



**UNIVERSITAT POLITÈCNICA
DE CATALUNYA**

Departament d'Organització d'Empreses

**LA CALIDAD DE LA INFORMACIÓN
CONTABLE EN LAS EMPRESAS FAMILIARES
Y NO FAMILIARES EN ESPAÑA**

TESIS DOCTORAL

Doctorando: **Eduardo Soler Vila**

Directores: **M. Carme Martínez Costa, UPC**
Fernando Peñalva Acedo, IESE

2013

A MI MUJER, CARLA

Agradecimientos

A pesar de haber procurado “molestar” lo menos posible a todos los que me rodean, no puedo dejar de dar las gracias a todos aquellos que, de un modo u otro, han hecho posible que llevara a cabo esta tesis.

En primer lugar debo agradecer enormemente a mi mujer, Carla, por su constante e incansable apoyo, y por haber conseguido mantener mi interés e ilusión por esta tesis cientos de noches y fines de semana a lo largo de estos tres años. Ella me ha aportado, sin duda alguna, la energía necesaria para compatibilizarla con el trabajo diario y los otros muchos proyectos que han impedido dedicarme *full-time* al doctorado.

La enorme cantidad de horas que esta tesis ha consumido me obliga también a dar las gracias a todas aquellas personas con las que no he podido compartir todos los momentos que me habría gustado, empezando por mis padres, mis suegros, mi cuñada y mis amigos. A todos, de todo corazón, muchas gracias también por vuestros constantes mensajes de apoyo.

Finalmente me gustaría agradecer a mis Directores, Carme y Fernando, por su dedicación y por los buenos consejos que me han aportado a lo largo de estos años. Quiero agradecer especialmente a Fernando, Director y, sobretodo, amigo, por las miles de horas que ha tenido que sacrificar para atender las dudas que, hasta el último día, no han parado de surgir. Estoy seguro de que su enorme conocimiento en la materia ha quedado perfectamente plasmado en los resultados de esta tesis.

Aprovecho para agradecer también a todos aquellos compañeros del IESE que han aportado su granito de arena a este trabajo y me han animado en todo momento a dar lo mejor de mí para acabar un doctorado que, espero, me abra completamente las puertas de una apasionante carrera docente en esta casa.

Un millón de gracias a todos.

Índice

Índice de Figuras	10
Índice de Tablas	11
1. Introducción	13
1.1. Tema de investigación y su ubicación en el campo académico	13
1.2. Objetivos a cubrir con la investigación	18
1.3. Contribución esperada al conocimiento científico	20
2. Marco teórico y antecedentes. Revisión de la literatura	21
2.1. La investigación sobre <i>earnings management</i>	21
2.2. Calidad de la información contable	26
2.2.1. En búsqueda de la definición de “calidad” de la información contable	26
2.2.2. La manipulación del resultado como medida de calidad de la información contable	29
2.3. La gestión o manipulación del resultado	32
2.3.1. Manipulación contable y manipulación real del resultado	34
2.3.1.1. Manipulación contable del resultado	35
2.3.1.2. Manipulación real del resultado	41
2.3.1.3. Gestión del resultado, contabilidad creativa y fraude	44
2.4. Medidas alternativas de la calidad de la información contable	48
2.4.1. Calidad contable o calidad de los devengos	49
2.4.2. Conservadurismo	50
3. Planteamiento de la investigación e hipótesis	55
3.1. La Teoría de Agencia	55
3.2. La empresa familiar	62
3.2.1. ¿Qué se entiende por empresa familiar?	62
3.2.2. El diagrama de los 3 círculos: un intento de conceptualización de empresa familiar	66
3.3. Planteamiento de las hipótesis	70
3.3.1. La influencia de la familia en la manipulación contable y real del resultado	70
3.3.2. La influencia de la familia en la calidad de los devengos	77

3.3.3. La influencia de la familia en el conservadurismo	78
4. Metodología de Análisis	81
4.1. Definición de empresa familiar	81
4.1.1. En busca de la definición de empresa familiar	81
4.1.2. La empresa familiar en la base de datos SABI	84
4.2. Selección de la muestra	92
4.3. Medidas de la calidad de la información contable	100
4.3.1. Manipulación contable de resultados	100
4.3.2. Manipulación real de resultados	106
4.3.3. Calidad de los devengos	111
4.3.4. Conservadurismo	112
4.4. Descripción del modelo empírico y variables a utilizar	117
4.4.1. Modelo empírico para la determinación de la manipulación del resultado	117
4.4.2. Determinación de las medidas alternativas de calidad	119
4.4.2.1. Calidad de los devengos	119
4.4.2.2. Conservadurismo	120
4.4.3. Cálculo de la CGO	120
5. Resultados	125
5.1. Estadísticos descriptivos	125
5.2. Análisis de la manipulación del resultado	131
5.2.1. Análisis de la manipulación contable del resultado	131
5.2.2. Análisis de la influencia del director general familiar	140
5.2.3. Análisis de la manipulación real del resultado	141
5.2.4. Test de robustez (Heckman)	145
5.3. Análisis de otras medidas de calidad	152
5.3.1. Análisis de la calidad de los devengos (<i>accruals quality</i>)	152
5.3.1.1. Test de robustez (Heckman)	154
5.3.2. Análisis del conservadurismo (<i>accounting conservatism</i>)	158
6. Conclusiones	163

7. Bibliografía	167
8. Anexos	181
Anexo 1: Diseño de la “formula” para el cálculo de la CGO en el PGC de 1990	182
Anexo 2: Equivalencias entre las Cuentas de Resultados del PGC de 1990 y el PGC de 2007	183
Anexo 3: Ejemplo de cálculo de la CGO a partir del PGC de 2007 y comparativa con la CGO real	185

Índice de Figuras

Figura 1	Esquema del estudio	17
Figura 2	Solapamiento entre contabilidad creativa y <i>earnings management</i>	46
Figura 3	Diferencia entre fraude y <i>earnings management</i>	47
Figura 4	Esquema conceptual del Problema de Agencia	56
Figura 5	Análisis de la manipulación contable en función del nivel de propiedad familiar	60
Figura 6	Superposición de los grupos de familia, propietarios y dirección	67
Figura 7	Detalle de la información obtenida en SABI para una empresa no cotizada	90
Figura 8	Detalle de la información obtenida en SABI para una empresa cotizada	90
Figura 9	Empresas con datos consolidados entre 2003 y 2011	94
Figura 10	Cálculo de la caja generada por las operaciones de acuerdo con el PGC de 2007	122

Índice de Tablas

Tabla 1	Observaciones empresa-año de la muestra definitiva	97
Tabla 2	Clasificación de observaciones por industrias	99
Tabla 3	Análisis de las variables principales en la muestra de empresas cotizadas	125
Tabla 4	Análisis de las variables principales en la muestra de empresas no cotizadas	126
Tabla 5	Estadísticos descriptivos de las variables principales (empresas cotizadas)	128
Tabla 6	Estadísticos descriptivos de las variables principales (empresas no cotizadas)	129
Tabla 7	Correlaciones entre las variables principales del estudio (empresas cotizadas)	130
Tabla 8	Correlaciones entre las variables principales del estudio (empresas no cotizadas)	130
Tabla 9	Regresiones del modelo (MAN_CONT) en empresas cotizadas y no cotizadas	132
Tabla 10	Regresiones del modelo en empresas cotizadas y no cotizadas (con FAMX)	134
Tabla 11	Regresiones del modelo (MAN_REAL) en empresas cotizadas y no cotizadas	142
Tabla 12	Método de Heckman (Etapa 1)	148
Tabla 13	Método de Heckman (Etapa 2), con AEM	149
Tabla 14	Método de Heckman (Etapa 2), con REM	150
Tabla 15	Regresiones del modelo utilizando como variable dep. la calidad de los devengos	153
Tabla 16	Método de Heckman con AQ (Etapa 1)	156
Tabla 17	Método de Heckman con AQ (Etapa 2)	157
Tabla 18	Análisis del conservadurismo mediante el modelo de Basu	159
Tabla 19	Análisis del conservadurismo mediante el modelo de Basu (aplicado a DIR)	161
Tabla 20	Resumen de los resultados obtenidos	163

1 Introducción

1.1 Tema de investigación y su ubicación en el campo académico

Existe prácticamente unanimidad en los campos académico y empresarial que el resultado contable es el producto final de un largo y laborioso proceso que tiene como ingrediente implícito un cierto grado de discrecionalidad por parte de quien elabora la información o tiene responsabilidad sobre ella. En la literatura económica se suele asumir que el resultado de calidad es el que mejor se aproxima al resultado económico, que no es observable, debido a la “imperfección” de las normas contables, a errores de medición y a otros factores. Parece evidente que un resultado de mayor calidad puede permitir a los inversores discriminar y seleccionar entre compañías, asignar mejor sus recursos y formar más adecuadamente sus expectativas, generando credibilidad, etc. Pero no hay que olvidar que los que están dentro de la empresa tienen a su disposición diferentes recursos para modificar los resultados contables, desde la adopción de decisiones de gestión, como ventas de activos (Bartov 1993) y modificaciones en el nivel de gastos discrecionales, como marketing o I&D (Bushee 1998, Roychowdhury 2006), hasta incurrir en prácticas de manipulación, que introducen perturbaciones que enmascaran el verdadero resultado obtenido por la firma e impide a los inversores externos conocer la situación real de las compañías.

En la literatura reciente existen diversas aproximaciones para medir la calidad contable. Sin embargo, una de los más habituales suele ser el grado de manipulación del resultado que puedan llevar a cabo las empresas. Éste constituye el núcleo fundamental de esta tesis doctoral y la herramienta principal para la medida de la calidad contable.

