			0,003		0,000	0,609	0,011	0,003	0,000	0,001	0,002	0,002	0,803	0,000	0,000	0,000				

	ABACJO																					
	CTE	(T-1)	C1	C2	C5	OEN	OEMU	FAPA	BA	PU	ALFA	ALFACU	NCON	DEU1	SUBV	IOS	CF	TAM	WALD	SARGAN	AUTO(1)	AUTO(2)
COE.	0,020	0,038	0,007		-0,015	-0,005	0,003	-0,004	0,001		-0,020	0,026	-0,009	0,060	0,010	0,009	-0,080	-0,083	2055	78,84	-4,67	-0,22
Z	4,320	2,120	0,910		-1,880	-2,510	1,370	-1,810	0,470		-1,860	1,960	-2,720	3,180	0,230	16,670	-4,310	-3,460	15 *	66 *	0,00 **	0,83 **
P> Z	0,000	0,034	0,365		0,060	0,012	0,170	0,070	0,637		0,062	0,050	0,007	0,001	0,815	0,000	0,000	0,001				
COE.	0,022	0,034		0,017	-0,026	-0,005	0,003	-0,004	0,001		-0,016	0,020	-0,010	0,062	0,008	0,009	-0,082	-0,082	2316	78,76	-4,66	-0,24
Z	4,660	1,930		1,400	-1,930	-2,360	1,410	-1,730	0,390		-1,480	1,540	-3,150	3,300	0,180	16,600	-4,520	-3,360	15 *	66 *	0,00 **	0,81 **
P> Z	0,000	0,054		0,163	0,053	0,018	0,160	0,084	0,694		0,139	0,124	0,002	0,001	0,857	0,000	0,000	0,001				

* Grados de libertad

** p- value

5. COMENTARIOS SOBRE LOS RESULTADOS ALCANZADOS

En este apartado comentaremos brevemente los resultados alcanzados en este trabajo de investigación al hilo de los planteamientos teóricos subyacentes en las hipótesis y de los resultados de recientes investigaciones en dirección de resultados que han adoptado la teoría contractual como marco de referencia.

Uno de los primeros resultados que merecen especial mención es la significatividad del coeficiente de la variable dependiente retardada, lo que como hemos apuntado en el apartado anterior, constata una inercia en el comportamiento de los ajustes por devengo discrecionales, en parte fruto de la inminente reversión de los ajustes por devengo. Dado que la variable dependiente se trata de valores absolutos, los resultados nos indican que periodos en que los ajustes por devengo discrecionales adoptan niveles importantes, ya sean positivos o negativos, vienen seguidos de periodos en que los niveles también son importantes, mientras periodos en que los ajustes por devengo adoptan niveles bajos, vienen seguidos de periodos en que los mismos adoptan un patrón similar. McCulloch (1998) es uno de los escasos trabajos que ha tenido presente la reversión de los ajustes por devengo, si bien su consideración se refiere al modelo de estimación de ajustes por devengo.

Los resultados que hemos expuesto en el apartado anterior presentan la particularidad de que los mismos han sido obtenidos después de haber controlado el nivel de ajustes por devengo del periodo anterior, así como los niveles de cash flow y el tamaño de la empresa. Estos controles o depuraciones adicionales del modelo han sido efectuadas en un intento de evitar el problema de variables omitidas, puesto que su omisión puede originar relaciones entre variables que son de interés en este trabajo de investigación, y que pueden ser debidas a aquellas variables omitidas.

Los resultados obtenidos para la estructura de propiedad nos revelan la importancia que pueden llegar a tener la concentración accionarial y la naturaleza del primer accionista en la determinación del ejercicio de la discrecionalidad directiva. La naturaleza del principal accionista no ha sido estudiada en los trabajos sobre dirección de resultados, por lo que no podemos proporcionar nuestros resultados de forma comparativa. La pertenencia a un grupo familiar o a otra empresa nacional del principal accionista supone una mayor supervisión por parte de los mismos, lo que se traduce en un menor ejercicio de la discrecionalidad directiva, mientras que si se trata de otra empresa multinacional, la banca o un organismo público tienen lugar unos mayores niveles de ajustes por devengo, quizás motivados por la necesidad apremiante de obtener un determinado nivel de resultados esperado por los mismos, o por la importancia que puede tener la información contable para la fijación de determinados parámetros en algunas empresas reguladas. Recientes trabajos como el de Rajgopal y otros (1998) han analizado el particular incentivo que puede surgir para una

dirección de resultados por una presión para obtener resultados a corto plazo derivado de la presencia de inversores institucionales, frente a la consideración de los mismos como unos inversores activos en su labor de supervisión. Estos autores encuentran una asociación negativa entre el nivel de ajustes por devengo discrecionales y la participación de los inversores institucionales, lo que muestra la condición de inversores activos en la supervisión de la actuación directiva.

El único de los trabajos del que tenemos conocimiento que ha contrastado la hipótesis de concentración accionarial, si bien referente a una elección de método contable que supone un conflicto claro de intereses entre accionistas y dirección, es el trabajo de Niehaus (1989). Los resultados obtenidos por este autor, al igual que los presentados en este trabajo, muestran cómo la mayor supervisión derivada de incrementos en la concentración de la propiedad reduce los problemas de agencia, una de cuyas manifestaciones, es en nuestro caso, la menor utilización de ajustes por devengo discrecionales.

La participación accionarial de los consejeros, sin tener presente su diferente relación dependiendo de los niveles de propiedad, nos muestra una relación negativa pero no significativa con los ajustes por devengo discrecionales. Introduciendo en el modelo la diferente relación que puede existir en función del nivel de propiedad de los consejeros, los resultados nos muestran una relación significativamente negativa para niveles bajos de propiedad, resultados coherentes con la hipótesis de convergencia de intereses con los accionistas, lo que supone que incrementos en la participación de los consejeros origina un mayor incentivo para la supervisión de la política contable por parte del consejo de administración, que se verá traducido en un menores niveles de ajustes por devengo discrecionales, tornándose esta relación en positiva para niveles altos de participación accionarial de los consejeros. Si bien, los resultados obtenidos para este segundo tramo son coherentes con una mayor utilización de los ajustes por devengo discrecionales ante incrementos de la participación accionarial, los argumentos en que descansa la hipótesis de atrincheramiento resultan difícilmente sostenibles para altos niveles de propiedad, es decir, es poco probable que los beneficios obtenidos por los consejeros de una actuación en connivencia con la dirección superen la porción del coste que soportarían como poseedores de los resultados residuales. Esta relación positiva entre ajustes por devengo discrecionales y la participación accionarial de los consejeros, derivada de una menor efectividad en las labores de supervisión del consejo de administración puede argumentarse en niveles bajos de propiedad pero no en niveles superiores. Como posibles causas que establecen esta relación positiva en niveles superiores de participación accionarial de los consejeros puede encontrarse un diferente origen de la preocupación de los consejeros por la política contable. El motivo de preocupación, cuando la participación accionarial de los consejeros es alta, es poco probable que sea la utilización de información contable en las fórmulas incentivadoras o restrictivas de la actuación directiva, puesto que disponen de un conocimiento más directo

de la realidad económica de la empresa y de la actuación de los distintos agentes, sino que quizás, y precisamente derivado de ese mayor conocimiento, la preocupación por la política contable surja por la búsqueda de unos menores costes impositivos o por la comunicación de expectativas al mercado de capitales, por lo que promoverán el ejercicio de la discrecionalidad contable tendente a cumplir estos fines, actuando en última instancia en favor de sus intereses como accionistas.

Geret y lehn (1997) muestran como el fraude contable es una función decreciente de la participación accionarial de los consejeros. De igual forma Beasley (1996) proporciona evidencia de la asociación negativa entre la emisión de unos estados financieros fraudulentos y la propiedad de consejeros no ejecutivos. De igual forma Chtourou y otros (2001) proporcionan una relación negativa entre la propiedad de los consejeros no directivos y los ajustes por devengo discrecionales, pero sólo los negativos.

El trabajo de Niehaus (1989), anteriormente mencionado, también analizó si la política contable responde a los intereses de la dirección o de los accionistas dependiendo del tramo de participación directiva en que nos encontremos, obteniendo unos resultados coherentes con la hipótesis del atrincheramiento en el primer tramo y con la hipótesis de convergencia en el tramo de mayor propiedad por parte de la dirección. Estos resultados difieren considerablemente de los proporcionados en este trabajo, si bien el estudio de Niehaus (1989) es mucho más específico refiriéndose a una elección contable sobre la que existe un claro conflicto de intereses.

En cuanto a la segunda de las características del consejo de administración que hemos considerado determinantes de la efectividad con que este órgano realiza las labores de supervisión, es decir, el número de consejeros de que consta, los resultados obtenidos nos muestran un mejor desempeño de las labores de supervisión encomendadas al consejo de administración cuánto mayor sea su tamaño. La variable "número de consejeros" es muy probable que recoja los efectos de otras características del consejo de administración que pueden encontrarse altamente correlacionadas con el tamaño del consejo, y que a su vez son importantes determinantes de la efectividad con que este órgano desempeñe las labores de supervisión que le han sido encomendadas. Nos estamos refiriendo al porcentaje de consejeros externos a la dirección, es decir a la composición del consejo, y a su estructuración en comités, de forma especial la existencia y composición del comité de auditoría interna. Estas variables no han sido incluidas en el estudio por la falta de información disponible. En el trabajo de Peasnell y otros (2000) sobre dirección de resultados, la asociación entre el número de consejeros y los ajustes por devengo discrecionales del modelo de Jones de circulante es negativa, si bien no llega a ser significativa. En este trabajo también se encuentra como variable explicativa la composición

del consejo. Chtourou y otros (2001) obtienen evidencia de una relación negativa entre los ajustes por devengo elevadamente positivos y el tamaño del consejo.

La evidencia empírica obtenida en el entorno anglosajón es consistente con la utilización de una política contable tendente a aumentar los resultados cuando las empresas se encuentren con altos niveles de endeudamiento, puesto que en estos casos la probabilidad de incumplimiento técnico de las cláusulas, que muchos títulos de deuda incorporan como forma de protección de los intereses de los poseedores de estos títulos, es mucho mayor. Del análisis de la financiación ajena como determinante económico de la elección contable que hemos realizado en este trabajo de investigación, hemos obtenido unos resultados similares a la evidencia anglosajona, si bien es preciso matizar dos importantes rasgos diferenciales: en nuestro entorno económico la financiación ajena no proviene de la emisión de títulos de deuda en el mercado sino básicamente de la financiación bancaria, y desde un punto de vista metodológico, este estudio incluye como variable explicativa el conjunto de oportunidades de inversión, importante determinante de la política de endeudamiento de la empresa, además de considerar la ratio de endeudamiento como una variable predeterminada y no estrictamente exógena. Algunos trabajos recientes guardan una mayor similitud con el presente, tanto por la utilización del valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales del modelo de Jones como variable explicativa, como por su análisis de carácter general y no ceñirse a situaciones en que la inminente violación técnica de las cláusulas contractuales genere un fuerte incentivo para la utilización de los ajustes por devengo. Los resultados alcanzados en estos trabajos, si bien referidos al ámbito anglosajón, al igual que los resultados proporcionados en la presente investigación muestran una relación positiva entre la utilización de ajustes por devengo discrecionales y el nivel de endeudamiento de la empresa.

A diferencia de otros muchos trabajos de investigación que han analizado el ejercicio de la discrecionalidad directiva en decisiones de financiación e inversión, o trabajos relacionados con la creación de valor de la empresa, en que la deuda es considerada un mecanismo de gobierno que disciplina la actuación directiva, en este trabajo obtenemos una asociación positiva entre el ejercicio de la discrecionalidad directiva en materia contable y la ratio de endeudamiento, por lo que la deuda parece ser más un factor incentivador del ejercicio de la discrecionalidad contable que restrictivo de la misma.

En cuanto a los incentivos para una elección contable generados por los costes o beneficios políticos, es preciso enfatizar la cautela con que han de ser interpretados los resultados, puesto que existen otros muchos factores generadores de estos costes y beneficios que no han sido tenidos en cuenta en este trabajo ya que superaban nuestro ámbito de investigación, requiriendo un análisis muy particularizado por sectores y situaciones que los mismos atraviesan.

La existencia de oportunidades de crecimiento para la empresa, es una característica que recientemente es apuntada con una mayor frecuencia en la literatura como determinante de la elección contable. Pocos son, sin embargo, los trabajos que han analizado la repercusión que pueden tener sobre la política contable mostrando una relación positiva entre el conjunto de oportunidades de inversión y la elección de diversos métodos contables o el valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales. La evidencia mostrada en este trabajo también presenta una relación positiva entre el conjunto de oportunidades de inversión y la utilización de ajustes por devengo discrecionales, siendo muy probable que los mismos sean utilizados con mayor asiduidad por las empresas donde el conjunto de oportunidades de inversión es importante en el valor de la empresa como medio de comunicación de información al mercado, así como por la necesidad de una continuidad en la financiación para seguir con los proyectos que tiene iniciados, lo que origina que tenga que proporcionar un nivel de resultados para poder repartir dividendos o para cumplir los *covenants financieros* acordados con las entidades financieras.

Por último haremos una breve mención a las variables de control incluidas en este estudio. La variable tamaño ha sido frecuentemente utilizada en la literatura como variable representativa de una mayor visibilidad política, por lo que ante la misma la predicción realizada es una elección contable que supusiese una disminución del resultado. Junto a este planteamiento otros autores consideran que las grandes empresas se encuentran sujetas a un mayor seguimiento y a un mayor escrutinio por parte de una auditoría externa de mayor calidad. Los resultados alcanzados en el presente trabajo, que como repetidamente hemos señalado, constituye un análisis general y no particularizado de una situación concreta, nos muestran una asociación negativa entre el ejercicio de la discrecionalidad directiva y el tamaño de las empresas.

La inclusión de la variable cash flow como variable de control es motivada, no tanto por la asociación con la elección contable mostrada por la evidencia empírica, sino por la asociación entre la medida del ejercicio de la discrecionalidad contable, es decir, los ajustes por devengo discrecionales del modelo de Jones, y el nivel del cash flow de la empresa. El coeficiente de la variable cash flow es significativamente negativo en el trabajo de Peasnell y otros (2000), al igual que el obtenido en este trabajo de investigación, si bien hemos de resaltar dos aspectos diferenciadores: la variable dependiente en el trabajo mencionado se trata de los ajustes por devengo discrecionales del modelo de Jones circulante mientras que en el presente trabajo es el valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales del modelo de Jones, y por otro lado esta variable es considerada como predeterminada en nuestro trabajo.

De la evidencia obtenida en este trabajo podemos concluir que las estructuras de capital y gobierno de la empresa, así como el conjunto de oportunidades de inversión que de

forma particular impregna las relaciones entre los distintos partícipes de la empresa, han generado incentivos y limitaciones para el ejercicio de la discrecionalidad directiva en materia contable en las empresas españolas cotizadas durante la década de los 90, así como también puede apreciarse una inercia en el comportamiento de los ajustes por devengo discrecionales.

CONCLUSIONES

A continuación presentamos la principales conclusiones que se destilan de este trabajo de investigación, no sin antes aducir las argumentaciones teóricas, que desde la conceptualización de la empresa como una coalición de diferentes partícipes, nos han guiado en el análisis de los incentivos, tanto para impulsar, como para restringir, las decisiones directivas en materia contable.

La teoría positiva de la contabilidad constituye el armazón teórico sobre el que descansa este trabajo de investigación. La dirección, como agente que gestiona el conglomerado de recursos que confluyen en la empresa, ha de dar cuentas de su actuación a los distintos partícipes de la misma. El análisis de las relaciones contractuales bajo la perspectiva de agencia, donde los problemas de información e incertidumbre dan lugar a los conocidos problemas de riesgo moral y selección adversa, dotan a la contabilidad junto con otros mecanismos de gobierno de un protagonismo especial, tanto por su papel en la reducción de las asimetrías informativas como por su utilización, explícita e implícita, en el diseño y seguimiento de los diferentes acuerdos contractuales con los diversos aportantes de recursos, de forma que el conflicto de intereses, y el consecuente problema de incentivos, no impidan el desarrollo de una actividad en cooperación.

De entre todas las relaciones que conforman la empresa, entendida como un nudo de contratos, siendo el directivo quien centraliza la contratación con los distintos aportantes de recursos, en este trabajo prestamos especial atención a la relación contractual con los aportantes de recursos financieros. De esta forma, nos referiremos a la estructura de capital, en un sentido amplio, considerando conjuntamente las diferencias en la naturaleza de la financiación, lo que lleva asociado unas diferentes estructuras de pagos y derechos de propiedad y control, y la composición accionarial.

El origen del problema de agencia en la relación contractual entre accionistas y dirección estriba en la transferencia de derechos de decisión y control que no se produce a la par que el derecho de enajenación, por lo que la dirección no soportará directamente las

repercusiones de su actuación. Resulta pues incuestionable la necesidad de contar con unos mecanismos sustitutivos de la enajenabilidad que minimicen los costes de agencia. Los planes de compensación que descansan en distintas medidas del rendimiento empresarial, son un ejemplo de los diferentes mecanismos de gobierno que persiguen una actuación de la dirección encaminada a aumentar la riqueza de los accionistas.

La diferente estructura de derechos existente entre accionistas y poseedores de deuda, origina un conflicto de intereses entre ambos grupos, cuya manifestación más próxima se encuentra en la adopción de políticas de inversión y financiación que favorezcan los intereses de los accionistas en detrimento del resto de aportantes de recursos financieros, quienes a diferencia de los accionistas, percibirán una corriente de pagos fijos. Una anticipación de estos comportamientos oportunistas en los acuerdos de endeudamiento, tendría implicaciones en el coste de los recursos financieros, razón por la que se incluirán cláusulas contractuales que restrinjan o impidan tales comportamientos.

Los problemas de información y la existencia de costes contractuales, impiden, al menos a un coste razonable, la erradicación total de la discrecionalidad directiva, de forma que en estas relaciones de agencia es imposible que quede garantizado un comportamiento por parte del agente que preserve con total garantía los intereses del principal. Los diferentes mecanismos de gobierno, tendentes a minimizar los costes de agencia, se encontrarán con fricciones en su funcionamiento, por lo que si bien impondrán límites al margen de la discrecionalidad directiva, la misma seguirá perdurando.

La imposibilidad de observar la actuación de la dirección, requiere subrogados de la misma, por lo que la información contable satisface, en parte, esa demanda de información. Así pues, la información contenida en los estados financieros de la empresa, en tanto que nutriente fundamental de información en las relaciones contractuales con los aportantes de recursos financieros y la dirección, tanto en la fase de establecimiento de los contratos como en su posterior seguimiento, puede ser considerada un mecanismo de gobierno que contribuirá a paliar las asimetrías informativas, proporcionando de forma periódica, medidas de rendimiento empresarial e información acerca de la situación económico - financiera de la empresa.

La utilización de información contable en las fórmulas incentivadoras y restrictivas de la actuación directiva, así como en su evaluación, genera incentivos para que la dirección, mediante el ejercicio de la discrecionalidad contable que las estructuras de gobierno le permitan, responda al entorno contractual, proporcionando el nivel de resultados que mejor sirva a sus intereses, ya sea de una forma directa incrementando su remuneración o indirectamente, de forma que su margen de actuación en decisiones de inversión o financiación se vea ampliado o la probabilidad de un cambio en el equipo directivo se vea reducida. El ejercicio de la discrecionalidad directiva en materia contable topará con

diferentes mecanismos de gobierno que supondrán una barrera para estas actuaciones. Además de los mecanismos de gobierno interno, se encuentran otros comunes a todas las empresas, como la normativa contable que restringe el conjunto de procedimientos aceptado y la auditoría externa que se encarga de velar por que la elección se encuentre dentro de lo permitido por ésta. Un mayor control sobre el ejercicio de la discrecionalidad directiva en materia contable que ejerza una propiedad concentrada, un consejo de administración con elevada propiedad o cualquier otro mecanismo de gobierno, tendrá su correspondiente reflejo en la reducción de los costes de agencia tendrá su correspondiente reflejo en la reducción de los costes de agencia de la elección contable.

Los problemas de acción colectiva a que se enfrentan los accionistas de las grandes sociedades anónimas, suponen un freno para la supervisión y disciplina de la dirección de la empresa. La separación entre la propiedad y el control origina una divergencia de intereses entre accionistas y dirección que precisa de sistemas de supervisión y control para ser controlada, de forma que los recursos confiados a los gerentes sean asignados de forma eficiente. La imposibilidad de una observación directa de la actuación de la dirección requiere de medidas que nos sirvan de indicadores de la misma, por lo que la información contable, y de forma muy especial los resultados, cumplen esta función. La concentración de la propiedad determina dos vías por las que la discrecionalidad directiva en materia contable puede verse afectada: la necesidad de fórmulas incentivadoras y restrictivas de la actuación directiva, y los incentivos para una mayor supervisión de la misma. Junto a la concentración accionarial, en el análisis de la estructura de propiedad también hemos tenido presente la naturaleza del primer accionista, por el diferente incentivo o grado de supervisión que el mismo puede incorporar para con la dirección de resultados.

El consejo de administración, como órgano delegado de los propietarios, se erige en el mecanismo de gobierno interno por excelencia. A este órgano se le presume el desempeño de la labor de control en representación de los accionistas, ya que la misma resultaría difícil de ejercer por un accionariado disperso. La efectividad con que este órgano desempeña las labores de supervisión que le han sido encomendadas puede depender de determinadas características como la participación accionarial de los consejeros, su pertenencia o no a la gerencia, el tamaño, la estructuración en comités, y de forma especial en el tema que nos ocupa, la existencia y composición del comité de auditoría interno. La disponibilidad de información ha limitado el análisis de la efectividad con que este órgano desempeña las labores de supervisión del ejercicio de la discrecionalidad directiva en materia contable a dos de las características apuntadas: participación accionarial de los consejeros y tamaño del consejo. Una mayor participación accionarial supone una mayor alineación de intereses con los de los accionistas, lo que se manifestará en un mejor desempeño de las labores de supervisión. El número de consejeros de que consta el consejo de administración, puede condicionar el desempeño de su tarea debido a los problemas de comunicación y coordinación, inherentes a todo órgano de decisión conjunta.

La información contable en la relación contractual con los aportantes de recursos financieros que, a diferencia de los accionistas, percibirán unos pagos fijos, se hace patente no sólo en el momento de la concesión del crédito, sino también en el seguimiento que con posterioridad efectuarán las entidades financieras para supervisar el cumplimiento de los “covenants financieros”, diseñados para evitar potenciales transferencias de riqueza. La discrecionalidad contable, se espera sea ejercida con la finalidad de hacer menos restrictivas las condiciones pactadas, a la vez que para proporcionar unos estados financieros que favorezcan los términos de la concesión crediticia.

Las explicaciones de las políticas corporativas basadas en los costes contractuales implican una dependencia del conjunto de oportunidades de inversión. La importancia de las mismas como determinante de la discrecionalidad contable, pasa por su relevancia tanto en la determinación de otras políticas corporativas, endeudamiento o compensación directiva, como en la estructuración de los diferentes contratos, así como por el interés que la comunicación de información privada pueda llegar a tener en aquellas empresas donde gran parte de su valor está formado por expectativas acerca de sus oportunidades de inversión rentable.

Las respectivas hipótesis planteadas referentes a la estructura de propiedad, gobierno de la empresa, endeudamiento y conjunto de oportunidades de inversión, pretenden recoger los potenciales incentivos y oportunidades de que dispone la gerencia para utilizar la política contable como una herramienta al servicio de sus propios intereses, o en caso de la existencia de unos mecanismos de gobierno eficientes, al servicio de los intereses de los accionistas, de forma que los ajustes por devengo discrecionales sean manejados para dirigir el resultado hacia el nivel deseado. En este sentido, cabe resaltar, la intencionalidad que incorporan las definiciones de dirección de resultados apuntadas en la literatura.

Los resultados alcanzados en este trabajo de investigación desvelan, en su conjunto, una dependencia del entramado contractual en la determinación de la discrecionalidad directiva en materia contable. En cuanto a los incentivos para una mayor supervisión derivados de una mayor concentración accionarial, los resultados obtenidos si bien apuntan en la dirección indicada, no son del todo concluyentes. La naturaleza del accionista principal, que complementariamente define la estructura de propiedad de las empresas, desvela un activismo en la supervisión de la actuación directiva por parte de los grupos inversores familiares, así como también de las empresas nacionales, mientras que cuando la banca, los entes públicos y otras empresas multinacionales son los accionistas principales, quizás porque imprimen cierta presión para la consecución de determinados niveles de resultados, los ajustes por devengo discrecionales iniciados por la dirección son mayores.

Del consejo de administración, órgano sobre el que la ley de Sociedades Anónimas ha depositado la responsabilidad de los estados financieros, los resultados evidencian una

clara relación negativa entre el número de consejeros y el ejercicio de la discrecionalidad directiva. Esta relación, contraria a la esperada, puede ser debida a un problema de omisión en el modelo de dos importantes características, el grado de independencia del consejo respecto de la dirección, que es a quién debe de supervisar, y la existencia y composición de un comité de auditoría interno, variables que muy probablemente se encuentren correlacionadas con el tamaño del consejo, por lo que ésta última puede estar recogiendo el efecto de las anteriores. La hipótesis planteada respecto a la participación de los consejeros, hipótesis de convergencia, no se confirma con carácter general, si bien cuando consideramos la diferente relación que puede existir dependiendo del nivel de participación accionarial de los consejeros, sí puede corroborarse una relación negativa entre el nivel de ajustes por devengo y la participación accionarial en el primer tramo. En el segundo de los tramos, esta relación se torna positiva, siendo muy difícil de sostener en el presente trabajo las argumentaciones en que descansa la hipótesis de atrincheramiento, por lo que es mucho más probable que los consejeros promuevan la discrecionalidad contable que favorezca sus intereses como accionistas, como puede ser la adopción de una política contable que supongan importantes ahorros fiscales o la utilización de la discrecionalidad contable como medio para comunicar información al mercado.

La ratio de endeudamiento ha sido utilizada como variable representativa del incentivo que puede surgir para dirigir el resultado motivado por la dependencia de la financiación ajena. Los resultados obtenidos, tras controlar la posible predeterminación de esta variable, confirman esta relación positiva. Por último, los resultados logrados con respecto a la variable conjunto de oportunidades de inversión, nos muestran que la misma es relevante en el nivel de ajustes por devengo discrecionales iniciados por la dirección, siendo esta relación significativamente positiva.

De todo lo anterior podemos colegir cómo la discrecionalidad directiva en materia contable viene determinada por las estructuras contractuales que procuran incentivos y restricciones a la misma. Además, la información contable proporcionada en los estados financieros, como mecanismo de gobierno de las distintas relaciones contractuales, se encuentra con fricciones en el cumplimiento de su función, debido fundamentalmente a las dos siguientes causas:

La existencia de un nuevo problema de incentivos que sobre la misma se ciñe. La dirección se sentirá particularmente incentivada para dirigir el resultado, tanto por los efectos que la misma puede tener sobre los indicadores del rendimiento empresarial, y por ende, sobre la evaluación de su actuación, como por el mayor margen de actuación que sobre otras políticas, como inversión, financiación o dividendos puede conseguir, ya que la fórmulas restrictivas de la actuación directiva frecuentemente descansan en información contable.

La imposibilidad de evitar este nuevo problema sobre discrecionalidad directiva en política contable, ya que las imperfecciones en la información y los costes de agencia, hacen que los mecanismos de gobierno que se sienten llamados a actuar vuelvan a encontrarse con nuevas fricciones en su funcionamiento.

Las principales limitaciones de que adolece este trabajo se ciñen fundamentalmente a la no inclusión de otros factores que, también con un carácter general, pueden ser importantes determinantes de la política contable. Especial mención merece en este caso, los incentivos fiscales que pueden existir en la elección de la política contable, y el correspondiente conflicto de intereses accionistas - dirección que puede originarse. Los ajustes por devengo derivados de la aplicación del método impositivo propuesto por nuestra normativa contable, son importantes herramientas para dirigir el resultado, pudiendo llegar incluso a existir una relación con el resto de los ajustes por devengo. Las dificultades que origina el cálculo de los ajustes por devengo derivados de los impuestos anticipados y diferidos, así como la necesidad de un análisis particularizado de las implicaciones en las distintas relaciones contractuales, y de su posible interdependencia con el resto de las decisiones sobre política contable, hace que esta cuestión requiera un análisis detallado acerca de la misma.

Las aportaciones que este trabajo realiza a la literatura sobre dirección de resultados pueden concretarse en los siguientes puntos:

Se trata del primer trabajo en España que estudia la asociación entre características corporativas, estructura de capital, gobierno de la empresa y oportunidades de crecimiento, por un lado y el ejercicio de la discrecionalidad directiva en materia contable, por otro. Además, esta investigación presenta un carácter general, tanto por la selección de la muestra, que no reúne unas características particulares a partir de las cuáles podríamos establecer una predicción concreta, como por la referencia a los ajustes por devengo como medida de la discrecionalidad contable, herramienta mucho más sutil en su utilización por parte de la gerencia que los cambios en métodos contables.

En el análisis de los determinantes de los ajustes por devengos hemos considerado esa doble vertiente que preside una relación de agencia: los incentivos de una de las partes para actuar de forma favorable a sus intereses y los incentivos de la otra de las partes para preservar los suyos, supervisando y controlando la actuación del primero. Junto a éstos, también hemos considerado las posibles implicaciones que sobre política contable puede tener la existencia de oportunidades de inversión para la empresa. Pocos son los trabajos que han analizado conjuntamente incentivos y limitaciones sobre la elección contable, y menos aún sobre el normal, y no particular o extraordinario, ejercicio de la discrecionalidad contable, siendo el primero de los trabajos que incorpora junto a los anteriores el conjunto de oportunidades de inversión.

Por último, los resultados de la estimación del modelo propuesto de dirección de resultados, en el que pretendemos recoger los diferentes incentivos y limitaciones que se derivan de la estructura de capital y gobierno de la empresa para con el ejercicio de la discrecionalidad directiva en materia contable, son obtenidos tras haber controlado la existencia de una potencial inercia en el comportamiento de los ajustes por devengo y la posible predeterminación de variables como el endeudamiento, tamaño, cash flow y conjunto de oportunidades de inversión, aspectos que no habían sido controlados en otros trabajos de investigación.

Este estudio centrado en analizar los factores, que desde un enfoque contractual, podemos considerar determinantes de la discrecionalidad directiva en materia contable, guarda un estrecho paralelismo con los trabajos que analizan los factores determinantes de la creación de valor. En el análisis que estos trabajos efectúan acerca del efecto que determinadas variables tienen en la creación de valor, las variables explicativas son representativas de la eficiencia de determinados mecanismos de gobierno o de la importancia que algunos de ellos pueden llegar a alcanzar en determinadas situaciones donde los efectos de la discrecionalidad directiva pueden ser especialmente perniciosos, como por ejemplo la importancia de la deuda como mecanismo de disciplina de la actuación directiva en presencia de recursos libres de tesorería.