En efecto, dentro del amplio mundo de la contabilidad financiera, la manipulación de resultados es uno de los campos que más interés ha adquirido en los últimos tiempos. En este sentido, son múltiples los estudios que se han llevado a cabo a lo largo de estos años acerca de las prácticas contables de grandes empresas de todo el mundo y la calidad de los resultados que éstas presentaban, muchos de los cuales se pueden encontrar referenciados a lo largo de esta tesis. Aun existiendo normativas contables rígidas en la

mayoría de países desarrollados, directivos de todo el mundo han encontrado en multitud de ocasiones diferentes formas de manipular resultados, mayoritariamente con acciones perfectamente enmarcadas en los márgenes legalmente permitidos. La modificación de métodos contables (Moses, 1987), criterios de valoración de existencias (Niehaus, 1989), gastos en I+D (Bange y DeBondt, 1998) o el reconocimiento de ingresos y gastos (DeFond y Park, 1997) son algunos ejemplos de manipulación (y, por tanto, de menor calidad del resultado) que se pueden encontrar en la literatura actual.

La manipulación contable, manipulación del beneficio contable o gestión del resultado (en inglés, *earnings management*), se ha convertido en los últimos años en uno de los fenómenos más analizados tanto por académicos como por organismos oficiales en todo el mundo. Es, entre otras, una de las causas que han motivado varios de los fraudes contables que se han producido recientemente en las diferentes bolsas de valores de todo el mundo y que han puesto en duda la calidad en la presentación de los estados financieros. Empresas importantes como Enron, Parmalat, Tyco e incluso algunas españolas, como Afinsa o Pescanova, son claros ejemplos de escasa calidad contable, lo que ha confirmado la importancia de la transparencia y confianza en la información que llega a los mercados. La calidad de la información contable, hoy en día más que nunca, es esencial para todas aquellas empresas que compiten para conseguir recursos en los mercados financieros. Un alto grado de calidad en los informes financieros es muy apreciado por los mercados ya que reduce asimetrías de información, aumenta su transparencia y proporciona un mejor sistema para objetivos o condiciones contractuales (Watts y Zimmerman, 1986).

Evidentemente la presentación de estados contables de calidad adquiere más importancia en el caso de empresas que cotizan en bolsa, puesto que están en el punto de mira de inversores dispuestos a depositar su dinero (y su confianza) en ellas. De ahí que los fraudes más conocidos a nivel mundial provengan de este tipo de empresas (ya sean familiares o no familiares). No obstante y especialmente en épocas de incertidumbre económica (en las que tradicionalmente muchas empresas pequeñas y medianas son absorbidas por otras más grandes o bien llevan a cabo procesos de fusión), la calidad en la información contable se convierte en esencial en empresas de cualquier tamaño y de cualquier tipo.

Por otro lado, la empresa familiar también está empezando a ser objeto de numerosos estudios y publicaciones, algunos de los cuales tratan de compararla con la no familiar, especialmente en aspectos referentes a su rentabilidad, valor, gobierno corporativo, sucesiones, etc. Concretamente en España, existen varios estudios que analizan prácticas de gobierno corporativo y su impacto en las variables anteriores (García y Gill, 2005; Monterrey y Sánchez-Segura, 2008). Aunque la empresa familiar es el modelo habitual en casi todo el mundo, sólo en España existían a finales de 2012, 2,9 millones de empresas familiares, representando más del 85% del total de las empresas españolas. Igualmente, según el IEF, la empresa familiar supuso en 2012 el 70% del PIB español, empleando a casi 14 millones de personas. Mientras que en la Unión Europea las empresas familiares suponen el 60% del total, este porcentaje se eleva al 80% en el caso de Estados Unidos¹. Estos datos demuestran que, aunque la notoriedad de las empresas no familiares suele ser más elevada (suelen ser las que habitualmente cotizan y aparecen más veces en los medios), el tejido empresarial de la mayoría de países se compone, mayoritariamente, de empresas familiares.

Así, los dos grandes campos anteriores, tratados de forma independiente, han atraído mucho más interés en el mundo académico. No obstante, cuando se trata de analizar el impacto conjunto de ambos campos, la bibliografía se reduce de forma considerable. Se puede afirmar que, hoy en día, existe una escasez de bibliografía acerca de la calidad de la información contable en las empresas familiares y menos aún acerca de la comparativa con las consideradas no familiares.

Una de las líneas de investigación que más interés ha suscitado en relación a la medida de la calidad contable es la de la manipulación del resultado (o gestión del resultado). De ahí que un gran número de los estudios publicados hasta la fecha que tratan de analizar la calidad contable en las empresas, incluido éste, se basan en la manipulación que se pueda hacer de sus resultados. No obstante, todos estos estudios han basado su análisis exclusivamente en lo que se ha denominado la manipulación contable (o cosmética) de resultados (en inglés, *accounting earnings management*), definida como aquella que afecta a variables contables sin modificar los flujos de caja, como es el caso de los ajustes

¹ Datos del Instituto de la Empresa Familiar, IEF (<http://www.iefamiliar.com>), 2012.

por devengo, que afectan básicamente al reconocimiento temporal de determinados ingresos y gastos. Precisamente por el hecho de no afectar a la tesorería es la práctica más utilizada por la mayoría de empresas que llevan a cabo prácticas de manipulación de resultados.

A diferencia de la anterior, la manipulación de resultados mediante actividades reales (*real earnings management*), ha sido objetivo de muy pocos estudios desde su introducción en el mundo académico (Roychowdhury, 2006)². Según Roychowdhury, la manipulación real de resultados tiene lugar cuando los directivos toman decisiones operativas (reales) para conseguir resultados específicos, como ofrecer descuentos para aumentar temporalmente las ventas o la producción en exceso para reportar un menor coste de mercancías vendidas (absorbiendo más costes de producción en las existencias).

Por último, destacar que este análisis se pretende llevar a cabo a través de una muestra de empresas españolas (familiares y no familiares), cotizadas y no cotizadas. Hasta la fecha, la gran mayoría de trabajos publicados acerca de la manipulación (contable) en empresas familiares han utilizado muestras de empresas exclusivamente cotizadas, seguramente por la simplicidad en la obtención de los datos. Hasta la fecha, no tenemos constancia de ninguna investigación similar publicada en este campo con empresas españolas no cotizadas.

Así, a modo de resumen, podemos decir que este estudio pretende analizar la calidad de la información contable en empresas familiares y no familiares españolas, cotizadas y no cotizadas, desde el punto de vista, principalmente, de la manipulación contable y la manipulación real de los resultados. La siguiente figura muestra un esquema simplificado del tema de la investigación de esta tesis:

² Aunque existen algunos trabajos publicados con anterioridad a Roychowdhury (2006), éste es el que introduce los métodos más eficaces para la determinación de la manipulación de la información contable.

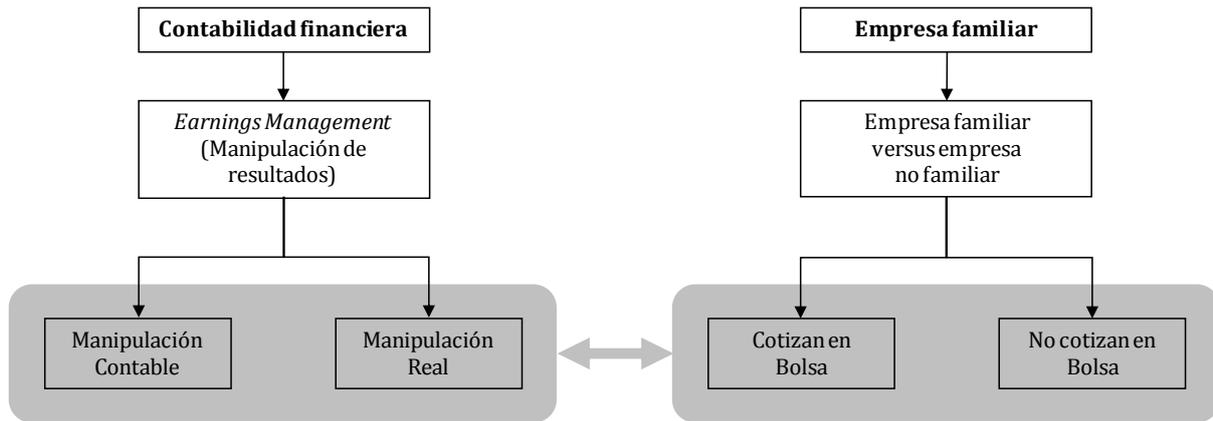


Figura 1. Esquema del estudio

Finalmente, trataremos de contrastar los resultados que obtengamos en el análisis de la calidad contable obtenido mediante la manipulación de resultado con otras dos métricas usadas habitualmente en este tipo de investigación. Así, analizaremos el posible efecto del conservadurismo, de acuerdo con el modelo de Basu (1997), y una medida alternativa de calidad contable basada en la calidad de los devengos, de acuerdo con el modelo definido por Dechow y Dichev (2002).

1.2 Objetivos a cubrir con la investigación

De acuerdo con lo expuesto anteriormente y a pesar de la gran atención que las empresas familiares han suscitado en todo el mundo, poco se sabe acerca de la calidad de la información de sus estados financieros. Aunque algunos estudios han explorado las diferencias entre empresas familiares y no familiares en términos de la calidad de su resultado (Wang, 2006; Zhao y Millet-Reyes, 2007; Jiraporn y Dadalt, 2009), poca literatura existe acerca de la influencia de la familia en la calidad de la información contable que presentan, menos aún en España.

El objetivo de esta investigación es, pues, verificar si las empresas familiares proporcionan información contable de mayor o menor calidad comparado con las no familiares, así como los determinantes de estas diferencias. En resumen, se pretende:

- Describir y evaluar los modelos existentes para el análisis de la calidad contable en empresas familiares y no familiares.

En los últimos años se han desarrollado diferentes modelos para determinar y cuantificar la calidad de la información contable en las empresas, a pesar del poco consenso que sigue existiendo hoy en día acerca de cuál es el que lo hace con mayor fiabilidad. Por ello, empezaremos esta tesis definiendo y evaluando los modelos existentes en la literatura; la manipulación (contable y real) del resultado, la calidad de los devengos y el conservadurismo.

Dado su amplio uso en múltiples trabajos de investigación en este campo, centraremos nuestra atención en la manipulación del resultado, como medida principal de calidad de la información contable. Dicha manipulación, como también hemos avanzado, la analizaremos desde el punto de vista contable y real. Esperamos que las medidas alternativas de calidad nos permitan contrastar los resultados que obtengamos con la manipulación.

- A partir de los modelos anteriores, definir las variables que permitan determinar la calidad contable en las empresas familiares y no familiares españolas así como los determinantes de esta calidad.

Si bien las variables principales que utilizaremos son las que nos permitan determinar la calidad de la información contable de las empresas, de acuerdo con los modelos del punto anterior, utilizaremos además otras variables que nos permitan identificar los determinantes o causantes de esta calidad. Con esto, procuraremos verificar si la calidad contable está relacionada con el tipo de empresa (familiar/no familiar) así como su relación con otras variables como el tamaño, el apalancamiento, la rentabilidad, si la familia ocupa puestos directivos, etc. Para obtener mejores resultados en el análisis, trataremos de estudiar grupos de empresas homogéneos, principalmente separando la muestra en empresas cotizadas y no cotizadas (puesto que su naturaleza es diferente).

- Con todo lo anterior, el objetivo principal de esta investigación es proporcionar un análisis exhaustivo sobre la calidad de la información contable en las empresas familiares, basándonos en la manipulación como medida principal pero contrastando los resultados con otras medidas actuales. Igualmente, procuraremos definir con la mayor precisión posible la empresa familiar y analizar su relación con las medidas de calidad separando la muestra en cotizadas y no cotizadas, siendo estas últimas objeto de muy pocos estudios hasta la fecha, prácticamente ninguno en esta área de investigación.

1.3 Contribución esperada al conocimiento científico

Con todo esto, esta investigación pretende aportar a la bibliografía actual una comparativa nueva entre empresas españolas familiares y no familiares, esta vez en relación a la calidad contable de los resultados que presentan. Además, el estudio permitirá describir también los determinantes de estas diferencias y qué variables influyen en que en un tipo pueda haber mayor manipulación que en otro.

Así como Cascino et al. (2010) siguen una línea de investigación similar (únicamente con empresas cotizadas italianas), esta tesis propone el análisis no sólo a través de la manipulación contable de los resultados sino también desde la manipulación real de los mismos (doble análisis). Con este estudio se pretende llegar más allá buscando no sólo los determinantes de la manipulación, sino también el tipo de manipulación que se puede observar en empresas españolas. Esta comparativa es, hasta la fecha, pionera en esta línea de investigación dentro del campo de la contabilidad financiera y, en general, de la gestión de empresas.

Los resultados de esta investigación podrían constituir un elemento adicional de análisis para las instituciones financieras, reguladores y gobiernos, de cara a revisar los instrumentos contables existentes (al menos en España) y evitar así que las prácticas de manipulación contable adquieran mayor relevancia y, de esta forma, que las empresas presenten unos resultados de mayor calidad.

Bernard y Skinner (1996) afirman que “conocer por qué los directivos eligen determinados ajustes discretionales es de gran interés para los organismo reguladores, los usuarios de la información contable y la comunidad académica al objeto de entender e interpretar correctamente el resultado contable”.

Creemos, además, que la inclusión en la muestra de estudio de empresas no cotizadas permitirá aportar algo más de información sobre este tipo de empresas, que en pocas ocasiones se han incluido en la investigación en este campo.

2 Marco teórico y antecedentes. Revisión de la literatura

2.1 La investigación sobre *earnings management*

La información contable es, sin duda alguna, vital para todas aquellas empresas que compiten para conseguir recursos económicos tanto en los mercados de capital como de deuda. Especialmente en períodos de crisis, empresas (tanto familiares como no familiares, cotizadas y no cotizadas, etc.), acuden a bancos a solicitar préstamos o bien a inversores, con el objetivo de conseguir financiación. Para ello, la calidad de la información contable disponible es fundamental para poder aportar la confianza necesaria a estos usuarios externos, quienes valoran de forma muy positiva dicha información, ya que reduce asimetrías de información, aumenta la transparencia y permite mejores instrumentos de contratación (Watts y Zimmerman, 1986).

Aunque el flujo de caja suele considerarse una métrica mucho más objetiva, es difícilmente manipulable con argumentos exclusivamente contables. Para poder manipular con este término, es necesario llevar a cabo actividades reales (aumentar ventas, reducir gastos, retrasar o adelantar pagos/cobros, etc.). Los devengos, por el contrario, se rigen por normas contables y no afectan por ello al flujo de caja de forma directa. Por este motivo, los directivos pueden hacer uso de los devengos para transmitir información privada a terceras partes fuera de la empresa para lograr efectos positivos, como un menor coste de capital, mayor liquidez, etc. No obstante, los preparadores de la información contable también podrían usar esta información para manipular el resultado (a través de los devengos) para así alterar la imagen de la empresa e inducir a error a terceras partes sobre la rentabilidad de la empresa, consiguiendo así beneficios individuales (Dechow y Dichev, 2002). Por este motivo, la gran mayoría de estudios publicados hasta la fecha utilizan la manipulación de resultados como indicador inverso de la calidad de la información contable.

Dentro del ámbito de la gestión de empresas, la contabilidad financiera ha sido siempre uno de los grandes pilares de trabajo e investigación por parte de académicos de todo el mundo. Dentro de ésta, además, la manipulación de resultados ha ido cobrando cada vez

más interés a lo largo de los últimos años, especialmente debido a los grandes fraudes contables destapados en diferentes países. De forma similar, el otro gran pilar de esta tesis doctoral, la empresa familiar, también se presenta como un tema de reciente actualidad, pues ha suscitado la atención de la comunidad académica más recientemente. El estudio conjunto de la calidad contable en empresas familiares se remonta de forma casi exclusiva a los últimos años.

En el marco del estudio de la calidad contable (o, concretamente, de la manipulación contable), Schipper (1989) aporta una de las primeras definiciones que se pueden encontrar en la literatura actual. Schipper define la manipulación contable como “la intervención en el proceso de elaboración de la información financiera y contable, con el propósito de obtener algún beneficio propio”. En la misma línea, Healy y Whalen (1999) afirman que existe manipulación contable “cuando los directivos hacen uso de la discrecionalidad y subjetividad inherente a su posición en la elaboración de los estados financieros, con el objeto de inducir a error a los inversores y/o ajustar las cifras a los requisitos impuestos por contratos basados en datos contables”.

En efecto, información contable de mayor calidad se ha asociado siempre a resultados positivos en los mercados de capitales con, por ejemplo, un menor coste del capital y de la deuda (Francis et al., 2004), mayor liquidez (Diamond y Verrecchia, 1991), mayor rentabilidad, mayor competitividad, etc.

En España, la calidad contable y las prácticas de manipulación también han suscitado la atención de varios autores. Monterrey y Sánchez-Segura (2008), por ejemplo, analizan de forma empírica los efectos de las actividades de Gobierno Corporativo sobre la calidad del resultado (de compañías españolas cotizadas). En la misma línea, García y Gill (2005), analizan la relación entre las prácticas de Gobierno Corporativo de las empresas españolas y su propensión a llevar a cabo prácticas manipuladoras del resultado. De la misma forma, Navarro y Martínez (2004) y Jara y López (2007), analizan la incidencia de algunos aspectos de la función de auditoría sobre la calidad de la información contable suministrada por la empresa (en empresas españolas cotizadas).

Desde el punto de vista del segundo pilar del proyecto (la empresa familiar versus la no familiar), existen igualmente algunos estudios que han centrado su atención en las diferencias entre empresas familiares y no familiares (Poutziouris et al., 1997; Corbetta y Salvato, 2004; Chrisman et al., 2005). Aunque muchos de ellos han basado en el clásico Problema de Agencia (del que hablaremos más adelante) y su comparación entre empresas familiares y no familiares, otros han centrado su atención en cómo la estructura del accionariado afecta a la rentabilidad de la empresa, como Lee (2006), Perrini et al. (2008) o Anderson y Reeb (2003), quizá uno de los trabajos más importantes de la última década en este campo.

No obstante, la bibliografía existente que basa su estudio en la calidad de la información contable en empresas familiares y no familiares es mucho más reducida. Aunque su muestra incluye empresas familiares y no familiares indistintamente, Ball y Shivakumar (2005) comprueban que la calidad de los resultados es inferior en empresas no cotizadas debido a la diferente demanda del mercado y a pesar de la equivalente regulación en auditoría, estándares de contabilidad y fiscalidad (basado en empresas no cotizadas del Reino Unido). También en el Reino Unido, Collis y Jarvis (2002) afirman que la mayoría de empresas pequeñas adoptan prácticas que incluyen métodos formales de planificación y control. Igualmente, demuestran que estas empresas hacen énfasis en el control de la tesorería y en el seguimiento constante de la rentabilidad para mantener buenas relaciones con los bancos. También en 2002, pero en un análisis empírico de empresas de siete países asiáticos, Fan y Wong demuestran que la calidad de los resultados está negativamente relacionada con el porcentaje de control en manos del propietario mayoritario.

En el contexto americano, Wang (2006), demuestra que cuanto mayor es la influencia de la familia en el accionariado, mayor es la calidad de los resultados que presentan (menores ajustes por devengo anormales, mayor capacidad de información de resultados, etc.). En la misma línea, Jiraporn y Dadalt (2009) afirman a través de una muestra de empresas americanas (Fortune 1.500), que las empresas familiares tienen menos probabilidades de manipular resultados.

Por el contrario, Yang (2010) encuentra evidencia en empresas taiwanesas de que aquellas controladas por familias tienen una relación directa con la manipulación de resultados (con el posible objetivo de expropiar a accionistas minoritarios). No obstante, controlando por el grado de concentración de la propiedad, los CEOs no familiares tienden más a manipular resultados que los familiares, de acuerdo con la clásica Teoría de Agencia que se comentará más adelante.