En este trabajo de investigación hemos analizado cómo la utilización de información contable para reducir los problemas de información en las distintas relaciones contractuales genera incentivos para dirigir los resultados, a la vez que el propio entramado contractual crea salvaguardas que suponen restricciones a un ejercicio desmesurado de la discrecionalidad contable. Además, hemos analizado los anteriores factores desde una visión general, que se plasma, como anteriormente hemos apuntado, tanto en la elección de la muestra, como en la elección de los ajustes por devengo discretionales como medida de la discrecionalidad directiva. Como futuras líneas de investigación, desde las que pueden producirse importantes avances en la comprensión de la dirección de resultados, podemos apuntar las siguientes:

Analizar sub-muestras más particulares, ya que este trabajo, dada su vocación general, presenta unos determinantes que definen la discrecionalidad directiva en materia contable de forma global. Determinadas características, como puede ser una posible disminución de resultados, una alta probabilidad de incurrir en pérdida, o por el contrario la presentación de unos resultados extraordinariamente favorables, pueden generar mayores incentivos para que la dirección evite los mismos. Además, ante estas situaciones, ¿qué papel desempeñan las estructuras de gobierno?, ¿reducen la discrecionalidad de una forma simétrica o sienten particular preocupación por aquella discrecionalidad directiva tendente a aumentar el resultado? De igual forma, la consecución de una cifra de “beneficio objetivo”, ¿qué costes y beneficios reporta para accionistas, gerencia, consejeros, acreedores, o más

concretamente para agentes individuales que simultáneamente pueden ocupar varias de las anteriores posiciones? Para la determinación de los mismos hemos de tener presente junto al análisis de los costes contractuales, el mercado como punto de referencia, tanto por la valoración de los títulos, como por la valoración del capital humano. Dechow y Skinner (2000), tras analizar las diferentes percepciones que sobre la dirección de resultados tenemos académicos, reguladores y profesionales, resaltan la importancia que puede llegar a alcanzar en los profesionales, lo que estos autores han denominado “los incentivos del mercado de capitales”. La escasa literatura que ha abordado esta preocupación es concluyente en la respuesta por parte del mercado de capitales a la no consecución de simples cifras “objetivo”, en una dirección de los resultados por parte de la gerencia para llegar a las mismas, en un mercado que puede ser “confundido” por simples prácticas de contables, así como en una fuerte penalización si el mercado percibe una alteración de resultados. Puede ser interesante analizar esta motivación en la dirección de resultados, así como si afecta por igual a todas las empresas o de forma particular a aquellas que reúnen unas características concretas como la dependencia del mercado de capitales para la financiación de proyectos en curso o la financiación de nuevos proyectos, el tipo de mercado de capitales al que acude para obtener financiación, su estructura contractual, etc...

En el análisis de la efectividad con que determinados órganos de gobierno desempeñan su labor de supervisión de la actividad directiva, resulta interesante tener presente la aseveración de los problemas de agencia. Así por ejemplo, la necesidad de un consejo de administración que supervise la actuación de la dirección dependerá del grado de divergencia de intereses de la dirección y accionistas. De igual forma la interacción entre características del consejo de administración puede desvelar la importancia de alguna de ellas. En este sentido, Peasnell y otros (2000) muestran como, si bien en principio la existencia de un comité de auditoría no parecía que influyese en el nivel de ajustes por devengo discrecionales, test adicionales corroboran una mayor supervisión de la dirección de resultados por parte de los consejeros externos cuando existe un comité de auditoría interno. Análisis posteriores que profundicen en la interdependencia de los distintos mecanismos de gobierno o características de los mismos pueden arrojar interesantes resultados acerca de su importancia en la dirección de resultados.

Las características de las empresas que gobiernan las relaciones contractuales son importantes en la determinación de las diferentes políticas adoptadas en el seno de las mismas. El conjunto de oportunidades de inversión es una característica que la literatura nos ha revelado ser relevante en diferentes políticas corporativas como en política de dividendos, compensación directiva y financiación. Sin embargo, en la literatura contable ha sido objeto de escasa preocupación, por lo que un análisis más profundo de sus implicaciones en los conflictos de intereses que sobre la elección contable se ciernen, puede proporcionarnos argumentaciones adicionales de la discrecionalidad directiva en materia contable. De forma particular, el análisis conjunto que sobre la política contable puede tener el problema del *free*

cash flow asociado a la falta de oportunidades de crecimiento de la empresa, y la deuda como mecanismo de gobierno que mitiga los problemas de agencia derivados del mismo, nos ayudaría a esclarecer hipótesis adicionales acerca del free cash flow y la deuda como mecanismo de gobierno. La consideración de la deuda, en tanto que obliga al reembolso periódico de determinadas cantidades, puede considerarse un mecanismo que disciplina la actuación directiva, minorando considerablemente el problema de la existencia de recursos libres de tesorería, por lo que dependiendo de los niveles de ambos, su relación con los ajustes por devengo discrecionales puede variar.

La perspectiva de información apenas ha sido adoptada en la literatura para explicar la dirección de resultados, mientras que en otras prácticas contables como la emisión de información voluntaria sí tiene un protagonismo especial. Si bien varios trabajos evidencian un mayor contenido informativo de los resultados que el de otras medidas basadas en el cash flow, el mismo puede ser conseguido “por” el ejercicio de la discrecionalidad directiva o “a pesar” del mismo. En este sentido, Subramayam (1996) demuestra que este mayor contenido informativo es debido, no sólo a que los principios contables que permiten la existencia de ajustes por devengo reducen los problemas de correlación y del momento de reconocimiento de ingresos y gastos, sino también a que la flexibilidad permitida por los principios contables permite que los directivos reflejen información relevante mediante los ajustes por devengo discrecionales. Además, el contenido informativo del resultado también puede verse influido por los incentivos y restricciones que las diferentes estructuras contractuales imponen en el ejercicio de la discrecionalidad contable como ha sido demostrado en recientes trabajos [(Warfield y otros, (1995); Rajgopal y otros, (1998)]. La consideración conjunta en los factores determinantes de la política contable de los incentivos y restricciones derivados de la estructura contractual, así como de los incentivos o condiciones que se han de dar para que la dirección comunique información privada al mercado de capitales, o éste tenga la madurez suficiente para procesarla, puede ser una importante línea de investigación en el futuro.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS



- ADDY, N. y SWANSON, E.P. (1994): "Were lobbyist on income tax accounting influenced by income strategies?". *Contemporary Accounting Research*. Vol. 11(Fall), pp. 497-514.
- AGRAWAL, A. y KNOEBER, C. R. (1996): "Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 31(3), pp. 377 - 397.
- AGRAWAL, A. y KNOEBER, C.R. (1998): "Managerial compensation and the threat of takeover". *Journal of Financial Economics*. Vol. 47, pp. 219-239.
- AHARONY, J.; LIN, C. y LOEB, M.P. (1993): "Initial public offerings, accounting choices and earnings management". *Contemporary Accounting Research*. Vol. 10(1), pp. 61-81.
- AHMED, A.S.; BILINGS, B.; HARRIS, M.S. y MORTON, R.M. (2000): "Accounting conservatism and cost of debt: an empirical test of efficient contracting". *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- AHMED, K. y ROUSH, M. (1998): "Perceptions of bank loan officers regarding financial covenants in private debt contracts: evidence from New Zealand". *Pacific Accounting Review*. Vol. 10 (1), pp. 73 - 87.
- AITKEN M.; HOOPER, C. y PICKERING, J. (1997): "Determinants of voluntary disclosure of segment information: A re-examination of the role of diversification strategy". *Accounting and Finance*. Vol. 37, pp. 89-109.
- AKERLOF, G.A. (1970): "The market for lemons: Quality uncertainty and the market mechanism". *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 84, pp. 488-500.

- ALCHIAN, A.A. y DEMSETZ, H. (1972): "Production, information costs, and economic organization". *American Economic Review*. Vol. 62(5), pp. 777-795.
- ALI, A. y KUMAR, K.R. (1994): "The magnitudes of financial statement effects and accounting choice, pp. the case of the adoption of SFAS 87". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 18, pp. 89 - 114.
- ANDRÉS, P.; AZOFRA, V. y RODRÍGUEZ, J.A. (2000): "Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual: un contraste empírico para el caso español". *Investigaciones Económicas*. Vol. XXIV(3), pp. 641-679.
- ANDRÉS, P.; AZOFRA, V.; LÓPEZ, F. y RODRÍGUEZ, J.A. (1996): "The effects of alternative financial system models on corporate governance". *Association of Teachers of Banking and Finance Annual Conference*. Malta.
- ANTLE, R. y SMITH, A. (1986): "An empirical investigation of the relative performance evaluation of corporate executive". *Journal of Accounting Research*. Vol. 24(1), pp. 1-39.
- APELLÁNIZ P. y ZARDOYA A. I. (1995): "La publicación de información por segmentos no regulada: perfil característico de las empresas españolas". *VIII Congreso de AECA*. Sevilla.
- APELLÁNIZ, P. (1991): "Una aproximación empírica al alisamiento de beneficios en la banca española". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Vol. 66, pp. 195-219.
- APELLANIZ, P. y LABRADOR. M. (1995): "El impacto de la regulación contable en la manipulación del beneficio. Estudio empírico de los efectos del PGC de 1990". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Vol. 24(82), pp. 13-40.
- ARELLANO, M. y BOND, O. (1988): *Dynamic panel data estimating using DPD - a guide for user-*. Working paper 88/15, Institute for fiscal Studies, London.
- ARELLANO, M. y BOVER, O. (1990): "La econometría de datos panel". *Investigaciones económicas*. Vol. 14 (1), pp. 3-45.
- ARROW, K.L. (1965): "The economics of agency" in Pratt, J. W. And Zeckhauser, R. J.: "Principals and agents: the structure of business". *Harvard Business School Press*. Boston. Massachusetts, pp. 37-51.

- ARRUÑADA, B. (1990): *Economía de la empresa: Un enfoque contractual*. Ariel Economía, Barcelona.
- ARRUÑADA, B. (1991): "Comentarios sobre teoría de la empresa". Borrador de Discusión. León.
- ARRUÑADA, B. (1993): "Pintando la caja negra". *Papeles de Economía Española*. Nº 57, pp. 156 - 169.
- ARRUÑADA, B. (1996): "Análisis contractual de la empresa: Una introducción aplicada". *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*. Vol. 5(3), pp. 41-56.
- ASHARI, N.; KOH, H.C.; TAN, S.L. y WONG, W.H. (1994): "Factors affecting income smoothing among listed companies in Singapore". *Accounting and Business Research*. Vol. 24(96), pp. 291-301.
- AYRES, F. L. (1986): "Characteristics of firms electing early adoption of SFAS 52". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 8, pp. 143 - 158.
- AZOFRA, V. (1999): *El gobierno de la empresa*. Proyecto de investigación para plaza a cuerpo de catedráticos de universidad.
- AZOFRA, V. (1987): *La estructura de capital de la empresa: factores explicativos*". Servicio de Publicaciones de la Universidad de Valladolid. Valladolid.
- AZOFRA, V. y DE MIGUEL, A. (1991): "Teoría financiera de la agencia, endeudamiento y estructura de la propiedad". *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*". Vol. 1(2), pp. 135-146.
- AZOFRA, V. y DE MIGUEL, A. (1990): "Evolución reciente de la moderna teoría financiera". *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*. Vol. 7, pp. 111-126.
- AZOFRA, V. y FERNÁNDEZ, A.I. (1999): "Las finanzas empresariales 40 años después de las proposiciones de MM. Teorías y realidades". *Papeles de Economía Española*. Vol. (78-79), pp. 122 - 144.
- AZOFRA, V. y PRIETO, B. (1996): *La teoría positiva de la contabilidad en los sistemas de información contables internos*. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. Madrid.
- AZOFRA, V.; CASTRILLO, L.A. y DELGADO, M.M. (2000): "Detecting Earnings management in a Spanish context". 23RD *European Accounting Association Annual Congress*. Munich.

- BABER, W.R.; JANAKIRAMAN, S. N. y KANG, S. (1996): "Investment opportunities and the structure of executive compensation". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 21, pp. 297 - 318.
- BALL, R. y FOSTER, G. (1982): "Corporate financial reporting: a methodological review of empirical research". *Journal of Accounting Research*. Vol. 20 (Supplement), pp. 161-234.
- BALL, R.; KOTHARI, S.P. y ROBIN, A. (2000): "The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 29, pp. 1-51.
- BALL, R.J. y BROWN, P. (1968): "An empirical evaluation of accounting income numbers". *Journal of Accounting Research*. Vol. 6(Autumn), pp. 159-178.
- BALSAM, S.; HAW, I. y LILIEN, S.B. (1995): "Mandated accounting changes and managerial discretion". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 20, pp. 3-29.
- BALTAGUI, B.H. (1995): *Econometric Analysis of Panel Data*. John Wiley & Sons, Chichester.
- BANNISTER, J. y NEWMAN, H.A. (1996): "Accrual usage to manage earnings toward financial analyst's forecasts". *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 7, pp. 259 - 278.
- BAREFIELD, R.M., y COMISKEY, E.E. (1972): "The smoothing hypothesis, pp. an alternative test". *The Accounting Review*. Vol. (April), pp. 291 - 298.
- BARNEA, A.; HAUGEN, R. A. y SENDET, L. W. (1985): *Agency problems and financial contracting*. New Jersey: Prentice-Hall.
- BART, M.E.; BEAVER, W.H.; HAND, J.R.H. y LANDSMAN, W.R. (1999): "Accruals, Cash Flow and Equity Values". *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- BARTH, M. y MCNICHOLS, M. (1994): "Estimation and market valuation of environmental liabilities relating to superfund sites". *Journal of Accounting Research*, Vol. 32 (Supplement), pp. 161 - 234.
- BARTH, M.E.; ELLIOT, J.A., y FINN, M.W. (1997): "Market rewards associated with patterns of increasing earnings". *Working Paper*. Stanford University.

- BARTON, J. (2000): "Does the use of financial derivatives affect earnings management decision?. *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- BARTOV, E. (1993): "The timing of asset sales and earnings manipulation". *The Accounting Review*. Vol. 68(14), pp. 840-856.
- BARTOV, E. y BODNAR, G.M. (1996): "Alternative accounting methods, information asymmetry and liquidity: theory and evidence". *The Accounting Review*. Vol. 71(3), pp. 397-418.
- BARTOV, E.; GUL, F.A. y TSUI, J.S.L. (2000): "Discretionary-accruals models and audit qualifications". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 30, pp. 421-452.
- BEASLEY, M.S. (1996): "An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud". *The Accounting Review*. Vol. 71 (4), pp. 443 - 465.
- BEATTIE, V.; BROWN, S.; EWERS, D.; JOHN B.; MANSON, S.; THOMAS, D. y TURNER, M. (1994): "Extraordinary items and income smoothing: a positive accounting approach". *Journal of Business, Finance and Accounting*. Vol. 21 (6), pp. 791 - 811.
- BEATTY, A.; RAMESH, K. y WEBER, J. (2000): "The importance of excluding changes from calculation of debt covenant compliance". *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- BEAVER, W.H. (1968): "The information content of annual earnings announcements". *Journal of Accounting Research*. Vol. 6 (Supplement), pp. 67-92.
- BECKER, C.L.; DEFOND, M.L.; JIAMBALVO, J. y SUBRAMANYAM, K.R. (1998): "The effect of audit quality on earnings management". *Contemporary Accounting Research*. Vol.15 (1), pp. 1 - 24.
- BECKER, G.P. (1993): "Growth, corporate policies and the investment opportunity set". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 16, pp. 161-166.
- BEGLEY, J. (1990): "Debt covenants and accounting choice". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 12, pp. 125 -139.
- BEIDLEMAN, C.R. (1973): "Income smoothing: the role of management". *The Accounting Review*. Vol. 48 (4), pp. 653 - 667.