En el caso de España, también encontramos algunos estudios llevados a cabo para analizar la manipulación en empresas (familiares y no familiares). Por ejemplo, Sánchez-Ballesta y García-Meca (2007) utilizan datos de empresas cotizadas españolas entre 1999 y 2002 para determinar la relación existente entre la estructura de la propiedad, los ajustes por devengo discrecionales y el grado de información acerca de los resultados. De la misma forma, Monterrey y Sánchez-Segura (2008) analizan también de forma empírica los efectos de las actividades de Gobierno Corporativo sobre la calidad del resultado de compañías cotizadas españolas, Bona, et al. (2007), por su parte, analizan la relación entre el control familiar y la credibilidad de los resultados contables, a partir de una base de empresas cotizadas españolas entre 1997 y 2003.

No obstante y a pesar de la literatura existente para cada uno de los pilares del proyecto de forma independiente, pocos estudios se han centrado hasta el momento en las prácticas manipuladoras de resultados en empresas familiares y su comparativa con empresas no familiares, menos aún en España. Los pocos ejemplos que se encuentran (algunos como Wang, 2006; Zhao y Millet-Reyes, 2007; Jiraporn y Dadalt, 2009) mayoritariamente se centran en la influencia de la estructura de la propiedad en los resultados contables y no tanto en la existencia de accionistas familiares, y tampoco detallan los determinantes de la calidad contable en los dos tipos de empresas.

El estudio más reciente y que más se aproximaría al análisis que esta tesis doctoral pretende llevar a cabo podría ser el de Cascino et al. (2010), cuyo objetivo es investigar si las empresas familiares presentan información contable de menor calidad (utilizando varias métricas) que las no familiares y los posibles causantes de estas diferencias. Dicho trabajo, además de centrarse únicamente en empresas cotizadas italianas, únicamente analiza la calidad del resultado a través de los modelos basados en métricas contables,

sin tener en cuenta posibles acciones reales manipuladoras de resultados (*real earnings management*). Desde Roychowdhury (2006), muy pocos estudios hasta la fecha ha analizado de forma empírica la manipulación real de resultados, especialmente en empresas no cotizadas.

En España, encontramos un buen ejemplo en la investigación de Bona et al., (2007), en el que se estudia la relación entre el control, familiar y la calidad de la información contable mediante una muestra de empresas españolas cotizadas entre los años 1997 y 2003. Igual que en otros trabajos similares, éste último centra su análisis de la manipulación contable del resultado, sin entrar en las posibles prácticas de manipulación real. Igualmente, la definición de empresa familiar (en línea con otros trabajos presentados en países anglosajones), difiere de la que utilizaremos nosotros, pudiendo dar lugar a resultados significativamente diferentes.

En línea con lo anterior, ya se puede intuir que la definición de empresa familiar jugará un papel muy importante en los resultados que se obtengan. De la misma forma, será de vital importancia situar el análisis en el contexto del país en el que se lleva a cabo (España) y el tipo de legislación existente. Esto puede hacer que estudios similares llevados a cabo en países con legislaciones diferentes den lugar resultados diferentes e incluso completamente opuestos. De la misma forma, la definición que se toma de empresa familiar puede dar lugar a resultados diferentes.

2.2 Calidad de la información contable

2.2.1 En búsqueda de la definición de “calidad” de la información contable

La información financiera que elaboran y presentan las empresas, a través de los diferentes estados contables, es, sin duda alguna, uno de los principales instrumentos a través del cual las empresas informan sobre su situación económica y financiera. A pesar de que dicha información es vital para la gestión interna de la empresa, los más interesados en conocer los detalles son agentes externos cada vez más heterogéneos: accionistas, proveedores, acreedores, clientes, sindicatos, Hacienda Pública, grupos de interés social (por ejemplo, organizaciones como Greenpeace), etc. Por ello, es imprescindible que los estados financieros sigan un conjunto de reglas que permitan a los diferentes usuarios analizar e interpretar la información de forma similar. Estas “reglas” se incluyen en los diferentes principios contables que, en España, están reconocidos en el Plan General de Contabilidad. Éstos, a su vez, están basados en las Normas Internacionales de Contabilidad (hoy en día prácticamente sustituidas por las Normas Internacionales de Información Financiera), publicadas por el IASB (*International Accounting Standards Board*).

Por todo lo anterior, es de vital importancia conocer la calidad con la que se elabora esta información así como los determinantes, implicaciones y consecuencias sobre el proceso de toma de decisiones de los usuarios de la información.

Como hemos mencionado anteriormente, la historia reciente muestra algunos casos (algunos de ellos muy notorios como Enron, Parmalat, Worldcom) que pusieron en duda la calidad de la información que presentaban las empresas. Estos escándalos provocaron que se cuestionase, además de la calidad, la utilidad de los resultados de las empresas y, en consecuencia, las posibles decisiones que, a partir de ellos, estaban dispuestos a tomar los diferentes agentes externos. Sin duda estos ejemplos han provocado un mayor interés en la investigación científica sobre la calidad del resultado.

Sin embargo, cabe mencionar que no existe todavía un gran consenso acerca de qué se entiende por “calidad” de la información financiera (o, lo que consideraremos una definición similar, la calidad del resultado), ya que este concepto lleva implícito un conjunto de apreciaciones subjetivas (Siegel, 1982) que le privan de una definición unívoca. Bernstein y Siegel (1979), por ejemplo, coinciden en afirmar que “a pesar de su utilización general, se mantiene una importante confusión y discrepancia sobre lo que el concepto de calidad de la información debería incluir exactamente”. Esta expresión todavía sigue siendo válida actualmente (2012).

En esta línea, los trabajos llevados a cabo por Imhoff y Thomas (1989) e Imhoff (1992) proponen tres alternativas para evaluar la calidad de la información financiera. La primera de ellas (denominada “calidad de valoración”), afirma que la calidad está relacionada con la valoración que el mercado hace de la información que recibe de la empresa. Según este punto de vista, la información financiera será de mayor calidad en aquellos casos en los que el mercado la valore de forma más positiva. La segunda definición que proponen hace referencia a la “calidad de las prácticas contables” y se basa en el uso de prácticas más o menos conservadoras en la ejecución de los métodos contables. En la tercera alternativa se habla del “nivel de revelación” de la información contable como característica determinante de la calidad.

Imhoff (1992), de forma más general, también propone en su trabajo una definición más genérica de calidad de la información contable. Afirma que la calidad se puede definir como “la valoración subjetiva total de la relevancia, fiabilidad y comparabilidad de los datos contables proporcionados por la entidad que informa” es decir, “la utilidad relativa de los datos y de los análisis basados en los datos”.

En relación a la afirmación anterior de Imhoff, el Plan General Contable de 2007 (y, de forma similar, el de 1990), sostiene que la información financiera que presenten las empresas debe ser, en primer lugar, útil, para poder tomar decisiones económicas. Concretamente, las características que debe cumplir dicha información para poder ser “útil” están resumidas en los cuatro requisitos del propio PGC (“Requisitos de la información a incluir en las cuentas anuales”).

Según estos requisitos, la información debe ser, en primer lugar, relevante y fiable. La información es relevante cuando es útil para la toma de decisiones económicas, es decir, cuando ayuda a evaluar sucesos pasados, presentes o futuros, o bien a confirmar o corregir evaluaciones realizadas anteriormente (en particular, afirma el PGC, para cumplir con este requisito, las cuentas anuales deben mostrar adecuadamente los riesgos a los que se enfrenta la empresa). De la misma forma, la información es fiable cuando está libre de errores materiales y es neutral, es decir, está libre de sesgos, y los usuarios pueden confiar en que es la imagen fiel de lo que pretende representar.

Adicionalmente, la información financiera debe cumplir con las cualidades de comparabilidad y claridad. La comparabilidad, que debe extenderse tanto a las cuentas anuales de una empresa en el tiempo como a las de diferentes empresas en el mismo momento y para el mismo periodo de tiempo, debe permitir contrastar la situación y rentabilidad de las empresas, e implica un tratamiento similar para las transacciones y demás sucesos económicos que se producen en circunstancias parecidas. Por su parte, la claridad implica que, sobre la base de un razonable conocimiento de las actividades económicas, la contabilidad y las finanzas empresariales, los usuarios de las cuentas anuales, mediante un examen diligente de la información suministrada, puedan formarse juicios que les faciliten la toma de decisiones.

De la misma forma, el Marco Conceptual del FASB (*FASB's Conceptual Framework*), que recoge la Norma 2 (*Statement of Financial Accounting Concepts No. 2*) (FASB, 1995), ya fijaba las cualidades que aportan utilidad a la información financiera. Según esta norma, “las cualidades que distinguen a una información “superior” (más útil) de otra “inferior” (menos útil) son, principalmente, las cualidades de relevancia y fiabilidad, junto con otras características implícitas relacionadas con estas dos”.

Es evidente que estos dos requisitos (relevancia y fiabilidad) no son fácilmente compatibles. En ocasiones, incluso, pueden entrar en conflicto: si queremos que una determinada información sea extremadamente relevante, de forma que permita a los diferentes usuarios tomar decisiones económicas, puede no ser 100% fiable. De la misma forma, si ésta reproduce perfectamente la imagen fiel de la empresa, puede ser que no resulte tan útil para poder tomar las decisiones que se pretenden tomar con esa

información. En cualquier caso, como siempre, es importante que exista un equilibrio de forma que la información represente fielmente la situación de la empresa y, a la vez, la relevancia sea tal que contente a los diferentes agentes interesados (Dechow y Schrand, 2004). Un buen cumplimiento de estas dos características, es sin duda alguna, una buena señal de la calidad de la información contable.

2.2.2 La manipulación del resultado como medida de la calidad de la información contable

Aunque tampoco en este caso hay una relación unívoca comúnmente aceptada, son muchos los trabajos que, como hemos comentado anteriormente, definen la calidad de la información contable como el grado de manipulación en los resultados o gestión del resultado, un área más conocida por su denominación en inglés: *earnings management*. En efecto, ambos conceptos están estrechamente relacionados (tal y como indican numerosos trabajos como el de Bernstein y Siegel, 1979 o Teets, 2002, entre otros).