- BENEISH, M.D. (1997): "Detecting GAAP violation: implications for assessing earnings management among firms with extreme financial performance". *Journal of Accounting and Public Policy*. Vol. 16, pp. 271-309.
- BENEISH, M.D. (1999): "Incentives and penalties relates to earnings management overstatement that violate GAAP". *The Accounting Review*. Vol. 74(4), pp. 425-457.
- BENEISH, M.D. (1999): "The detection of earnings management". *Financial Analyst Journal*. September-october, pp. 24-36.
- BENEISH, M.D. y PRESS, E. (1993): "Costs of technical violation of accounting - based debt covenants". *The accounting Review*, Vol. 58(2), pp. 233 - 257.
- BENEISH, M.D. y PRESS, E. (1995a): "Interrelation among events of default". *Contemporary Accounting Research*. Vol. 12 (1), pp. 57 - 84.
- BENEISH, M.D. y PRESS, E. (1995b): "The resolution of technical default". *The Accounting Review*. Vol. 70(2), pp. 337-353.
- BERCHÉ, E. y BARBERO, J.L. (1998): "Retribución del directivo propietario: el dilema entre los dividendos o el salario". *Harvard-Deusto Finanzas y Contabilidad*. Vol. (enero-febrero), pp. 78-80.
- BERGLÖF, E. (1997): "Reforming corporate governance: redirecting the European agenda". *Economic Policy*. Vol. 24), pp. 93-123.
- BERGSTRÖM, C. y RYDQVIST, K. (1990): "*The determinants of corporate ownership*". New York: Macmillan Publishing Co.
- BERLE, A.A. y MEANS, G.D. (1932): *The modern corporation and private property*. Transaction Publishers, New Jersey.
- BITNER, L.N. y DOLAN, R.C. (1996): "Assessing the relationship between income smoothing and the value of the firm". *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 5(1), pp. 16 - 35.
- BIZJAK, J. M.; BRICKLEY, J. A. y GOLES, J. L. (1993): "Stock based incentive compensation and investment behaviour". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 16, pp. 349 - 372.
- BLACCONIER, W.G.; BOWEN, R.M.; SEFCIK, S.E. y STINSON, C.H. (1991): "Determinants of the use of regulatory accounting principles by saving and loans". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 14, pp. 167 - 201.

- BLACCONIERE, W. y NORTHCUT, D. (1995): "Environmental disclosures and market reactions to environmental legislation". *Journal of Accounting, Auditing and Finance*. Vol. 12(2), pp.
- BLACK, E.L.; SELLERS, K.F. y MANLY, T.S. (1998): "Earnings management using asset sales: an international study of countries allowing noncurrent asset revaluation". Vol. 25(9-10), pp. 1287-1317.
- BOWEN, R.; NOREEN, E. y LACEY, J. (1981): "Determinants of the corporate decision to capitalize interest". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 3(August), pp. 151-179.
- BOWEN, R.M.; DUCHARME, L. y SCHORES, D. (1995): " Stakeholders' implicit claims and accounting method choice". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 20, pp. 255 - 295.
- BOYNTON, C.E.; DOBBINS, P.S. y PLESKO, G.A. (1993): "Earnings management and the corporate alternative minimum tax". *Journal of Accounting Research*. Vol. 30 (Supplement).
- BRADBURY, M. (1992): "Voluntary disclosure financial segment data: New Zealand evidence". *Accounting and Finance*. Vol. 32, pp 15 26.
- BRADSHAW, M.T.; RICHARDSON, S.A. y SLOAN, R.G. (1999): "Earnings quality and financial reporting credibility: an empirical investigation". *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- BRICKLEY, J.A.; SMITH, C.W. y ZIMMERMAN, J.L. (1997): "Management economic and organizational architecture". *En Incentive conflicts and contracts, capítulo 7*. Irwin McGraw-Hill.
- BRICKLEY, J; SMITH, C. y ZIMMERMAN, J. (1995): "The economics of organizational architecture". *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 8(2), pp. 19-31.
- BROWN, P.R. (1999): "Earnings management: a subtle (and troublesome) twist to earnings quality". *Journal of Financial Statement Analysis*. Winter, 61-63.
- BUGSTHALER, D. y DICHEV, I. (1997): "Earnings management to avoid earnings decreases and losses". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 24, pp. 99 - 126.
- BULL, C.(1987):"The existence of self-enforcing implicit contracts". *Quarterly Journal of Economics*. pp. 147 - 159.

- BURGSTAHLER, D. y EAMES, M. (2000): "Management of earnings and analyst forecast". 23RD *European Accounting Association Annual Congress*. Munich.
- BURILOVICH, L. S. y KATTELUS, S.C. (1997): "Auditors' influence on earnings management: evidence from alternative minimum tax". *Journal of Applied Business Research*. Vol. 13 (2), pp. 9 - 22.
- BUSHMAN, R.H. y INDJEKIAN, R.J. (1993): "Accounting income, stock price, and managerial compensation". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 16, pp. 3-23.
- BUSHMAN, R.M.; INDJEKIAN, R. J. y SMITH, A. (1996): "CEO compensation, pp. the role of individual performance evaluation". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 21, pp. 161 - 193.
- CAHAN, S. (1992): "The effect of antitrust investigations on discretionary accruals, pp. a refined test of the political cost hypothesis". *The Accounting Review*. Vol. 67, pp. 77-95.
- CAHAN, S. (1993): "Electric utility income in response to the breakdown at the three mile island nuclear power plant and subsequent political events". *Journal of Accounting and Public Policy*. Vol. 12, pp. 37 - 63.
- CAHAN, S. F.; CHAVIS, B.M. y ALMENDORF, R.G. (1997): "Earnings management of chemical firms in response to political costs from environmental legislation". *Journal of Accounting, Auditing and Finance*. Vol. 12, pp. 37 - 67.
- CARCELLO, J.V. y NELA, T.L. (2000): "Audit committee characteristics and auditor reporting". *The Accounting Review*. Vol. 75(October), pp. 453-467.
- CARLSON, S.J. y BATHALA, C.T. (1997): "Ownership differences and firms' income smoothing behaviour". *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 24 (2), pp. 179 - 196.
- CHANEY, P.K. y LEWIS, C.M. (1998): "Income smoothing and underperformance in initial public offerings". Vol. 4, pp. 1-29.
- CHANEY, P.K. y LEWIS, C.M. (1998): "Income smoothing and underperformance i initial public offerings". *Journal of Corporate Finance*. Vol. 4, pp. 1-29.

- CHARREAUX, G. (1987): "La théorie positive de l'agence: une synthèse de la littérature", en G. Charreaux, A. Couret, P. Joffre, G. Koenig, y B. Montmorillon (Eds.): *Des Nouvelles Theories pour Gérer l'Entreprise*. Economica, Paris; pp. 19-55.
- CHARREAUX, G. (2000): "La théorie positive de l'agence: positionnement et apport". *Revue d'économie industrielle*. Vol. 92(2-3 trimestre), pp. 193, 214.
- CHEN, K.C.W. y WEI, K.C.J. (1993): "Creditors' decisions to waive violations of accounting-based debt covenants". *The Accounting Review*. Vol. 68(2), pp.216 - 232.
- CHEN, P. y DALEY, L. (1996): "Regulatory capital, tax, and earnings management effects on loan loss accruals in the Canadian banking industry". *Contemporary Accounting Research*. Vol. 13 (1), pp. 91 - 128.
- CHOW, C.W. (1982): " The demand for external auditing: size, debt and ownership influences". *The Accounting Review*. April, pp. 272-291.
- CHOW, C.W. y WONG - BORENG, A.(1987): "Voluntary financial disclosure by Mexican Corporations". *The Accounting Review*. Vol. LXII (3).
- CHRISTIE, A., (1990): "Aggregation of Test statistics: and evaluation of the evidence on contracting and size hypotheses". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 12, pp. 15-36.
- CHRISTIE, A.A., y ZIMMERMAN, J.L. (1994): "Efficient and opportunistic choices of accounting procedures. Corporate control contests". *The Accounting Review*. Vol. 69(4), pp. 539 - 566.
- CHTOUROU, S.M.; BÉDARD, J. y COUSTEAU, L. (2001): "Corporate governance and earnings management ".*Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- CITRON, D.; ROBBIE, K. y WRIGHT, M. (1997): "Loan covenants and relationship banking in MBOs" *Accounting and Business Research*. Vol. 27(4), pp. 277-296.
- CITRON, D.B. (1992): "Financial ratio covenants in UK bank loan contracts and accounting policy choice". *Accounting and Business Research*. Vol. 22(88), pp. 322-335.
- CITRON, D.B. (1995): "The incidence of accounting based covenants in UK public debt contracts: an empirical analysis". *Accounting and Business Research*. Vol. 25(99), pp. 139-150.

- CLINCH, G. y MAGLIOGO, J. (1993): "CEO compensation and components of earnings in bank holding companies". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 16, pp. 241-272.
- CLOYDS, C. B., PRATT, J. y STOCK, D.T. (1996): "The use of financial accounting choice to support aggressive tax positions: public and private firms". *Journal of Accounting Research*. Vol. 34 (1), pp. 23 - 43.
- COASE, R. H. (1937): "The natural of the firm". *Economía*. Vol 4, pp. 386-405.
- COASE, R.EH. (1990): "Accounting and the theory of the firm". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 12, pp. 3-13.
- COLLINS, D.W. y HRIBAR, P.P. (1999): "Errors in estimating accruals: implications for future research". *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- COLLINS, D.W.; ROZEFF, M. y DHALIWAL, D. (1981): " The economic determinants of market reaction to proposed mandatory accounting changes in the oil and gas industry: a cross sectional analysis". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 3(March), pp. 37-71.
- CORNELL, B. y SHAPIRO, A.C. (1987): "Corporate shareholders and corporate finance". *Financial Management*. Spring, pp. 5-14.
- CORNIER, D. y MAGNAN, M. (1996): "Decisions, decisions". *CA Magazine*. Vol. 129(7), pp. 38-41.
- COTTER, J. y ZIMMER, I. (1995): "Asset revaluations and assessment of borrowing capacity". *Abacus*. Vol. 31(2), pp. 136-151.
- COTTER, J.F. y ZENNER, M. (1994):" How managerial wealth affects the tender offer process". *Journal of Financial Economics*. Vol. 35, pp. 63-97.
- CRASWELL, A.; FRANCIS, J. y TAYLOR, S. (1995): "Auditor brand name reputation and industry specializations". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 20 (December), pp. 297 - 322.
- CRASWELL, A.T. y TAYLOR, S.L. (1992): " Discretionary Disclosure of Reserves by oil and gas companies: An economic analysis ". *Journal of Business Finance and Accounting*. January, pp. 295-308.
- CRESPI, R. y GISPERT, C. (1998): "Board remuneration, performance, and corporate governance in large Spanish companies". Mimeograph.

- DALEY, L. y VIGELAND, R. (1983): "The effects of debt covenants and political costs on the choice of accounting methods: the case of accounting for R & D costs". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 5, pp. 195 - 211.
- DAVIDSON, R.A., y NEU, D. (1993): "A note on the association between audit size and audit quality". *Contemporary Accounting Research*. Vol. 9(Spring), pp. 479- 488.
- ANDRES, P.; AZOFRA, V.; LÓPEZ, F.J. y RODRÍGUEZ, J.M. (1996): "The effect of alternative financial system models on corporate governance", en Gardener, E. y Falzon, J. (Eds.): *Strategic challenges of European banking*, Macmillan Publishers, Paris.
- DEAKIN, E.B. (1979): "An analysis of differences between non - major oil firms using successful effort and full cost methods". *The Accounting Review*. Vol. 54 (October), pp. 722 - 734.
- DEANGELO, H.; DEANGELO, L. y SKINNER, D. J. (1994): "Accounting choice in troubled companies". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 17, pp. 113 - 143.
- DEANGELO, L. (1981): "Auditor size and audit quality". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 3 (December), pp. 183 - 199.
- DEANGELO, L.E. (1986): "Accounting numbers as market valuation substitutes: a study of management buyouts of public stockholders". *The Accounting Review*. Vol. 61, pp. 400-420.
- DEANGELO, L.E. (1988): "Managerial competition, information costs, and corporate governance: the use of accounting performance in proxy contests". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 10, pp. 3-36.
- DECHOW, P.M.; HUTTON, A.P., y SLOAN, R.G. (1996): "Economic consequences of accounting for stock-based compensation". *Journal of Accounting Research*. Vol. 34 (supplement), pp. 1 - 20.
- DECHOW, P. M. y SLOAN, R. G. (1991): "Executive incentives and the horizon problem". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 14, pp. 51 - 89.
- DECHOW, P.M. y SLOAN, R.G. (1991): "Executive incentives and the horizon problem". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 14, pp. 51-89.

- DECHOW, P.M.; SLOAN, R.G. y SWEENEY, A.P. (1996a): "Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC". *Contemporary Accounting Research*. Vol. 13 (1), pp. 1-36.
- DECHOW, P.M. y SKINNER, D.J. (2000): "Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators". *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- DECHOW, P.M.; HUTTON, A.P. y SLOAN, R.G. (1996b): "Economic consequences of accounting for stock-based compensation". *Journal of Accounting Research*. Vol. 34(Supplement), pp. 1-20.
- DECHOW, P.M.; KOTHARI, S.P. y WATTS, R.L. (1998): "The relation between earnings and cash flows". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 25, pp. 133-168.
- DECHOW, P.M.; RICHARDSON, S.A. y TUNA, A.I. (2000): "Are benchmark doing anything wrong". *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- DECHOW, P. M. (1994): "Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: the role of accounting accruals". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 18, pp. 3-42.
- DECHOW, P.M.; SLOAN R. y SWEENEY, A. (1995): "Detecting earnings management", *The Accounting Review*. Vol. 70, pp. 193-225.
- DEFEO, V.J.; LAMBERT, R.A., Y LARCKER, D.F. (1989): "The executive compensation effects of equity for debt swaps". *The Accounting Review*. Vol. 64(2), pp. 201- 227.
- DEFOND, M.L. (1992): "The association between changes client firm agency costs and auditor switching". *Auditing: A Journal of practice and Theory*. Vol. 11 (Spring), pp. 16 - 31.
- DEFOND, M.L. (1993): "Factors related to auditor-client disagreement over income-increasing accounting methods". *Contemporary Accounting Research*. Vol. 10(Spring), pp. 415-431.
- DEFOND, M.L. y JIAMBALVO, J. (1991): "Incidence and Circumstances of Accounting Errors", *The Accounting Review*. N°. July, pp. 643-655.
- DEFOND, M.L. y JIAMBALVO, J. (1994): "Debt covenant violation and manipulation of accruals", *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 17, pp.145-176.

- DEFOND, M.L. y JIAMBALVO, J.(1993): "Factors Related to Auditor-Client Disagreements over income-increasing accounting methods". *Contemporary Accounting Research*. Vol. 9(Spring), pp. 415-431.
- DEFOND, M.L. y PARK, C. W. (1997): "Smoothing income in anticipation of future earnings". *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 23, pp. 115 - 139.
- DEFOND, M.L. y SUBRAMANYAM, K.R. (1998): "Auditor changes and discretionary accruals", *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 25, pp. 35-67.
- DEGEORGE, F.; PATEL, J. y ZECKHAUSER, R. (1999): "Earnings management to exceed thresholds". *Journal of Business*. Vol. 72 (1), pp. 1-33.
- DEMPSEY, J.S.; HUNT III, H.G. y SCHROEDER, N.W. (1993): "Earnings management and corporate ownership structure and examination of extraordinary item reporting". *Journal of Business, Finance & Accounting*. Vol. 20(4), pp. 479 - 500.
- DEMSETZ, H. (1983): "The structure of ownership and the theory of the firm". *Journal of Law and Economics*. Vol.26, pp. 375-390.
- DENIS, D.; DENIS, D. y SARIN, A. (1997): "Ownership structure and top executive turnover". *Journal of Financial Economics*. Vol. 45, pp. 192-221.
- DHALIWAL, D.; SALAMON, G. y SMITH, E. (1982): "The effect of owner versus management control on the choice of accounting methods". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 4(July), 41-53.
- DHALIWAL, D. (1980): "The effect of the firm's capital structure on the choice of accounting methods". *The Accounting Review*. Vol. 55 (January), pp. 78-54.
- DHALIWAL, D.S. (1988): "The effect of the firm's business risk on the choice of accounting methods". *Journal of Business, Finance and Accounting*. Vol. 15 (2), pp. 289 - 302.
- DHALIWAL, D.S.; FRANKEL, M. y TREZEVANT, R. (1994): "The taxable and book income motivations for a LIFO layer liquidation". *The Accounting Research*. Vol. 32(2), pp. 278-289.
- DUKE, J.C.; FRANZ, D.P. y HUNT III, H.G. (1995): "An examination of debt-equity proxies vs. Actual debt covenant restrictions in accounting choice studies". *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 22(5), pp. 615- 635.

- DUKE, J.C. y HUNT III, H.G. (1990): "An empirical examinations of debt covenant restrictions and accounting - related debt proxies". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 12, pp. 45 - 63.
- DYCKMAN, T.R., y ZEFF, A. (1984):" Two decades of the Journal of Accounting Research". *Journal of Accounting Research*. Vol. 22 (Spring), pp. 225-297.
- DYE, R.A. (1988): "Earnings management in an overlapping generation model. *Journal of Accounting Research*. Vol.26 (2), pp. 195 - 235.
- DYL, E.D. (1989): "Agency, Corporate control and accounting methods - the LIFO - FIFO choice". *Managerial and Decisions Economics*. Vol. 10, pp. 141 - 145.
- EDWARDS, J. (1988a): "Evolución reciente de la teoría financiera de la empresa(I)". *Revista de Economía*. Vol. 2144 (julio), pp. 2827-2830.
- EDWARDS, J. (1988b): "Evolución reciente de la teoría financiera de la empresa(II)". *Revista de Economía*. Vol. 2145(agosto), pp. 2931-2935.
- EISENBERG, T.; SUNDGREN, S. y WELLS, M.T. (1998): "Large board size and decreasing firm value in small firms". *Journal of Financial Economics*. Vol. (48), pp. 35 - 54.
- EL PAIS (2000): "Aumentan los salarios "a la carta"". 7/05/00, pp.5.
- EL-GAZZAR, S.; LILIEN, S. y PASTENA, V. (1989): "The use of out of balance sheet financing to circumvent financial covenant restrictions". *Journal of Accounting, Auditing and Finance*. Vol. 4, pp. 217 - 235.
- ELY, K.M. (1991): "Interindustry differences in the relation between compensation and firm performance variables". *Journal of Accounting Research*. Vol. 29(1), pp. 37-58.
- EMMONS, W.R. y SCHMID, F.A. (1999): "Corporate governance and corporate performance". *Working paper*. Federal Reserve Bank of St. Louis.
- ERIKSON, M. y WANG, S. (1999): "Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 27(2), pp.
- ERIKSON, M. Y WANG, S. (1999): "Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 27(2), pp. 149.176.
- FAMA, E. F. (1980): "Agency problems and the theory of the firm". *Journal of Political Economy*. Vol. 88 (2), pp. 288-307.

- FAMA, E.F. y JENSEN, M.C. (1983a): "Agency problems and residual claims". *Journal of Law and Economics*. Vol. 26(2), pp. 327-349. 1
- FAMA, E.F. y JENSEN, M.C. (1983b): "Separation of ownership and control". *Journal of Law and Economics* . Vol. 26(2), pp. 301-325.
- FANJUL, O.; SALAS, V. y DE LA DEHESA, G. (1998): "Mercado de capitales y gobierno de las empresas". *Moneda y Crédito*. N°. 206, pp. 193 - 231.
- FERNANDEZ, A.I. (1994) (Comp.): *Introducción a las finanzas*. Ed. Civitas. Madrid.
- FRANCIS, J. (1990): "Corporate compliance with debt covenants". *Journal of Accounting Research*. Vol. 28(2), pp. 326-347.
- FRANCIS, J.; HANNA, J.D. y VINCENT, L. 1996): "Causes and effects of discretionary asset write-offs". *Journal of Accounting Research*. Vol. 34(Supplement), pp. 117-134.
- FRANCIS, J. y WILSON, E. (1988): "Auditor changes: a test of theories relating to agency costs and auditor differentiation". *The Accounting Review*. Vol. 64 (October), pp. 663 - 682.
- 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*. Vol. 18 (2), pp. 17 - 34.
- FRANKEL, R.; McNICHOLS, M. y WILSON, G.P. (1995): "Discretionary disclosure and external financing". *The Accounting Review*. Vol. 70(1), pp. 135- 150.
- FRIEDLAN, J.M. (1994): "Accounting choice of issuers of initial public offerings". *Contemporary Accounting Research*. Vol. 11, pp. 1-32.
- FRIEDLAN, J.M. (1994): "Accounting choice of issuers of initial public offerings". *Contemporary Accounting Research*. Vol. 11(1), pp. 1-31.
- FROSS , C. A. y BERNARD, V. L. (1989): "The role of debt covenants in assessing the economic consequences of limiting capitalization of exploitation costs". *The Accounting Review*. October, pp. 788 - 808.
- FUDENBERG, D. y TIROLE, J. (1995): "A theory of income and dividend smoothing based on incumbency rents". *Journal of Political Economy*, Vol. 103, pp. 75 - 93.



- GALLÉN, M.L. (1995). La teoría positiva de la elección financiera. *Técnica Contable*. pp. 45- 56.
- GALLEN, M.L. (1996): "La relación accionistas-directivos: problemas de agencia y mecanismos de control". *Análisis financiero*. Vol. pp, 34- 45.
- GARCÍA, M.A., y MONTERREY, J. (1993): "La revelación voluntaria en las compañías españolas cotizadas en bolsa". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Enero - marzo, pp. 53-70.
- GARETY, M. y LEHN, K. (1997): "The causes and consequences of financial fraud". *Managerial and Decision Economics*. Vol. 18(november-december), pp. 587-599.
- GARZA, X., OKUMURA, M. y KUNIMURA, M. (1999): "Discretionary accrual models and the accounting process". *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- GAVER, J.J. y GAVER, K.M. (1993): "Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 16, pp. 125 - 160.
- GAVER, J.J. y GAVER, K.M. (1998): "The relation between nonrecurring accounting transactions and CEO cash compensation". *The Accounting Review*. Vol. 73(2), pp. 235-253.
- GAVER, J.J.; GAVER, K.M. y AUSTIN, J. (1995): "Additional evidence on bonus plans and income management". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 19, pp. 3-28.
- GIBBONS, R. y MURPHY, K. (1990): "Relative performance evaluation of the chief executive officers". *Industrial an Labor Relations Review*. Vol. 43, pp. 30-51.
- GILSON, S. C. y VETSUYPENS, M. R. (1993): "CEO compensation in financially distressed firms: an empirical analysis". *The Journal of Finance*. Vol. XLVIII (2), pp. 425 - 458.
- GILSON, S.C., (1989): "Management turnover and financial distress". *Journal of Financial and Economics*. Vol. 25, pp. 241 - 262.
- GINER, B. (1996): *La divulgación de información financiera: Una investigación empírica*. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.

- GINER, B. (1997): "Incentivos y motivación en el contexto de la teoría de la red contractual: el papel de la información financiera". *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*. Vol. 6(2), pp. 143-146.
- GJESDAL, F. (1981): "Accounting for stewardship". *Journal of Accounting Research*. Vol. 19 (Spring), pp. 208-231.
- GODFREY, J.M. y JONES, K.L. (1999): "Political costs influences on income smoothing via extraordinary item classification". *Accounting and Finance*. Vol. 39, pp. 229-254.
- GOEL, A.M. y THAKOR, A.V. (2000): "Why do firm smooth earnings". *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- GOODWIN, J. y SEOW, J.L. (2000): "The impact of corporate governance mechanisms on the prevention and detection of control weaknesses, fraud and error: the perceptions of auditors and directors". *23RD European Accounting Association Annual Congress*. Munich.
- GOPALAKRISHNAN, V. y SUGRUE, T.F. (1992): "Economic consequences of pension policy deliberations (SFAS No. 87): an empirical assessment of debt-covenant hypothesis". *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 19(5), pp. 751-775.
- GOPALAKRISHNAN, V. y PARSKASH, M. (1995): "Borrower and lender perceptions of accounting information in corporate lending agreements". *Accounting Horizons*. Vol. 9 (1), pp. 13 -26.
- GORDON, M.J. (1964): "Postulates, Principles and Research in Accounting". *The Accounting Review*. April, pp. 251-263.
- GREENE, W.H. (1999): *Análisis Econométrico*. Prentice Hall Iberia. Madrid.
- GRINER, E.H. y HUSS, F.H. (1995): "Firm size, inside ownership, and accounting - based debt covenants". *Journal of Applied Business Research*. Vol.11 (4), pp: 1 - 8.
- GRINER, E.H. y HUSS, H.F. (1994): "Firm size, insider ownership, and accounting based debt covenants". *Journal of Applied Business Research*. Vol. 11(4), pp. 1-8.
- GROSSMAN, S.J. y HART, O.D. (1982): "Corporate financial structure and managerial incentives". En: McCall, J. (de.) (1982). *The Economics of Information and Uncertainty*. University of Chicago Press, Chicago.

- GROSSMAN, S.J. y HART, O.D. (1983): "An analysis of the principal-agent problem". *Econometrica*. Vol. 51(1), pp. 7-45.
- GROSSMAN, S.J. y HART, O.D. (1986): "The cost and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration". *Journal of Political Economy*. Vol. 94(4), pp. 691-719.
- GUAY, W.R.; KOTHARI, S.P. y WATTS, R.L. (1996): "A market-based evaluation of discretionary accrual models". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 34, pp. 83-105.
- GUENTER, D.A. (1994): "Earnings management in response to corporate tax rate changes: evidence from the 1986 tax reform act". *The Accounting Review*. Vol. 69 (1), pp. 230 - 243.
- GUILDRIY, F.; A.J. LEONE, y S. ROCK. (1999): "Earnings-based bonus plans and earnings management by business - unit managers". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 26, pp. 113 - 142.
- GUJARATHI, M.R. y HOSKIN, R.E. (1992): "Evidence of earnings management by the early adopters of SFAS 96". *Accounting Horizons*. Vol. December, pp. 18-31.
- GUL, F.A., y TSUI, J. (1997): "A test of the free cash flow and debt monitoring hypothesis: evidence form audit pricing". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 24, pp. 219-237.
- GUL, F.A.; TSUI, J. y CHEN, C.J.P. (2000): "Agency costs and audit pricing: evidence on discretionary accruals". *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- HADLOCK, C.J. y LUMER, G.B. (1997): "Compensation, turnover, and top management incentives: historical evidence". *Journal of Business*. Vol. 70 (2), pp. 153 - 187.
- HADLOCK, C.J. y LUMER, G.B. (1997): "Compensation, turnover, and top management incentives: historical evidence". *Journal of Business*. Vol. 70(2), pp. 153-187.
- HAGERMAN, R.L., y ZMIJEWSKI, M.E. (1979): "Some economic determinants of accounting policy choice". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 1, pp. 141 - 161.
- HALL, B. y LIEBMAN, J. (1998): "Are CEOs really paid like bureucrats?". *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 113, pp. 653-691.

- HAN, J.C.Y. y WANG, S. (1998): "Political cost and earnings management of oil companies during the 1990 Persian Gulf crisis". *The Accounting Review*. Vol. 73, pp. 103-118.
- HAND, J.R.M. y SKANTZ, T.R. (1998): "The economic determinants of accounting choices, pp. the unique case of equity carve-outs under SAP 51". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 24, pp. 175 – 203.
- HANSEN, G.A. (1999): "Bias and measurement error in discretionary accrual models". ". *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- HARRIS, M. y RAVIV, A. (1990): "Capital Structure and the informational role of debt", *The Journal of Finance*. Vol. 45 (2), pp. 321-349.
- HARRIS, M. y RAVIV, A. (1979): "Optimal incentive contracts with imperfect information". *Journal of Economic Theory*. Vol. 20, pp. 231-259.
- HART, O.D. (1983): "The market mechanism as an incentive scheme". *Bell Journal of Economics*. Vol. 14, pp. 366-382.
- HART, O.E. (1995): *Firms, contracts and financial structure*. Oxford University Press, Londres.
- HEALY, P. (1996): "Discussion of market- based evaluation of discretionary accrual model". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 34(Supplement), pp. 107-115.
- HEALY, P. M. (1985): "The effect of bonus schemes on accounting decisions". *Journal of Accounting and Economics*. Vol.(7), pp. 85-107
- HEALY, P.M. (1999): "Discussion of earnings - based bonus plans and earnings management by business unit managers". *Journal of Accounting and Econocmis*. Vol. 26, pp. 143 - 147.
- HEALY, P.M. y PALEPU, K.G. (1999): "A review of the voluntary disclosure literature". *Working Paper*. Harvard University.
- HEALY, P.M. y WHALEN, J.M. (1999): "A review of the earnings management literature and its implications for standard setting". *Accounting Horizons*. Vol. 13(4), pp. 365-383.
- HEALY, P.M., y PALEPU, K.G. (1990): "Effectiveness of accounting-based dividend covenants". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 12, pp. 97 - 123.

- HEALY, P.M. y PALEPU, K.G. (1993): "The effect of firms' financial disclosures strategies on stock prices". *Accounting Horizons*. Vol. 7, pp. 1-11.
- HEALY, P.M. y PALEPU, K.G. (1995): "The challenges of investor communications: the case of CUC International, Inc.". *Journal of Financial Economics*. Vol. 38, pp. 111 - 141.
- HEALY, P.M.; KANG, S.H. y PALEPU, K.G. (1987): "The effect of accounting procedure changes on CEOs cash salary and bonus compensation". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. (9), pp. 7-34.
- HEALY, P.M. (1996): "Discussion of a market based evaluation of discretionary accrual models". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 34 (supplement), pp. 107-115.
- HENINGER, W.G. (2001): "The association between auditor liquidation and abnormal accruals". *The Accounting Review*. January
- HILL, C.W. y JONES, T.M. (1992): "Stakeholder-agency theory". *Journal of Management Studies*. Vol. 29 (2), pp. 131 - 153.
- HOLMSTRÖM, B. (1979): "Moral hazard and observability". *Bell Journal of Economics*. Vol. 10, pp. 74 - 91.
- HOLTAUSEN, R.W.; LARCKER, D.F. y SLOAN, R.G. (1995): "Business unit innovation and the structure of executive compensation". *Journal of Accounting and Economics*. vol. 19, pp. 279-313.
- HOLTHAUSEN, R. W. y LEFTWICH, R. W. (1983): "The economic consequences of accounting choice: implications of costly contracting and monitoring". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. (5), pp. 77-117.
- HOLTHAUSEN, R. W.; LARCKER, D. y SLOAN, R. (1995): "Annual bonus schemes and the manipulation of earnings", *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 19, pp. 29-74.
- HOLTHAUSEN, R.W. (1981): "Evidence on the effect of bond covenants and management compensation contracts on the choice of accounting techniques: the case of the depreciation switch - back". *Journal of accounting and economics*. Vol. 3, pp. 73 - 109.