García Osma et al. (2005), en su resumen bibliográfico de la literatura sobre esta área, definen *earnings management* como “cualquier práctica llevada a cabo intencionadamente por la gerencia, con fines oportunistas y/o informativos, para reportar la cifra de resultados deseada, distinta de la real”. En la misma línea, Healy y Wahlen (1999) afirman que se produce manipulación de resultados cuando la dirección o la gerencia de la empresa usan juicios en la elaboración de la información financiera, estructurando las diversas transacciones de tal forma que lleguen a alterar la información elaborada.

Sin embargo, la definición anterior no es 100% concluyente respecto a lo que realmente significa la manipulación de resultados. Por ejemplo, no deja claro qué se entiende por “cualquier práctica”. En este sentido, podríamos plantearnos si están incluidas en este término aquellas prácticas que no respetan los principios contables. De hecho, éste ha sido, desde siempre, uno de los aspectos más controvertidos de la definición de *earnings management*. Sin embargo, la gran mayoría de autores coinciden en señalar que se trata de prácticas que siempre respetan los principios contables (aquellas que no los respetan

las podemos incluir dentro de las “actividades fraudulentas” que trataremos brevemente en el siguiente apartado). Conviene tener en cuenta, eso sí, que en la mayoría de casos no es totalmente posible discernir si la manipulación se ha llevado a cabo usando o no estas prácticas de contabilidad “fraudulenta” y, por ello, mantendremos la definición abierta en nuestra investigación.

Por otro lado, las prácticas de *earnings management* pueden incluir no sólo aquellas que se llevan a cabo utilizando instrumentos contables (manipulación contable) sino que también pueden darse manipulando actividades reales subyacentes (manipulación real). Esta tesis tendrá en cuenta ambos tipos de manipulación.

En relación a la definición anterior, conviene tener en cuenta también que ésta hace referencia a prácticas llevadas a cabo “intencionadamente”. En la realidad, puede ser difícil discernir entre aquellas que realmente se han llevado a cabo con este fin de las que pueden haberse producido por error, especialmente cuando se trate de manipulación contable. Debido a la dificultad de poder separar ambas intencionalidades, en esta investigación analizaremos la manipulación sin entrar en detalle en el tipo de intencionalidad (que, en caso de haberla, seguramente en muy pocos casos se deberá a errores contables).

Por último, podríamos plantearnos por qué es el “resultado” la variable que utilizaremos como medida de la manipulación. En efecto, la cifra de resultados se ha considerado siempre una de las fuentes principales (o la principal) que proporcionan los estados contables (Lev, 1989) y, también, una de las mejores variables para resumir el rendimiento de la empresa (Dechow, 1994). Según lo anterior y teniendo en cuenta que representa una muy buena aproximación a la calidad de la información financiera (Francis et al., 1996), la mayoría de los trabajos (incluido éste) se basan en la medición del resultado.

Así, pues, definiremos la calidad de la información contable como la inversa del grado de manipulación (o gestión) del resultado. En este sentido, diremos que aquellas empresas que no hayan llevado a cabo ningún tipo de manipulación de resultados, su información contable es de mayor calidad. Por el contrario, aquellas que han llevado a cabo algún

tipo de manipulación, diremos que la información financiera es de menor calidad. En línea con la definición anterior y sin entrar en detalle acerca de la intencionalidad, diremos que se produce manipulación cuando la cifra de resultado presente un valor diferente al que debería haber presentado para reflejar la imagen fiel de la empresa.

Debemos pues, ahora, ver qué se entiende exactamente por manipulación o gestión del resultado de cara a poder obtener una medida precisa (cuantitativa) de la calidad.

2.3 La gestión o manipulación del resultado

De todo lo que se ha avanzado hasta el momento se puede deducir que la mayoría de autores que tratan sobre la gestión del resultado asumen que la gerencia tiene incentivos para declarar un resultado acorde con la imagen que le interesa proporcionar de la empresa. De acuerdo con Gill de Albornoz (2003), estas prácticas pueden considerarse desde dos puntos de vista diferentes: uno eficiente y otro oportunista. Así, cuando la gerencia utiliza la discrecionalidad para proporcionar información al mercado respecto a las expectativas de la empresa, dicha discrecionalidad es considerada como algo positivo (a lo que llaman manipulación eficiente). En este sentido, Schipper (1989) sugiere que las prácticas manipuladoras pueden tener implicaciones positivas para la calidad del beneficio. Por otra parte, si los incentivos que la gerencia tiene para llevar a cabo prácticas manipuladoras están asociados a la consecución de sus objetivos individuales, en detrimento de los de otros colectivos relacionados con la empresa como accionistas o acreedores, la discrecionalidad es considerada negativamente (que denominan manipulación oportunista). Las empresas que hemos mencionado en apartados anteriores son un buen ejemplo de esta visión oportunista de la discrecionalidad contable.

No obstante, esta tesis no sigue los dos puntos de vista expuestos en el párrafo anterior. Independientemente de cuál sea el tipo de motivación que tenga la gerencia para utilizar la discrecionalidad de que dispone en la determinación del resultado, el estudio de este tipo de prácticas es interesante en tanto en cuanto permite identificar determinadas pautas en la política contable de las empresas. El conocimiento de estas pautas será de utilidad para los distintos usuarios de la información contable: accionistas, acreedores, reguladores, auditores, inversores, analistas etc.

Algunos autores muestran, igualmente, otras clasificaciones de prácticas manipuladoras del resultado. En este sentido, Monterrey (1998), afirma que es posible identificar tres estrategias o tipos de *earnings management*:

- Política contable agresiva: La empresa aumenta artificialmente el resultado, incrementando sus ratios de rentabilidad, solvencia y liquidez.
- Política contable conservadora: La empresa disminuye artificialmente el resultado, reduciendo sus ratios de rentabilidad, solvencia y liquidez.
- Alisamiento del resultado: La empresa disminuye artificialmente la dispersión temporal del resultado, incrementando el beneficio en algunos ejercicios y disminuyéndolo en otros de forma que se minimicen las fluctuaciones del mismo en torno a un determinado objetivo.

Sin embargo, varios trabajos que contrastan hipótesis relacionadas con las dos primeras estrategias se centran en circunstancias empresariales muy concretas que pueden dar lugar a incentivos para que la gerencia intente manipular el beneficio declarado (tanto al alza como a la baja). Ejemplos de este tipo de circunstancias son la necesidad de obtener ayudas gubernamentales para las que es necesario mantener el beneficio entre determinados límites (Jones, 1991), la emisión o cambio de una determinada norma (Boynton et al., 1992), procesos de adquisición y fusión (Perry y Williams, 1994), salidas a bolsa (Teoh et al., 1998) o la necesidad de cumplir con las condiciones de los contratos de deuda (DeFond y Jiambalvo, 1994), entre otras.

De acuerdo con lo anterior, muchos autores defienden que, si la empresa no atraviesa por situaciones especiales que motiven a la gerencia a llevar a cabo un tipo de política contable que aumente o disminuya el beneficio de forma continuada, la tercera de las estrategias descritas por Monterrey, el alisamiento del beneficio, parece la más razonable a largo plazo.

Aunque esta tesis tiene su núcleo en el análisis de la manipulación del resultado desde la primera de las perspectivas que menciona Monterrey (que es, precisamente, a la que nos estamos refiriendo en este apartado como manipulación contable o *accounting earnings management*), también se abordará con detalle el posible efecto del conservadurismo y si éste es demandado o no por las empresas familiares españolas.

La clasificación de Monterrey, sin embargo, deja fuera del concepto de *earnings management* (por tratarse de algo mucho más reciente) uno de los aspectos fundamentales de esta tesis doctoral: la manipulación del resultado basada en actividades reales (*real earnings management*). Así, otra clasificación más reciente de *earnings management* propuesta por Gunny (2005) en su *paper* sobre las consecuencias de la manipulación real del resultado, afirma que las prácticas de *earnings management*, en línea con lo que hemos explicado anteriormente, pueden clasificarse en tres categorías: *fraudulent accounting* (que violan directamente las normas contables), *accruals management* (manipulación contable del resultado) y *real earnings management* (manipulación real del resultado). Dejando a un lado las prácticas fraudulentas (que no se abordarán en esta tesis, aunque haremos una pequeña mención más adelante), los siguientes apartados describen en qué consisten las otras dos prácticas que engloba la definición de *earnings management* de Gunny: manipulación contable y manipulación real del resultado.

2.3.1 Manipulación contable y manipulación real del resultado

Decíamos que García et al. (2005) definían el concepto de *earnings management* como “cualquier práctica llevada a cabo intencionadamente por la gerencia, con fines oportunistas y/o informativos, para reportar una cifra de resultados deseada, distinta de la real”. Al hablar de “cualquier práctica” es importante mencionar que éstas incluyen tanto aquellas que tienen lugar mediante instrumentos contables (es lo que llamaremos *accounting earnings management* o manipulación contable) como las que tienen lugar manipulando transacciones reales subyacentes (es lo que llamaremos *real earnings management* o manipulación real). De acuerdo con García et al. (2005), “las cifras contables pueden adecuarse a los objetivos marcados *a priori* manipulando tanto la forma o momento del tiempo en que se contabilizan las transacciones como las propias transacciones”.

2.3.1.1 Manipulación contable del resultado

La manipulación contable del resultado, como su nombre deja entrever, afecta a la forma en que se contabilizan las diferentes transacciones en la empresa y/o al momento en el tiempo que se haya escogido para ello. Como hemos avanzado, esto no tiene por qué llevar consigo un incumplimiento total de los principios contables. De hecho, los primeros trabajos sobre *earnings management* (a finales de los años 80) señalaban que estas prácticas respetaban los principios contables. Hoy en día, como ya hemos avanzado, es muy difícil saber dónde está el límite entre políticas contables “agresivas” (pero en el marco de los principios contables) y manipulación contable (o, si se quiere, contabilidad creativa), a pesar de algunos estudios llevados a cabo en esta materia.