- HOLTHAUSEN, R.W. (1990): "Accounting method choice. Opportunistic behaviour, efficient contracting, and information perspectives". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 12, pp. 207 - 218.
- HOSSAIN M.; LIN-MEI. T. y MIKE, A. (1994): "Voluntary disclosure in an emerging market: some empirical evidence from companies listed on the Kuala Lumpur Stock Market". *Informational Journal of Accounting*. Vol. 29(4), pp. 334-351.
- HUNT, A.; MOYER, S.E. y SHEVLIN, T. (1996): "Managing interacting accounting measures to meet multiple objectives: a study of LIFO firms". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 21, pp. 339-374.
- HUNT III, H.G. (1985): "Potential determinants of corporate inventory accounting decisions". *Journal of Accounting Research*. Vol. 23(2), pp. 448-467.
- HUNT III, H.G. (1986): "The separation of corporate ownership and control: theory, evidence, and implications". *Journal of Accounting Literature*. Vol. 5, pp. 85-124.
- HUTCHINSON, M. (2000): "A contracting-agency analysis of the association between board composition, share ownership and firm performance: an Australian perspective". *23RD European Accounting Association Annual Congress*. Munich.
- IKÄHEIMO, S.; KJELLMAN, A.; HOLMBERG, J. y JUSSILA, S. (2000): "Employee stock option plans and stock market reaction, pp. Evidence from Finland". *23RD European Accounting Association Annual Congress*. Munich.
- ITTNER, C.D.; LARCKER, D.F. y RAJAN, M.V. (1997): "The choice of performance measures in annual bonus contracts". *The Accounting Review*. Vol. 72(2), pp. 231-255.
- JAMES, M.L. (2000): "Timing the adoption of SFAS 87 and discretionary accruals subsequent to adoption". *23RD European Accounting Association Annual Congress*. Munich.
- JANIN, R. (2000): "Accrual-based models for detecting earnings management and the french case". *23RD European Accounting Association Annual Congress*. Munich.
- JENSEN, M. C. (1983): "Organization theory and methodology". *The Accounting Review*. Vol. 63 (2), pp. 319-339.
- JENSEN, M. C. (1990): "Las ofertas públicas de compra: la senda hacia la eficacia de las grandes sociedades". *Harvard - Deusto Business Review*, pp. 71 - 92.

- JENSEN, M.C. (1986): "Agency costs and free cash flow, corporate finance, and takeovers". *The American Economic Review*. Vol. 76 (2), pp. 323-329.
- JENSEN, M.C. (1989): "Eclipse of the public corporation". *Harvard Business Review*. Vol. 89, pp. 61-74.
- JENSEN, M.C. (1993): "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems". *Journal of Finance*. Vol. 48, pp. 831-880.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, N.H. (1976): "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial Economics*. Vol. 76 (October), pp. 305-360.
- JENSEN, M.C. y MURPHY, K. J. (1990): "Performance pay out and top management incentives". *Journal of Political Economy*. Vol. 98, pp. 225 - 264.
- 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*. Vol. 29(4), pp. 299 – 319.
- JIAMBALVO, J. (1996): "Discussion of "Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC"". *Contemporary Accounting Research*. Vol. 13(1), pp. 37-47.
- JOHN, K. y SENBET, L. W. (1998): "Corporate governance and board effectiveness". *Journal of Banking and Finance*. Vol. 22, pp. 371 - 403.
- JOHN, T.A. y JOHN, K. (1993): "Top - management compensation and capital structure". *The Journal of Finance*. Vol. XLVIII (3), pp. 949 - 975.
- JOHNSON, W.B. y RAMANAN, R. (1988): "Discretionary accounting changes from successful efforts to "full cost" methods: 1970-76". *The Accounting Review*. Vol. 63(1), pp. 96-110.
- JONES, J. (1991): "Earnings management during import relief investigations". *Journal of Accounting Research*. Vol. 29, pp. 193-228.
- KALAY, A. (1982): "Shareholders-bondholders conflict and dividend constraints". *Journal of Financial Economics*. Vol. 10(July), pp. 211-233.
- KALLUNKI, J.P. (1999): "Do firm use industry-wide targets when managing earnings? Finnish evidence". *The International Journal of Accounting*. Vol. 34(2), pp. 249-259.

- KANG, S. H. y SHIVARAMAKRISHNAN, K. (1995): "Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach". *Journal of Accounting Research*. Vol. 33(2), pp. 353-367.
- KANG, S.H. (1999): "A conceptual and empirical evaluation of accruals prediction models". *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- KAPLAN, R.S. (1985): "Comments on Paul Healy: Evidence on the effect of bonus schemes on accounting procedure and accrual decisions". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 7, pp. 109-113.
- KAPLAN, S.N. (1994): "Top executive rewards and firm performance: a comparison of Japan and the United States". *Journal of Political Economy*. Vol. 102(3), pp. 510-546.
- KASANEN, E.; KINNUNEN, J. y NISKANEN, J. (1996): "Dividend - based earnings management: empirical evidence from Finland". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 22, pp. 283 - 312.
- KAZNIK, R. (1999): "On the association between voluntary disclosure and earnings management". *Journal of Accounting Research*. Vol. 37(1), pp. 57-81.
- KE, B. (2001): "Why do CEOs of publicly traded firms prefer reporting small increases in earnings and long strings of consecutive earnings increases?". *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- KE, B.; PETRONI, K. y SAFIEDDINE, A. (1999): "Ownership concentration and sensitivity of executive pay to accounting performance measures: evidence from publicly and privately-held insurance companies". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 28, pp. 185-209.
- KEATING, A.S. y ZIMMERMAN, J.L. (1999): "Depreciation policy changes, pp. tax, earnings management, and investment opportunity incentives". *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- KELLY, L. (1985): "Corporate management lobbying on FAS No. 8: some further evidence". *Journal of Accounting Research*. Autumn, pp. 619-632.
- KEY, K.G. (1997): "Political cost incentives for earnings management in the cable television industry". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 23, pp. 309 - 337.

- KHORANA, A. y ZENNER, M. (1998): "Executive compensation of large acquirers in the 1980s". *Journal of Corporate Finance*. Vol. 4, pp. 209-240.
- KIM, O. y SUH, Y. (1993): "Incentive efficiency of compensation based on accounting and market performance". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 16, pp. 25 - 54.
- KINNUNEN, J.; KASANEN, E. y KLISKANEN, J. (1995): "Earnings management and the economy sector hypothesis: empirical evidence on a converse relationship in the Finish case". *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 22(4), pp. 497-520.
- KLEIN, A. (1983): "Contracting costs and residual claims: the separation of ownership and control". *The Journal of Finance*. Vol. 28 (4), pp. 367-374.
- KLEIN, A. (1998a): "Economic determinants of audit committee composition and activity". *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- KLEIN, A. (1998b): "Firm performance and board committee structure". *Journal of Law and Economics*. Vol. 41 (April), pp. 275 - 303.
- KLEIN, A. (2000a): "Audit Committee, Board of director characteristics, and earnings management". *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- KLEIN, A. (2000b): "Causes and consequences of variations in audit committee composition". *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- KOLE, S.R. (1997): "The complexity of compensation contracts". *Journal of Financial Economics*. Vol. 43, pp. 79 - 104.
- LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A. (1999): "Corporate governance around the world". *The Journal of Finance*. Vol. 24 (2), pp. 471 - 517.
- LAMBERT, R. (1984): "Income smoothing as rational equilibrium behaviour". *The Accounting Review*. Vol. 59 (4), pp. 604 - 618.
- LAMBERT, R. y LARKER, D. (1987): "An analysis of the use of accounting and market measures of performance in executive compensation contracts". *Journal of Accounting Research*. Vol. 25, pp. 85-129.
- LAMBERT, R., LANEN, W. y LARCKER, D. (1989): "Executive stock option plans and corporate dividend policy". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 24, pp. 409-425.

- LAMBERT, R.A. (1993): "The use of accounting and security price measures of performance in managerial compensation contracts: a discussion". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 16, pp. 101-124.
- LAMM-TENNANT, J. y ROLLINGS, T. (1994): "Incentives for discretionary accounting practices: ownership structure, earnings, size and taxation". *Journal of Risk and Insurance*. Vol. 61(3), pp. 476-491.
- LAW, S.B.; WALDRON, M. y MACGREGOR, A. (1998): "An examination of the debt/equity proxy for probability of default on loan covenants". *Pacific Accounting Review*. Vol. 10 (2), pp. 33 - 52.
- LEFTWICH, R. (1981): "Evidence of the impact of mandatory changes in accounting principles on corporate loan agreements". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 3, pp. 3 - 36.
- LEFTWICH, R. (1990): "Aggregation of the test statistics: statistics vs. Economics". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 12 (January), pp. 37 - 44.
- LEFTWICH, R.H.; WATTS, R. y ZIMMERMAN, J.L. (1981): " Voluntary Corporate Disclosure : The Case of Interim Reporting". *Journal of Accounting Research*. Vol. 19 (supplement), pp. 50 - 77.
- LEFTWICH, R. (1983): "Accounting information in private markets: evidence from private lending agreements". *The Accounting Review*. Vol. 63, pp. 23 - 42.
- LELAND, H. E. y PYLE, D.H. (1977): "Informational Asymmetries, financial structure and financial intermediation", *The Journal of Finance*. Vol. 32 (2), pp. 371-387.
- LEUZ, C. (1998): "The role of accrual accounting in restricting dividends to shareholders". *The European Accounting Review*. Vol. 7(4), pp. 579-604.
- LEUZ, C.; DELLER, D. y STUBERNRATH, M. (1998): "An international comparison of Accounting-based payout restrictions in the United States, United Kingdom and Germany". *Accounting and Business Research*. Vol. 28(2), pp. 111 - 129.
- LEUZ, C.; NANDA, D. y WYSOCKI, P. (2000): "Earnings management around the world". *23RD European Accounting Association Annual Congress*. Munich.
- LEV, B. (1979): "The impact of accounting regulation on stock market: the case of oil and gas companies". *The Accounting Review*. Vol. 54(July), pp. 485-503.

- LEWELLEN, W.; LODERER, C. y MARTIN, K. (1987): "Executive compensation and executive incentive problems: an empirical analysis". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 9, pp. 287-310.
- LIAO, S.S. (1979): "The effect of the separation of ownership from control on accounting policy decisions: a comment". *The Accounting Review*. Vol. 54(2), pp. 414-416.
- LIBERTY, S.E. y ZIMMERMAN, J.L. (1986): "Labor union contract negotiations and accounting choices". *The Accounting Review*. Vol. 61(4), pp. 692-712.
- LILIEN, S. y PASTENA, V. (1982): "Determinants of intramethods choice in the oil and gas industry". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 4, pp. 145 - 170.
- LILIEN, S.; MELLMAN, M. y PASTENA, V. (1988): "Accounting changes: successful versus unsuccessful firms". *The Accounting Review*. Vol. 63(4), pp. 642-656.
- LIM, S. y MALTOCSY, Z. (1999): "Earnings management of firm subjected to products price controls". *Accounting and Finance*. Vol. 39, pp. 131-150.
- LIM, S. y MCKINNON, J. (1993): "Voluntary disclosure by NSW statutory authorities the influence of political visibility". *Journal of Accounting and Public Policy*. Vol. 12(3), pp, 189-216.
- LINSMEIER, T.J.; NAIR, R.D., y WEYGANDT, J.J.(1988): "UK Tax legislation and the switch to the liability method for income taxes". *Journal of Business, Finance and Accounting*. Vol. 15(3), pp. 335 - 351.
- LITNER, J. (1965): "The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets". *Review of Economics and Statistics*. Vol. 47 (February), pp.13-37.
- LOOMIS, C.J. (1999): "Lies, dammed lies, and managed earnings". *Fortune*. August, 86-95.
- LYS, T. (1984): "Mandated accounting changes and debt covenants: the case of oil and gas accounting". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 6 (April), pp. 39-65.
- MADDALA, G.S. (1996): *Introducción a la econometría*. Prentice Hall Hispanoamericana, México.
- MAGNAN, M.; NADEAU, C. y CORNIER, D. (1999): "Earnings management during antidumping investigations: analysis and implications". *Canadian Journal of Administrative Sciences*. Vol. 16(2), pp. 132-148.

- MAKAR, S.D. y ALAM, P. (1998): "Earnings management and untrustworthy investigations: political costs over business cycles". *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 25(5-6), pp. 701-720.
- MALMQUIST, D.H. (1990): "Efficient contracting and the choice of accounting method in the oil and gas industry". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 12, pp. 173 - 205.
- MATOLCSY, Z.P.; STOKES, D. y WRIGHT, A. (2000): "The value relevance of board composition within corporate governance". *23RD European Accounting Association Annual Congress*. Munich.
- MAYDEW, E.L. (1997): "Tax reduced earnings management by firms with net operating losses". *Journal of Accounting Research*. Vol. 35(1), pp. 83-96.
- MAYERS, D. y SMITH, C.W.Jr. (1992): "Executive compensation in the life insurance industry". *Journal of Business*. Vol. 65(1), pp. 51-74.
- McCONNELL, J. y SERVAES, H. (1990): "Additional evidence on equity ownership and corporate value". *Journal of Financial Economics*. Vol. 26, pp. 595-612.
- MCCULLOCH, B.W. (1998): "Multi-period incentives and alternatives dials for earnings management". *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- MCKINNON J.L. y DALIMUNTHE, L. (1993): "Voluntary disclosure of segment information by Australian diversified companies". *Accounting and Finance* Vol. 33, pp 33- 50.
- MCNICHOLS M. y WILSON, G.P. (1988): "Evidence of earnings management from the provision for bad debts". *Journal of Accounting Research*. Vol. 26(supplement), pp. 1 - 31.
- MEHRAN, H. (1995): "Executive compensation structure, ownership, and firm performance". *Journal of Financial Economics*. Vol. 38, pp. 163 - 184.
- MELIS, A. (1998): "Corporate governance in Europe: an empirical analysis of the Italian case among non financial listed companies". *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- MELLE, M., y MAROTO, J.A. (1999): "Una aplicación del gobierno de empresas: incidencia de las administraciones públicas en las decisiones asignativas de las cajas

- de ahorro españolas". *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*. Vol. 8 (2), pp. 9-40.
- MENSAH, Y. M.; CONSIDINE, J.A. y JAN, L. (1994): "Statutory insolvency regulations and earnings management in the prepaid health care industry". *The Accounting Review*. Vol. 69(1), pp. 70 - 95.
- MENSAH, Y.M.; CONIDINI, J.M. y OAKES, L. (1994): "Adverse public policy implications of accounting conservatism doctrine: the case of premium rate regulation in the HMO industry". *Journal of Accounting and Public Policy*. Vol. 13(4), pp. 305-311.
- MEYER, M.J.; KARIM, K.E. y GARA, S.C. (2000): "Political cost and accounting method choice: the pharmaceutical industry". 23RD *European Accounting Association Annual Congress*. Munich
- MIAN, S.L. y SMITH, C.W. (1990): "Incentives for unconsolidated financial reporting". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 12, pp. 141-171.
- MILGROM, P. y ROBERTS, J. (1993): *Economía, organización y gestión de la empresa*. Ariel Economía, Barcelona.
- MILLER, M. H. y ROCK, K. (1985): "Dividend policy under asymmetric information", *The Journal of Finance*. Vol. 40 (4), pp. 1031-1051.
- MISSONIER - PIERA F. (2000): "The determinants of Accounting Policies: the case of Swiss listed companies". 23RD *European Accounting Association Annual Meeting*. Munich.
- MITCHELL J.D.; CHIA, C.W.L. y LOH, A.S. (1995): "Voluntary disclosure of segment information: further Australian evidence" *Accounting and Finance*. Vol. 35, pp 1-16.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, R. (1958): "The cost of the capital, corporation finance, and the theory of investment". *The American Economic Review*. Vol. 68 (3), pp. 261-297.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, R. (1963): "Corporate income taxes and the cost of capital a correction". *The American Economic Review*. Vol. 53 (2), pp. 433-443.
- MOHRMAN, M.B. (1993): "Debt covenant and FAS No. 19: a test of the debt covenant hypothesis". *The Accounting Review*. Vol. 68(2), pp. 273 - 288.

- MOHRMAN, M.B. (1996): "The use of fixed GAAP provisions in debt contracts". *Accounting Horizons*. Vol. 10(3), pp. 78 - 91.
- MONTERREY, J. (1998): "Un recorrido por la contabilidad positiva". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Vol. 27(95): 427 - 467.
- MORA, 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*. Vol. 25 (86), pp. 161 - 178.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1988): "Management ownership and market valuation: an empirical analysis". *Journal of Financial Economics*. Vol. 20, pp. 293 - 315.
- MOSES, O.D. (1987): "Income smoothing and incentives: empirical tests using accounting changes". *The Accounting Review*, Vol. 62 (2), pp. 358 - 377.
- MOYER, S. E. (1990): "Capital adequacy ratio regulations and accounting choices in commercial banks". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 13, pp. 123 - 154.
- MURPHY, K. K. y ZIMMERMAN, J.L. (1993): "Financial performance surrounding CEO turnover". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 16, pp. 273 - 316.
- MURPHY, K.J. (1985): "Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 7, pp. 11-42.
- MYERS, L.A. y SKINNER, D.J. (1999): "Earnings momentum and earnings management". *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- MYERS, L.A. y SKINNER, D.J. (1999). Earnings momentum and earnings management. *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- MYERS, S. C. y MAJLUF, N. S. (1984): "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors don't have". *The Journal of Financial Economics*. Vol. (13), pp. 77-107.
- MYERS, S.C. (1977): "Determinants of corporate borrowing". *Journal of Financial Economics*. Vol. 5, pp. 147-175.
- NAVISSI, F. (1999): "Earnings management under price regulation". *Contemporary Accounting Research*. Vol. 16(2), pp. 281-304.

- NEILL, J.D.; POURCIAUX, S.G. y SCHAEFER, T.H. (1995): "Accounting method choice and IPO valuation". *Accounting Horizons*. Vol. 9(2), pp. 68-80.
- NELSON, M.W.; ELLIOTT, J.A. y TARPLEY, R.L. (2000): "Where do companies attempt earnings management, and when do auditors prevent it?". *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- NEWMAN, H.A. (1989): "Selection of short-term accounting-based bonus plans". *The Accounting Review*. Vol. 64, pp. 758-772.
- NICHOLS, D.T. y SMITH, D.B. (1983): "Auditor credibility and auditor changes". *Journal of Accounting Research*. Vol. 21(Fall), pp. 534-544.
- NIEHAUS, G.R. (1989): "Ownership structure and inventory method choice". *The Accounting Review*. Vol. LXIV (2), pp. 569 - 284.
- NOVALES, A. (1998): *Econometría*. McGraw-Hill, 2ª edición. Madrid.
- O'BYRNE, S. (1990): "Shareholder return and management performance" *Compensation and Benefits Review*. January, pp. 30-37.
- PAEK, W. y PRESS, E. (1997): "Discretionary accruals, managers' incentives, and stock prices". *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- PALMROSE, Z. (1986): "Audit fees and auditor size: Further evidence". *Journal of Accounting Research*. Vol. 24(Spring), pp. 97-110.
- PATTON, A. Y BAKER, J.C. (1987): "Why won't directors rock the boat?". *Harvard Business review*. Vol. 6, pp. 10-18.
- PEASNELL, K.; POPE, P.F. y YOUNG, S. (2000): "Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accrual models". *Journal of Business Research*. Vol. 30(4), pp. 313-326.
- PEASNELL, K.V. (1998): "Discussion of earnings management using asset sales: an international study of countries allowing noncurrent asset revaluation". *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 25(9), pp. 1319-1324.
- PEASNELL, K.V.; POPE, P.F. y YOUNG, S. (1998): "Outside directors, board effectiveness, and earnings management". *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.

- PEASNELL, K.V.; POPE, P.F. y YOUNG, S. (1999): "Accrual management to meet earnings targets: did Cadbury make a difference?". *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- PEASNELL, K.V.; POPE, P.F. y YOUNG, S. (2000): "Board monitoring and earnings management: do outside directors influence abnormal accruals?". *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- PERRY, S.E. y WILLIAMS, T.H. (1994): "Earnings management preceding management buyouts offers". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 18, pp. 157-179.
- PERRY, T. (1999): "Incentive compensation for outside directors and CEO turnover". *Working Paper*. Arizona State University.
- PERRY, T., Y ZENNER, M. (2000): "CEO compensation in the 1990s: shareholder alignment or shareholder expropriation?". *23RD European Accounting Association Annual Congress*. Munich.
- PETRONI, K. R. (1992): "Optimistic reporting in the property -casualty insurance industry". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 15, pp. 485-508.
- PFEIFFER, R.J.; ELGERS, P.T.; LO, M.H. y REES, L. (1998): "Additional evidence on the incremental information content of Cash Flows and Accruals: the impact of errors in measuring market expectations". *The accounting Review*. Vol. 74(3), pp. 373-385.
- PINA, V. (1988): *Efectos económicos de las normas contables*. Monografía 11. Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.
- PINCUS, K.; RUSBARSKY, M. y WONG, J. (1989): "Voluntary formation for corporate audit committees among NASDAQ firms". *Journal of Accounting and Public Policy*. Vol. 8, pp. 239-265.
- POURCIAU, S. (1993): "Earnings management and nonroutine executive changes". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 16, pp. 317 - 336.
- PRESS, E.G. y PAEK, W.D. (1998): "Discretionary accruals, manager incentives and stock prices". *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- PRESS, E.G., y WEINTROP, J.B. (1990): "Accounting-based constraints in public and private debt agreements". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 12, pp. 65-95.

- PROWSE, S. (1994): "Corporate governance in an international perspective; a survey of corporate control mechanisms among large firms in the United States, the United Kingdom, Japan and Germany". *Economic paper* Vol.41 (July), pp. 7 - 79.
- RAJAN, R. G. y ZINGALES, L. (1992): "Debt, folklore, and cross - country differences in financial structure". *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 5 (2), pp. 102 - 107.
- RAJAN, R. G. y ZINGALES, L. (1995): "What do we know about capital structure? Some evidence from international data". *The Journal of Finance*. Vol. 50 (5), pp. 1421 - 1459.
- RAJAN, R., y ZINGALES, L. (1998): "Debt, folklore, and cross-country differences in financial structure". *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 10(4), pp.102 -107.
- RAJAN, R.G. y ZINGALES, L. (1998): "The governance of the new enterprise". *Working Paper*, University of Chicago.
- RAJGOPAL, S. y VENKATACHALAM, M. (1998): "The role of institutional investors in corporate governance". *Mimeograph*.
- RAJGOPAL, S. y VENKATACHALAM, M., y JIAMBALVO, J. (1999): "Is institutional ownership associated with earnings management and the extent to which stock prices reflect future earnings?". *Mimeograph*.
- RAPPAPORT, A. (1990): "The staying power of the public corporation". *Harvard Business Review*. Vol. 90, pp. 96-101.
- RAYBURN, J. y LENWAY, S. (1992): "An investigation of the behaviour of accruals in the semiconductor industry: 1985". *Contemporary Accounting Research*. Vol. 9(1), pp. 237-251.
- REES, L.; GILL, S. y GORES, R. (1996): "An investigation of asset write-downs and concurrent abnormal accruals". *Journal of Accounting Research*. Vol. 34(Supplement), pp. 157-169.
- ROBB, S.W.G. (1998): "The effect of analyst' forecast on earnings management in financial institutions". *Journal of Financial Research*. Vol. 21(3), pp. 315-331.
- RODRÍGUEZ, J.A. (1997): *Capital, control y resultados en la gran empresa*. Servicio de Publicaciones de la Universidad de Valladolid. Valladolid.

- ROSENSTEIN, S. y WYATT, J.G. (1990): "Outside directors, board independence, and shareholder wealth". *Journal of Financial Economics* . Vol. 26, pp. 175 - 191.
- ROSS, S.A. (1977): "The determination of financial structure: the incentive-signalling approach". *The Bell Journal of Economics*. Vol. 8, pp. 23-40.
- ROSS, S. A. (1973): "The economic theory of agency: the principal's problem". *The American Economic Review*". Vol. 63 (2). 134-139.
- SÁEZ, J.L. (1995): "Factores determinantes de la elección contable según el proceso de regulación económica adaptado a la comunidad de Galicia". *VIII Congreso AECA*.
- SALY, P.J. (1994): "Repricing executive stock options in a down market". *Journal of Accounting and Economics*. Vol.18, pp. 325 - 356.
- SAURINA, J. 1999. ¿Existe alisamiento del beneficio en las cajas de ahorros españolas? *Moneda y Crédito*, (209), pp. 161 - 193.
- SCHIPPER, K. (1989): "Commentary on earnings management". *Accounting Horizons*, Vol. 3(4), pp. 91-101.
- SCHIPPER, K. (1999): "Implications of requirements to discuss quality (not just acceptability) of reporting on accounting research and the decision making of standard setter, regulators, management, audit committees, and auditors". *Address at the 1999 AAA/FASB Financial Reporting Issues Conference*.
- SCOTT, T.W. (1991): "Pension disclosures under SFAS No. 87: theory and evidence". *Contemporary Accounting Research*. Vol. 8(1), pp. 62 - 81.
- SEAMER, M. (2000): "Board composition and the incidence of management perpetrated fraud in Australia". *23RD European Accounting Association Annual Congress*. Munich.
- SHARPE, W. F. (1964): "Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk", *The Journal of Finance*. Vol. 19 (September), pp. 442-452.
- SHIPPER, K. (1989): "Commentary on earnings management". *Accounting horizons*. Vol. 3, pp. 91 - 102.
- SHIVAKUMAR, L. (2000): "Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offerings?" *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 29(3), pp.

- SHIVDASANI, A. (1993): "Board composition, ownership structure, and hostile takeover". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 16, 167 - 198.
- SHIVDASANI, A. y YERMARCK, D. (1999): " CEO involvement in the selection of new board members: an empirical analysis". *Journal of Finance*. Vol. 54, pp. 1829-1853.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R. W. (1986): "Large shareholders and corporate control". *Journal of Political Economy*. Vol. 94 (3), pp. 461-488.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1997): "A survey of corporate governance". *The Journal of Finance*. Vol. LII(2), pp. 737 - 783.
- SHORT, H.; KEASEY, K.; WRIGHT, M. y HULL, A. (1999):" Corporate governance: from accountability to enterprise". *Accounting and Business Research*. Vol. 29(4), pp. 337 - 352.
- SHORT, H. y KEASEY, K. (1999): "Managerial ownership and the performance of firms: evidence from the U.K.". *Journal of Corporate Finance*. Vol. 5, pp. 79-101.
- SKINNER, D.J. (1993): "The investment opportunity set and accounting procedure choice". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 16, pp. 407 - 445.
- SLOAN, R.G. (1993): "Accounting earnings and top executives compensation". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 16, pp. 55 - 100.
- SLOAN, R.G. (1996): "Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?". *The Accounting Review*. Vol. 71, pp. 289-315.
- SMITH, A. (1776): *Investigación de la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones*. Facsímil. Valladolid.
- SMITH, A. (1993): "Earnings and management incentives: comments". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 16, pp. 337 - 348.
- SMITH, C.W. (1993): "A perspective on accounting based debt covenants violation" *The Accounting Review*. Vol. 68(2), pp. 289-303.
- SMITH, C.W. y WATTS, R.L. (1992): "The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies". *Journal of Financial Economics*. Vol. 32, pp. 263 - 292.
- SMITH, C.W., y WARNER, J.B. (1979): "On financial contracting: an analysis of bond covenants". *Journal of Financial Economics*. Vol. 7, pp. 117-161.

- SMITH, C.W. y WATTS, R.L. (1982): "Incentive and tax effects of executive compensation plans". *Australian Journal of Management*. Vol. 7, pp. 139 - 157.
- SMITH, E.D. (1976): "The effect of the separation of ownership from control on accounting policy decisions". *The Accounting Review*. Vol. 51(4), pp. 707 - 723.
- SMITH, M.P. (1996): "Shareholders activism by institutional investors: evidence from Calpers". *Journal of Finance*. Vol. 51, pp. 227-252.
- STEIN, J.C. (1989): "Efficient capital markets, inefficient firms: a model of myopic corporate behaviour". *Quarterly Journal of Economics*. Vol. pp. 655-669.
- STIGLER, G.J. (1971): "The theory of economic regulation". *The Bell Journal of Economics and Management Science*. Vol. 2(Spring), pp. 3-21.
- STOKES, D.J., y WHINCOP, M.J. (1993): "Covenants and accounting information in the market for classes of preferred stock". *Contemporary Accounting Research*. Vol. 9(2), pp. 463 - 478.
- STULZ, R. (1988): "Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control". *Journal of Financial Economics*. Vol. 20, pp. 25-54.
- SUBRAMANYAM, K.R. (1996): "The pricing of discretionary accruals". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 22, pp. 249-281.
- SWEENEY, A.P. (1994): "Debt-covenant violations and managers' accounting responses". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 17, pp. 281 -308.
- TEOH, S., y WONG, T. (1993): " Perceived auditor quality and the earnings response coefficient". *The Accounting Review*. Vol. 68 (April), pp. 346-367.
- TEOH, S.H., WELCH, I. y WONG, T.J.(1998): "Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings". *Journal of Financial Economic*. Vol. 50, pp. 63 – 99.
- TEOH, S.H.; WELCH, I. y WONG, T.J. (1998): "Earnings management and the long run market performance of initial public offerings". *The Journal of Finance*. Vol. 53(6), pp. 1935-1974.
- TROMBLEY, M.A. (1989): "Accounting method choice in the software industry: characteristics of firms electing early adoption of SFAS No. 86". *The Accounting Review*. Vol. 14(3), pp. 529-149.

- TRUEMAN, B. y TITMAN, S. (1988): "An explanation for accounting income smoothing". *Journal of Accounting Research*, Vol. 26 (Supplement), pp. 127 - 139.
- TUFANO, P. (1996): "Who manages risk? An empirical examination of risk management practices in the gold mining industry". *Journal of Finance*. Vol. 51, pp. 1097-1137.
- TUNG, S.S. y WEYGANDT, J.J. (1994): "The determinants of timing in the adoption of new accounting standards: a study of SFAS No. 87, Employers' accounting for pensions". *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, pp. 325 - 337.
- VAFEAS, N.; OCKREE, K.; VLITTIS, A. Y KATRANIS, P. (2000): "Earnings management around share repurchases". *23RD European Accounting Association Annual Congress*. Munich.
- VAFEAS, N. (1999): "Board meeting frequency and firm performance". *Journal of Financial Economics*. Vol. 53, pp. 113 - 142.
- VICKNAIR, D.; HICKMAN, K. y CARNER, K.C. (1993): "A note on audit committee independence: evidence from NYSE on grey area directors". *Accounting Horizons*. Vol. 7(March), pp. 53-57.
- WALLACE, J.S. (1997): "Adopting residual income - based compensation plans: Do you get what you pay for?". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 24, pp. 275 - 300.
- WANG, Z. y WILLIAMS, T.H. (1994): "Accounting income smoothing and stockholder wealth". *Journal of Applied Business Research*. Vol. 10(3), pp. 96-104.
- WANG, Z. y WILLIAMS, T. (1994): "Accounting income smoothing and stockholder wealth". *Journal of Applied Business Research*, Vol. 10 (3), pp. 96 - 104.
- WARFIELD, T.D.; WILD, J.J. y WILD, K.L. (1995): "Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings". *Journal of Accounting and Economics*. Vol.16, pp. 61 -91.
- WATTS, R. L. y ZIMMERMAN, J.L. (1978): "Towards a positive accounting theory of the determination of accounting standards". *The Accounting Review*. Vol. 53 (January), pp. 112-134.
- WATTS, R. L. y ZIMMERMAN, J.L. (1979): "The demand for and supply of accounting theories: the market for excuses". *The Accounting Review*. Vol. 54 (April), pp. 273-305.