Así, la manipulación contable del resultado tiene una ventaja principal y muy importante sobre la manipulación real que trataremos más adelante: no afecta directamente a los flujos de caja (al *cash flow*) y, por lo tanto, a una posible valoración que se quiera hacer de la empresa a través de este dato. Tampoco afecta a la composición del patrimonio de la empresa. Como veremos, este aspecto puede jugar un papel importante en empresas familiares, seguramente más preocupadas por la continuidad generacional de las mismas que las no familiares.

En lo que se refiere a manipulación contable de resultados, García et al. (2005) señalan las siguientes decisiones de naturaleza financiera que conllevan prácticas de este tipo:

- Decisiones que implican la elección entre varias alternativas contables permitidas por la normativa. En este caso, es la propia regulación contable la que permite diferentes alternativas para contabilizar una determinada transacción y que puede tener efectos distintos sobre el resultado de la empresa. Es el caso, por ejemplo, de los métodos de asignación de valor a las existencias que, según el PGC (Normas de Registro y Valoración, Número 10), está permitido el método FIFO y el del precio medio o coste medio ponderado.
- Decisiones que implican cambios de criterios o de procedimientos contables.

- Decisiones sobre la clasificación de determinados ingresos y gastos. Aunque esta opción era más habitual con el PGC de 1990 (al poder contabilizar partidas ordinarias en las cuentas de ingresos o gastos extraordinarios), también en el PGC de 2007 puede darse el caso, por ejemplo, al considerar un ingreso o gasto financiero como ordinario. Kinney y Trezevant (1997) y Gore et al. (2002) se centran en este tipo de decisiones manipuladoras.
- Decisiones con apreciable contenido de estimaciones, opiniones y predicciones. Este es, sin duda alguna, uno de los casos más habituales de manipulación contable del resultado y, a la vez, uno de los más difíciles de encontrar (por parte del auditor) y de estudiar (por parte del investigador). Es el caso, por ejemplo, de la estimación de la vida útil (valor residual) de algunos activos para poder así calcular su amortización o depreciación o, también, la dotación de provisiones. Como veremos más adelante, es precisamente en esta línea en la que se basan los modelos más habituales de estimación de los ajustes por devengo discrecionales, que a la vez son la base para la obtención de la discrecionalidad ejercida por la gerencia sobre las cifras contables en este tipo de decisiones.

Según lo anterior, ya se puede intuir que la manipulación contable del resultado se ampara en la flexibilidad inherente a la regulación contable (tanto explícita como implícita). La primera se basa en la existencia de diferentes alternativas para registrar una misma transacción (es lo que podríamos denominar como diferentes políticas contables, un término utilizado frecuentemente en la materia). La segunda, mucho más difícil de detectar, se deriva de la necesidad, por parte de la gerencia, de llevar a cabo estimaciones o juicios de valor para registrar dichas transacciones. Estas prácticas, al resultar más complicadas de detectar que las explícitas, constituyen la base más habitual sobre la investigación en manipulación contable basada en los ajustes por devengo discrecionales, como explicaremos más adelante. En esta línea, Dechow y Skinner (2000) definen la manipulación contable como prácticas dentro de la normativa contable (y usan el término “*within-GAAP*”³, para referirse a las normas americanas) que intentan ocultar o enmascarar el verdadero resultado (*performance*).

³ GAAP = *Generally Accepted Accounting Principles* (en español: Principios Contables Generalmente Aceptados).

Podríamos, en este punto, plantearnos cuáles pueden ser las motivaciones que llevan a los directivos a llevar a cabo estas prácticas de manipulación (contable) de resultados. En esta línea, Bernard y Skinner (1996) afirman que “conocer por qué los directivos eligen determinados ajustes discrecionales es de gran interés para los organismos reguladores, los usuarios de la información contable y la comunidad académica al objeto de entender e interpretar correctamente el resultado contable”. Healy y Wahlen (1999) identifican tres tipos de motivaciones: motivaciones contractuales, motivaciones políticas y gubernamentales y motivaciones de valoración.

- *Motivaciones contractuales:*

Según los autores Watts y Zimmerman (1978 y 1986), citados en varias ocasiones, la causa de las prácticas manipuladoras reside en la existencia de contratos ligados a la cifras contables. En el marco de la “Teoría Positiva de la Contabilidad”, Watts y Zimmerman adoptan la concepción de empresa de la “Teoría de la Red Contractual”, en donde la consideran como un conjunto de grupos económicos que establecen contratos entre sí. La información contable es, pues, un elemento clave para arbitrar el posible conflicto de intereses entre estos grupos implicados. Entre los diferentes “contratos” que podamos encontrar en la empresa, Watts y Zimmerman destacan los de endeudamiento y de remuneración de directivos.

En relación a los contratos de endeudamiento (*debt-equity hypothesis*), Watts y Zimmerman (1978 y 1986) afirman que, “cuanto mayor es el grado de endeudamiento de la empresa, mayor es la tendencia de sus directivos a seleccionar prácticas contables que transfieran beneficios futuros al presente”. En otras palabras, lo que los autores vienen a decir es que aquellas empresas que se encuentren en una situación de mayor “riesgo” de incumplimiento de los acuerdos establecidos respecto a sus deudas, más motivos tendrán para llevar a cabo prácticas manipuladoras del beneficio.

Otro tipo de contratos incluido en los motivos contractuales que pueden llevar a manipular resultados son los de remuneración de directivos, especialmente en aquellos casos en que éstos están diseñados para incentivar a los mismos a maximizar el valor de la empresa. Estos contratos suelen incluir políticas de compensación basadas en

variables como el precio de las acciones de la empresa o el propio el beneficio. Concretamente, Watts y Zimmerman (1986) afirman que “los directivos con contratos de remuneración ligados a la cifra de resultados tienden a elegir principios contables que desplacen resultados futuros al presente”. En este sentido, aquellos directivos que llevan a cabo estas prácticas de manipulación contable buscan, en fin último, maximizar su propia compensación. En esta misma línea, Healy (1985) encuentra que, en ocasiones, la gerencia puede manipular resultados contablemente para aumentar el resultado y conseguir así el “bonus” correspondiente. Incluso afirma que, cuando el resultado no supera el máximo que indica el contrato, se puede manipular para conseguir disminuir el resultado.

Al margen de los dos anteriores, existen también otros objetivos contractuales que han sido objeto de estudio en la literatura y que indican otros factores implícitos en la relación contractual que existe entre directivos y empresa para que lleven a cabo prácticas manipuladoras del resultado. En este sentido, una de las circunstancias más habituales suelen ser los cambios directivos: puede ocurrir que los primeros (los salientes), que puedan ver amenazada su posición, busquen maximizar su reputación y, en el caso extremo, evitar el despido o bien simplemente maximizar su retribución (del último ejercicio o bien en futuros ejercicios). Evidencias de estos hechos quedan reflejadas en los trabajos de DeAngelo (1988) y Tearney (2003). Este último encuentra evidencia de estas prácticas manipuladoras en el caso de directivos que se encuentran en edad próxima a la jubilación. Por su parte, los directivos entrantes pueden llevar a cabo prácticas manipuladoras con el objetivo de dejar en evidencia o culpar a los anteriores de malos resultados y así mejorar su “imagen” de cara a los accionistas de la empresa. También en esta línea, DeAngelo (1988) afirma que los directivos que persiguen estos objetivos manipulan los resultados a la baja al entrar (en su primer ejercicio) y al alza, el siguiente.

- *Motivaciones políticas y gubernamentales:*

En relación a esta hipótesis, la “Teórica Positiva de la Contabilidad” establecida por Watts y Zimmerman (1978 y 1986) afirma que “cuanto mayores son los costes políticos de la empresa, mayores son los incentivos de la gerencia para reducir artificialmente el beneficio”⁴.

En este sentido, los estudios más recientes llevados a cabo se centran en procesos políticos concretos en los que, aparentemente, es más fácil identificar incentivos para manipular resultados. Jones (1991), por ejemplo, encuentra evidencia en una muestra determinada de empresas estadounidenses que estaban siendo investigadas por prácticas importadoras aparentemente no permitidas. Boynton et al. (1992) y Guenther (1994) demuestran que las empresas llevan a cabo políticas contables conservadoras para evitar así los efectos negativos de algunos cambios impositivos. En España, Gill de Albornoz e Illueca (2003) demuestran que las eléctricas españolas reducen de forma intencionada el resultado en aquellos ejercicios en los que el gobierno aprueba una subida de tarifas, con el objetivo de reducir su visibilidad política y contrarrestar el rechazo social que medidas de este estilo suele generar en la sociedad.

- *Motivaciones relacionadas con la valoración de la empresa:*

Las motivaciones relacionadas con la valoración de la empresa es, quizá, la línea de investigación que, dentro del campo de la manipulación de resultados, está generando una mayor atención por parte de los investigadores. El motivo es evidente si tenemos en cuenta el papel tan importante que juega la información y los estados financieros que la transmiten. Esto hace que la gerencia de la empresa encuentre incentivos suficientes para llevar a cabo prácticas manipuladoras. García et al. (2005) clasifican estas motivaciones de valoración en función de si éstas giran en torno a eventos concretos o si tienen un carácter más continuado, principalmente debido a que la empresa cotice en bolsa.

⁴ De hecho, esta hipótesis es la tercera que, junto a las que hemos visto anteriormente de endeudamiento y remuneración de directivos, constituyen las hipótesis clásicas de la Teoría de Positiva de la Contabilidad establecidas por Watts y Zimmerman (1978 y 1986).

En el primero de los casos, por ejemplo, Perry y Williams (1994) encuentran evidencia de manipulación contable de resultados en períodos previos a operaciones de *Management Buy Out* (MBO)⁵ en una muestra de empresas americanas. De la misma forma, también existe evidencia de estas prácticas en la literatura en operaciones de emisión de capital, tanto en las salidas a bolsa (Friedlan, 1994 o Rangan, 1998) como en posteriores ampliaciones (Shivakumar, 2000), aunque también existen autores que no han podido constatar esa evidencia (Beaver et al., 2003). Un último ejemplo de estas motivaciones de valoración lo encontramos en el trabajo de Erickson y Wang (1999), que observan manipulación al alza del resultado por parte de la empresa “compradora” en aquellas fusiones llevadas a cabo mediante el intercambio de acciones.

Respecto a las motivaciones de valoración de carácter más continuado, el principal estímulo que lleva a los directivos a manipular el resultado lo podemos encontrar en la necesidad de cumplir unos objetivos determinados que, en principio, los inversores (actuales y futuros) deberían valorar positivamente. De esta forma, se puede ejercer un cierto control sobre el precio de las acciones, siempre que el mercado no descubra esas prácticas de manipulación. Ya se ve, pues, que se trata de una acción no exenta de riesgo. Por otro lado, la dirección también podría llevar a cabo prácticas manipuladoras en caso de que su remuneración estuviese basada en opciones sobre acciones. En esta línea, algunos trabajos analizan la manipulación en torno a determinados umbrales que podrían constituir un punto de referencia para el inversor, como puede ser un resultado próximo a cero, una variación respecto al año anterior próxima a este valor o las desviaciones respecto a las previsiones de los analistas. Algunos ejemplos son Beaver et al., (2003) o Richardson et al., (2004). Según García et al. (2005), estos estudios documentan frecuencias significativamente mayores de las esperadas en compañías con resultados positivos, crecimientos en el resultado y en aquellas con resultados iguales o superiores a las predicciones de los analistas. La implementación de prácticas manipuladoras para conseguir batir estos umbrales es una explicación generalmente aceptada para las regularidades empíricas observadas, como evidencian los trabajos de Gore et al. (2002) o Beaver et al. (2003).

⁵ Las operaciones de *Management Buy Out* tienen lugar cuando los directivos de una empresa deciden adquirir el capital de la propia empresa de forma total o parcial (en este caso, con la ayuda de inversores externos).

2.3.1.2 Manipulación real del resultado

Podríamos decir que la manipulación real de resultados (*real earnings management*) ocurre cuando los directivos llevan a cabo acciones (reales) que se desvían de las prácticas “normales” o habituales de la empresa, con el objetivo de reportar mejores resultados.

Schipper (1989), aunque sin referirse explícitamente, fue uno de los primeros autores en introducir la manipulación real en la definición de la gestión del resultado o *earnings management* que hemos avanzado en apartados anteriores. Ella describe la manipulación del resultado (en general) como una “intervención intencionada en el proceso de elaboración de informes contables externos, con la intención de obtener algún beneficio propio...” y una extensión de esta definición debe abarcar necesariamente la manipulación “real”, llevada a cabo mediante inversiones temporales o decisiones financieras para alterar los resultados o parte de ellos. La manipulación contable, como hemos visto, no se consigue cambiando actividades económicas subyacentes sino a través de la elección en los métodos contables utilizados para representar esas actividades subyacentes. Por el contrario, las prácticas de manipulación real se llevan a cabo modificando las operaciones subyacentes de la empresa. Algunos ejemplos típicos de estas prácticas son la reducción de precios hacia finales de año para intentar “adelantar” a ese año ventas que quizá corresponderían al siguiente año fiscal, retrasar inversiones o vender activos, todos con el objetivo de aumentar la cifra de resultado del período actual.

Existen diversos motivos que pueden llevar a la dirección de la empresa a modificar actividades “reales” para manipular resultados (en lugar de hacerlo mediante prácticas contables): uno de ellos es que el uso de políticas contables agresivas (en el caso de la manipulación contable) puede levantar sospechas y tener consecuencias graves en empresas sujetas a organismos “observadores” como la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), en el caso de España. Otra razón, quizá más obvia, es el hecho de que una empresa no tenga excesiva flexibilidad o margen en sus cuentas para poder manipularlas. Conviene tener en cuenta en este punto que, por un lado, cualquier decisión en materia contable debe ser consecuente con lo que se haya venido haciendo

en el pasado (al menos en los años anteriores) y cualquier cambio de criterio debe estar debidamente justificado. Por otro lado, las prácticas de manipulación contable, es decir, las decisiones a tomar para llevarlas a cabo deben tomarse al final de año, cuando aún no se conoce qué criterios utilizarán los auditores (en caso de empresas auditadas) en ese momento. Vale la pena resaltar en este punto que las decisiones operativas en la empresa están en manos de los directivos, sin embargo, el tratamiento contable de las mismas debe ser aprobado por los auditores o responsables de la elaboración de los estados financieros.

Uno de los principales inconvenientes de la manipulación real (respecto a la contable), como hemos comentado, es el efecto que tiene en los flujos de caja futuros y, por lo tanto, en el valor de la empresa. Esto es así pues todo aquello que podamos hacer en un determinado año para mejorar el resultado (por ejemplo, adelantar ventas, o frenar una inversión), seguramente tendrá un impacto negativo en los ejercicios siguientes (en muchos casos, en el ejercicio inmediatamente siguiente). Estamos pues sacrificando resultados futuros, tal y como demuestra Gunny (2005) en un estudio empírico de empresas cotizadas americanas entre 1988 y 2000.

Por ejemplo, una política agresiva de descuentos para conseguir un mayor volumen de ventas (y mejores resultados a corto plazo) puede llevar a los clientes a solicitar esos descuentos en el futuro y, por tanto, convertir esta acción puntual en un problema coyuntural. Esto podría conllevar una reducción del margen sobre las ventas futuras y, por tanto, peores resultados. Otra práctica habitual que analizaremos en esta investigación es la de producir en exceso en un determinado período para acumular costes en las existencias (como costes del producto al capitalizarlos en el activo). Esta solución cortoplacista efectivamente proporcionará un mejor resultado ese año pero es evidente que esos inventarios deberán salir del almacén en algún momento (el año siguiente), y su coste pasará a la cuenta de resultados provocando unos resultados peores (además del gasto que conlleva la gestión y el mantenimiento de esos inventarios).

Es interesante destacar que las implicaciones de la manipulación real pueden resultar importantes no sólo para los responsables de la empresa sino para los propios reguladores en materia de contabilidad, especialmente en aquellos contextos en los que la regularización es elevada y, por tanto, se pueden llevar a cabo muy pocas prácticas de manipulación contable. En esta línea, Ewert y Wagenhofer (2004) desarrollan un modelo analítico que demuestra que la manipulación real es mayor en aquellos casos en los que los estándares contables hacen imposible llevar a cabo prácticas de manipulación contable. Así pues, es evidente que ambos tipos de manipulación están estrechamente ligados y, como veremos, será necesario tener en cuenta en nuestro estudio esta relación estrecha a la hora de analizar los resultados.

Los ejemplos que hemos citado anteriormente son sólo algunas de las actividades que se pueden llevar a cabo en aquellas empresas que buscan manipular sus resultados siguiendo esta práctica. A pesar de que este tema no ha sido tratado en la literatura actual con tanto énfasis como el de la manipulación contable, encontramos dos líneas de investigación o dos tipos de prácticas de manipulación real más o menos diferenciadas: la manipulación de actividades de inversión o financiación, como puede ser la reducción del gasto en actividades de inversión y desarrollo (Bens et al., 2002), y la manipulación de actividades operativas (mucho más completa que la anterior y menos tratada hasta la fecha), que será el objeto principal de estudio en esta tesis doctoral.

Roychowdhury (2006) fue uno de los primeros autores en tratar con detalle este tipo de manipulación real de resultados (basada en actividades operativas) y la define como “desviaciones de las prácticas normales de las operaciones, motivados por el deseo de los directivos de inducir a error por lo menos a algunos accionistas en la creencia de que ciertos objetivos de información financiera se han cumplido en el curso normal de las operaciones”.

Así, de las tres actividades susceptibles de ser manipuladas (de acuerdo con la línea de investigación de Roychowdhury) esta tesis analizará la manipulación real de resultados con una combinación de las dos últimas (la b y a c), como veremos más adelante:

- a) *Manipulación de las ventas*, bien sea anticipándolas o bien ofreciendo descuentos o condiciones de pago más holgadas.
- b) *Sobreproducción*, para reportar un menor coste de mercancías vendidas, ya que el coste de producir se repartirá en muchas más unidades de las que finalmente se venderán.
- c) *Reducción de gastos fijos (discretionary expenses)*, como los gastos en publicidad, investigación y desarrollo o administración y ventas.

Sólo unos pocos estudios anteriores a Roychowdhury incluyen este tipo de actividades al analizar el impacto de las prácticas de *real earnings management*. Graham et al. (2004), incluye la reducción de los gastos de transporte y de los gastos de mantenimiento (que podríamos incluir en nuestros *discretionary expenses*), el retraso o eliminación de inversiones en capital para evitar gastos de amortización o la modificación de los planes de pensiones. Gunny (2005), por su parte, incluye la modificación de los plazos de venta de activos fijos para conseguir adelantar ganancias. En cualquier caso, ni las actividades expuestas en este trabajo ni las que se pueden encontrar en la literatura previa constituyen una lista exhaustiva y única de las prácticas de manipulación real que pueden darse en las empresas. Futuros trabajos en este campo podrían completar esta lista con nuevas actividades.

2.3.1.3 Gestión del resultado, contabilidad creativa y fraude

Debido a los escándalos aparecidos recientemente en la prensa española y mundial, son muchas las personas que (fuera, pero también dentro del mundo académico) utilizan el concepto de contabilidad creativa para referirse a aquellas prácticas manipuladoras del resultado. Ambos títulos son 100% sinónimos siempre que nos refiramos a la manipulación desde el punto de vista contable exclusivamente (sin incluir posibles manipulaciones mediante actividades reales).