- WATTS, R. L. y ZIMMERMAN, J.L. (1986): *Positive accounting theory*. Prentice- Hall International Editions.
- WATTS, R. L. y ZIMMERMAN, J.L. (1990): "Positive accounting theory: A ten year perspective". *The Accounting Review*. Vol. 65, pp. 131-156.
- WATTS, R.L., y ZIMMERMAN, J. (1983): "Agency problems, auditing and the theory of the firm: some evidence". *Journal of Law and Economics*. Vol. 26(October), pp. 613-634.
- WEIR., C. y LAING., D. (2000): "Corporate governance mechanisms and their impact on the performance of UK companies". 23RD *European Accounting Association Annual Congress*. Munich
- WEISBACH, M. S. (1988): "Outside directors and CEO turnover". *Journal of Financial Economics*. Vol. 20, pp. 431 - 460.
- WEISBACH, M.S. (1993): "Corporate governance and hostile takeover". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 16, pp. 200-208.
- WEISBACH, M.S. (1995): "CEO turnover and the firm's investment decisions". *Journal of Financial Economics*. Vol. 37, pp. 159 - 188.
- WHITTINGTON, G. (1993): "Corporate governance and the regulation of financial reporting". *Journal of Business Research*. Vol. 23(916), pp. 311-319.
- WHITTRED, G. y ZIMMER, I. (1994): "Contracting cost determinants of GAAP for joint ventures in an unregulated environment". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 17, pp. 95-111.
- WILD, J.J. (1994): "Managerial accountability to shareholders: audit committees and the explanatory power of earnings for returns". *British Accounting Review*. Vol. 26, pp. 353 - 374.
- WILD, J.J. (1996): "The audit committee and earnings quality". *Journal of Accounting and Finance*. Vol. 11, 247-276.
- WILLIAMSON, O.E. (1988): "Corporate finance and corporate governance". *The Journal of Finance*. Vol. 43(3), pp. 567-591.
- WONG J. (1988a): "Economics incentives for the voluntary disclosure of current cost financial statement". *Journal of accounting and economics*. pp. 151 - 167.

- WONG, J. (1988b): "Political costs and an intraperiod accounting choice for export tax credits". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 10,¹ pp. 37-51.
- WRIGHT, D.W. (1996): "Evidence on the relation between corporate governance characteristics and the quality of financial reporting". *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- WRUCK, K.H. (1993): "Stock based incentives and investment decisions: a comment". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 16, pp. 373-379.
- WU, J.W. (1997): "Management buyouts and earnings management". *Journal of Accounting, Auditing and Finance*. Vol. 12(4), pp. 373-389.
- YERMARCK, D. (1995): "Do corporations award CEO stock options effectively?". *Journal of Financial Economics*. Vol. 39, pp. 237 - 269.
- YERMARCK, D. (1997): "Good timing: CEO stock option awards and company news announcements". *Journal of Finance*. Vol. 52, pp. 449-476.
- YERMARK. D. (1996): "Higher market valuation of companies with a small board of directors". *Journal of Financial Economics*. Vol. 40, pp. 185 - 211.
- YOUNG, S. (1999): "Systematic measurement error in the estimation of discretionary accruals: an evaluation of alternative modelling procedures". *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol. 26(7), pp. 833 - 861.
- ZIMMER, I. (1986): "Accounting for interest by real estate developers". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. (8), pp. 37-51.
- ZIMMERMAN, J.L. (1983): "Taxes and firm size". *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 5, pp. 119 - 149.
- ZINGALES, L. (1997): "Corporate Governance". *Working Paper*, University of Chicago.
- ZMIJEWSKI, M. y HAGERMAN, R. (1981): "An income strategy approach to the positive theory of accounting standard setting /choice". *Journal of accounting and economics*. Vol. 3, pp. 129 - 149.

ANEXOS

ANEXO I

Autores del trabajo	Procedimiento contable	Hipótesis	Resultados
Ali y otros (1994)	Adopción del SFAS 87	H. de endeudamiento H. de planes de compensación H. de los costes políticos	Consistente Consistente Consistente
Ayes (1986)	Adopción de SFAS 52	H. de endeudamiento H. de planes de compensación H. de los costes políticos	Consistente Consistente Consistente
Bartov (1993)	Momento de venta de activos	H. de endeudamiento	Consistente
Beneish (1999)	Ajustes por devengo en empresas que han violado GAAP	H. de endeudamiento H. de planes de compensación	Inconsistente Consistente
Blacconier y otros (1991)	Adopción voluntaria de una regulación sectorial de seguros	H. de los costes políticos	Consistente
Boween y otros (1981)	Capitalización de intereses	H. de endeudamiento H. de los costes políticos	Consistente Inconsistente para empresas no petrolíferas. Consistente para las grandes empresas petrolíferas
Bowen y otros (1995)	Varios métodos contables	H. de endeudamiento H. de los costes políticos	Consistente en 3 de 5 años Consistente

Boynton y otros (1993)	Ajustes por devengo	H. de los costes políticos	Consistente
Cahan y otros (1997)	Ajustes por devengo	H. de los costes políticos	Consistente
Chen y otros (1996)	Provisión insolvencia	H. de los costes políticos	consistente
Collins y otros (1981) *	Activación de gastos de I + D	H. de endeudamiento	Consistente
Daley y Vigeland (1983)	Activación de gastos de I + D	H. de endeudamiento H. de los costes políticos	Consistente Consistente
Deakin (1979)	Capitalización de costes en empresas petrolíferas.	H. de los costes políticos	Consistente
Dechow y otros (1996)*	Contabilización de compensación basada en acciones	H. de endeudamiento	Inconsistente
Dechow y otros (1996)	Aplicación de normativa tendente a aumentar resultados y seguimiento por SEC	H. de endeudamiento H. de planes de compensación	Consistente Inconsistente
Dechow y otros (1996)	Posición respecto a la contabilización de compensación con acciones	H. de los costes políticos	Inconsistente
DeFond y otros (1991)	Errores contables	H. de endeudamiento H. de planes de compensación	Inconsistente Consistente

Dempsey y otros (1993)	Partidas extraordinarias	H. de estructura de propiedad	Consistente con alisamiento
Dhaliwal (1980)**	Capitalización de costes en empresas petrolíferas	H. de endeudamiento	Consistente
Dhaliwal (1988)	Método de amortización	H. de endeudamiento H. de los costes políticos	Consistente Consistente
Dhaliwal y otros (1982)	Método de amortización	H. de endeudamiento	Consistente
Dykman y Smith (1979)*	Activación de gastos de I + D	H. de endeudamiento	Inconsistente
Dyl (1989)	Valoración de inventarios	H. de estructura de propiedad	Consistente
El – Gazar y Pastena (1989)	Método de amortización	H. de endeudamiento	Consistente
Gaver et al. (1995)	Ajustes por devengo totales y discrecionales	H. de planes de compensación	Consistente con alisamiento
Gopalakrishnan y Sugrue (1992)*	Adopción de SFAS 87	H. de endeudamiento	Inconsistente
Guenther (1994)	Ajustes por devengo	H. de endeudamiento H. de los costes políticos	Consistente Consistente

Guildry y otros (1999)	Ajustes por devengo totales y discrecionales	H. de planes de compensación	Consistente
Hagerman y Zimijewski (1979)	Varios métodos contables	H. de planes de compensación H. de los costes políticos	Consistente Consistente excepto para periodo de amortización
Hand y otros (1998)	Método de consolidación	H. de endeudamiento H. de los costes políticos	Consistente Inconsistente
Healy (1985)	Ajustes por devengo totales y cambio de procedimiento contable	H. de planes de compensación	Consistente
Healy y Palepu (1990)	Varios métodos contables	H. de endeudamiento	Inconsistente
Holthausen y otros (1995)	Ajustes por devengo discrecionales y decisiones reales	H. de planes de compensación	Consistente con alisamiento hacia función objetivo ajustada
Hunt (1985)	Valoración de inventarios	H. de endeudamiento	Consistente
Hunt y otros (1996)	Varios métodos contables y ajustes por devengo	H. de endeudamiento	Consistente excepto para amortización
James (2000)	Adopción de SFAS 87 y ajustes por devengo	H. de endeudamiento H. de los costes políticos	Inconsistente Consistente
Johnson y Ramanan (1988)	Capitalización de costes en empresas petrolíferas	H. de endeudamiento	consistente

Jones (1991)	Ajustes por devengo	H. de los costes políticos	consistente
Key (1997)	Ajustes por devengo	H. de los costes políticos	Consistente
Lamm- Tennant y otros (1994)	Cambio de método contable y correcciones valorativas	H. de planes de compensación	Inconsistente
Lilian y Pastena (1982)	Capitalización de costes en empresas petrolíferas.	H. de endeudamiento H. de los costes políticos	Consistente Consistente
Linsmeier y otros (1988)*	Cambio obligatorio de contabilización de impuestos	H. de endeudamiento	Inconsistente
Lys (1984)*	Activación de gastos de I + D	H. de endeudamiento	Consistente
Malmquist (1990)	Capitalización de costes en industrias petrolíferas	H. de los costes políticos H. de endeudamiento	Consistente Consistente
Mensah y otros (1994)	Provisión para contingencias	H. de los costes políticos	Consistente
Meyer y otros (2000)	Varios métodos contables	H. de endeudamiento H. de los costes políticos	Inconsistente Consistente
Missonier – Piera (2000)	Varios métodos contables	H. de endeudamiento H. de los costes políticos H. de planes de compensación	Consistente Inconsistente Inconsistente
Mohrman (1993)*	Adopción del SFAS 19	H. de endeudamiento	Consistente
Mora y otros (1996)	Consolidación voluntaria	H. de los costes políticos	Consistente

Moyer (1990)	Provisiones	H. de los costes políticos	Inconsistente
Niehaus (1989)	Valoración de inventarios	H. de estructura de propiedad	Consistente
Oswald (2000)	Contabilización de I + D	H. de endeudamiento	Inconsistente
Scott (1991)	Adopción de SFAS 87	H. de endeudamiento	Inconsistente
		H. de planes de compensación	Consistente
		H. de los costes políticos	Consistente
Sweeney (1992)	Varios métodos contables	H. de endeudamiento	Consistente
Tung y otros (1994)	Adopción de SFAS 87	H. de endeudamiento	Consistente
		H. de los costes políticos	Inconsistente
Warfield y otros (1995)	Ajustes por devengo discrecionales	H. de estructura de propiedad	Consistente
Watts y Zimmerman (1978)	Norma de ajustes de estados contables al nivel de precios	H. de los costes políticos	Consistente
Wong (1988b)	Contabilización de créditos impositivos a la exportación	H. de endeudamiento H. de los costes políticos	Consistente Consistente
Zimmer (1986)	Capitalización de intereses	H. de los costes políticos	Consistente
Zmijewski y Hagerman (1981)	Varios métodos contables	H. de planes de compensación	Consistente
		H. de endeudamiento	Consistente
		H. de los costes políticos	Consistente

* Trabajo explicativo de los rendimientos anormales de mercado

* * Trabajo explicativo del posicionamiento respecto a la introducción de una norma contable.

GRÁFICO 1

Empresas donde el resultado antes de ajustes por devengo discretionales es inferior al resultado del ejercicio anterior

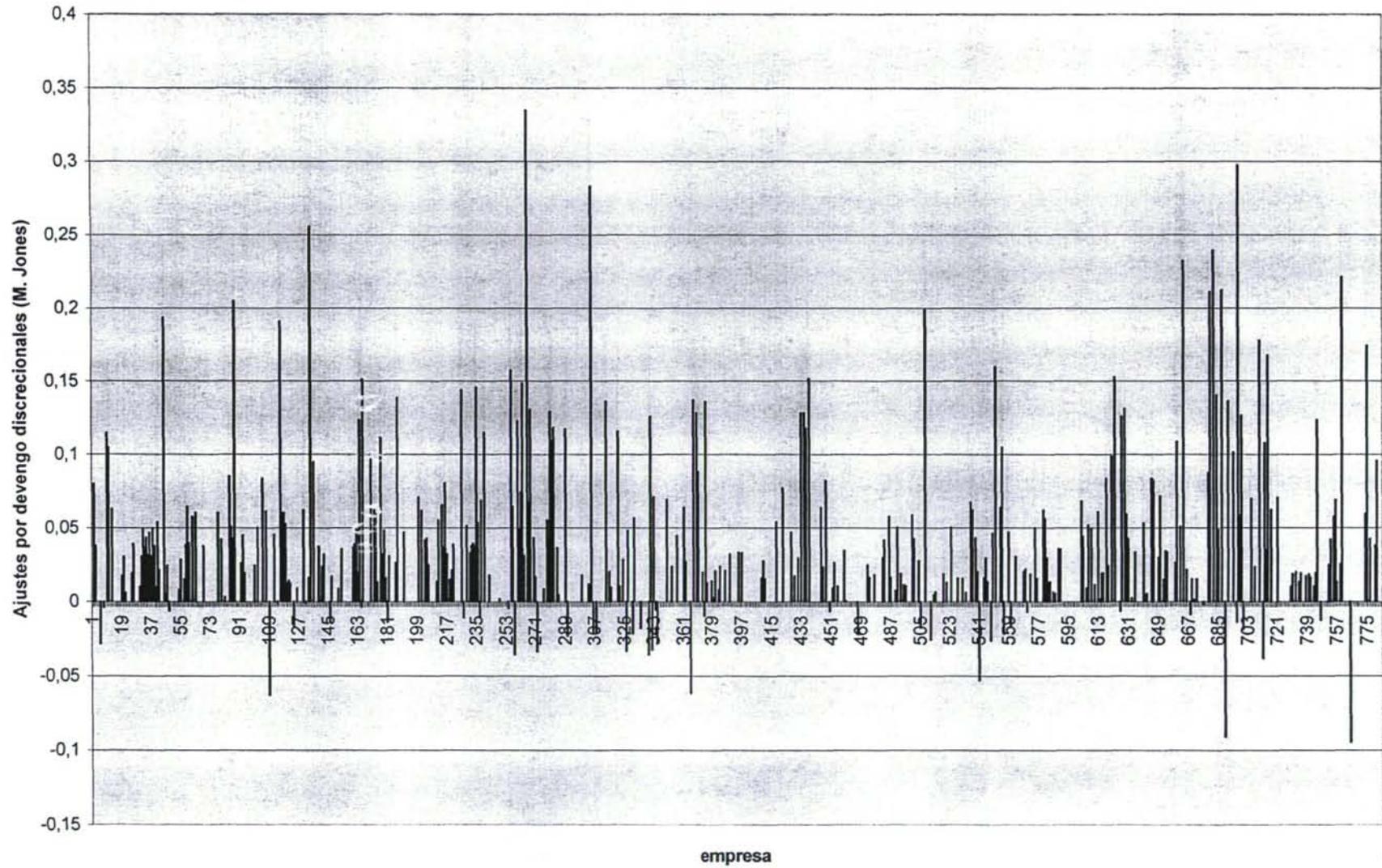


GRÁFICO 2

Empresas donde el resultado antes de ajustes por devengo discretionales es superior al resultado del ejercicio anterior