Naser (1993) describe la contabilidad creativa como “el proceso de manipulación de la contabilidad para aprovecharse de los vacíos de la normativa contable y de las posibles elecciones entre diferentes prácticas de valoración y contabilización que ésta ofrece, para transformar las cuentas anuales de lo que tienen que ser a lo que, quienes las preparan, prefieren que sean, y el proceso por el que las transacciones se estructuran de forma que se produzcan los resultados contables preferidos, en lugar de reflejar estas transacciones de forma neutral y consistente”.

Esta definición, aunque con matices, es similar a la que hemos utilizado anteriormente para explicar el concepto de gestión contable del resultado. Además, incluye las estrategias contables anunciadas por Monterrey (1998): política contable agresiva, política contable conservadora y alisamiento del resultado.

Así, la gran diferencia entre contabilidad creativa y earnings management es que este último incluye la manipulación real del resultado (uno de los pilares principales de esta investigación), que no forma parte del concepto de contabilidad creativa (que sí correspondería a la manipulación contable del mismo).

Sin embargo, hay quien incluye en el concepto de contabilidad creativa otras prácticas no incluidas en el concepto de *earnings management* y que, seguramente, entrarían en conflicto (violarían) los principios contables, sobrepasando la línea que separa estas prácticas con aquellas que podríamos considerar fraudulentas. Algunos ejemplos podrían ser:

- La manipulación tendente a reclasificar ingresos y gastos en las distintos escalones de la cuenta de pérdidas y ganancias.
- La manipulación tendente a reclasificar los activos y los pasivos en las distintas masas patrimoniales.
- La manipulación tendente a reclasificar los flujos de tesorería como operaciones corrientes, de inversión o de financiación.

La Figura 2 muestra un esquema del “solapamiento” de dichas prácticas:

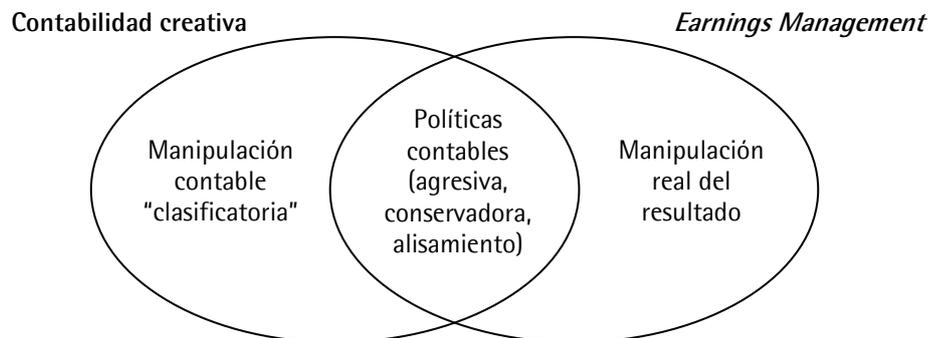


Figura 2: Solapamiento entre contabilidad creativa y *earnings management*

Así, en referencia a la citada línea que separa las prácticas de gestión del resultado y fraude, algunos autores consideran que el concepto de *earnings management* engloba sólo aquellas prácticas que, aunque se aprovechan intencionadamente de la flexibilidad de la normativa, respetan los principios contables (por ejemplo Apellániz y Labrador, 1995). Otros en cambio, denominan también prácticas de *earnings management* a situaciones en las que se han violado los principios contables (Beneish, 1999). Respecto a este debate, Dechow y Skinner (2000) consideran que existe una clara diferencia entre prácticas contables fraudulentas, que violan los principios contables, y aquellos juicios y decisiones contables sujetos a la subjetividad de la gerencia pero que respetan los principios contables y que constituirán prácticas de *earnings management* dependiendo de si existe o no intención, o voluntad, por parte de la gerencia (Dechow y Skinner, 2000). En cualquier caso, estos autores reconocen que, en ausencia de cualquier evidencia objetiva de la existencia de intencionalidad, es muy difícil diferenciar entre las prácticas fraudulentas y el ejercicio legítimo de la discrecionalidad contable.

La Figura 3 refleja la clasificación que hacen Dechow y Skinner (2000) de las distintas prácticas de elección contable que lleva a cabo la gerencia:

	Prácticas contables	Decisiones sobre actividades reales
	<i>Dentro de los principios contables</i>	
Manipulación del resultado al alza	Reconocer un exceso de provisiones para riesgos y gastos	Adelantar ventas o retrasar la realización de proyectos de I+D
Manipulación del resultado a la baja	Estimar, a la baja, una provisión por impago de clientes	Retrasar ventas o adelantar la realización de proyectos de I+D
	<i>Violando los principios contables</i>	
Prácticas fraudulentas	Reconocer ventas o gastos ficticios o registrar existencias por encima de las reales	

Figura 3. Diferencia entre fraude y *earnings management*
(Fuente: Adaptado de Dechow y Skinner, 2000)

Las discrepancias referidas anteriormente sobre qué prácticas deberían encuadrarse dentro del término de *earnings management* también podrían extenderse al concepto de alisamiento del beneficio que hemos comentado anteriormente.

2.4 Medidas alternativas de la calidad de la información contable

Aunque existe poco consenso acerca de qué métricas se deben utilizar para medir con mayor efectividad la calidad de la información contable que presentan las empresas, la manipulación del resultado o *earnings management*, que acabamos de tratar, podría considerarse dentro de las más habituales. Sin embargo, como ya hemos avanzado, existen otras medidas alternativas para identificar lo lejos o cerca que están las cuentas de una empresa de reflejar esa imagen fiel que solicitan los estados contables y sobre los que los usuarios externos (principalmente) tomarán sus decisiones.

En línea con lo anterior, Francis et al. (2004), afirman que existen dos grupos de atributos relacionados con el resultado y que suelen identificarse habitualmente con su calidad. Por un lado encontramos lo que ellos denominan “atributos o características contables” (como la calidad de los devengos o *accruals quality*, entre otros) y, por otro, los “atributos o características basadas en el mercado” (como el conservadurismo o *conservatism*, entre otros). La principal diferencia entre ambos se basa en las diferentes suposiciones que se empleen para la definición del resultado. En particular, los atributos del resultado basados en procedimientos contables asumen implícitamente que la función del resultado es la distribución o asignación de flujos de caja a los períodos a los que se refieren las cuentas (aquellos considerados por las empresas para la realización de su actividad) de acuerdo con el proceso habitual del devengo. Estos atributos asumen que los flujos de caja o el resultado son el concepto de referencia o el punto importante que se deriva directamente de la información contable.

Por otro lado, los atributos basados en el mercado asumen que la función del resultado es reflejar el verdadero resultado económico y, por este motivo, asumen que los retornos (más adelante definiremos bien qué entendemos por retornos al hablar del modelo empleado para el cálculo del conservadurismo) son el concepto de referencia.

2.4.1 Calidad contable o calidad de los devengos

En la literatura contable tradicionalmente la calidad del resultado (calidad contable o calidad de los devengos) y de los flujos de caja viene medida por la persistencia que éstos presentan a lo largo del tiempo (Sloan, 1996; Ball y Shivakumar, 2005; Richardson et al., 2005; McNichols, 2002). Los componentes de los ajustes en los beneficios son menos persistentes que los componentes de flujos de caja, sugiriendo que la utilización de ajustes por devengo trata de mantener un nivel de beneficios estables en el tiempo.

La mayoría de estos autores investigan también la relación que existe entre la fiabilidad de los ajustes por devengo y la persistencia de los beneficios, e intentan modelar formalmente las implicaciones que tiene la fiabilidad en la persistencia de los mismos. Los resultados que obtienen apoyan la idea de que los ajustes menos fiables se encuentran sujetos a una menor persistencia en los beneficios. Otros modelos, como el desarrollado por Comiskey y Mulford (2000), sugieren que los beneficios son de mayor calidad en aquellos casos donde los *cash flow* actuales son mayores –menores– que el reconocimiento de ingresos o ganancias –gastos o pérdidas–, y de baja calidad si el *cash flow* asociado es menor –mayor– que el reconocimiento de los ingresos o ganancias –gastos o pérdidas–.

En línea con lo anterior y a partir de uno de los trabajos más reconocidos sobre la calidad de los devengos y, en definitiva, del resultado, Dechow y Dichev (2002) definen esta calidad basándose en la relación que existe entre los ajustes por devengo (*accruals*) y los flujos de caja, pues la utilización de ajustes permite analizar el reconocimiento de los *cash flow* pasados, presentes y futuros en los beneficios. Según este modelo, que más adelante definiremos con detalle, los beneficios corresponden a la suma de los flujos de caja pasados, presentes y futuros (más la suma por los errores de estimación y sus correcciones). Así, los movimientos “intertemporales” de los *cash flow* reconocidos en los beneficios reflejan los problemas temporales en la utilización de *cash flow* actuales como medida del desempeño (Dechow, 1994). Asimismo, los errores de estimación y de corrección reducen la calidad de los beneficios como medida del desempeño.

Prácticamente desde Dichow y Dichev (2002), la calidad de los devengos (*accruals quality*) es sinónimo de calidad del resultado, calidad contable del resultado o, simplemente, calidad contable. Esto se debe a la hipótesis de que el rol de los devengos es ajustar el reconocimiento de flujos de caja en el tiempo y, de esta forma, afirmar que, cuanto más cercanos se encuentren los devengos a los flujos de caja, mayor será su calidad (Francis et al., 2005).

Esta tesis analizará pues la calidad contable siguiendo el modelo presentado por estos autores y modificado posteriormente por McNichols (2002), para añadir el efecto de la variación de los ingresos y del inmovilizado material. Es de esperar que los resultados obtenidos con este modelo sean consecuentes con los obtenidos en el análisis de la manipulación del resultado, puesto que ambos conceptos son considerados opuestos a la hora de medir la calidad de la información contable (a más manipulación, menos calidad, y viceversa).

2.4.2 Conservadurismo

Ya hemos visto que los directivos pueden tomar decisiones, tanto desde el punto de vista contable como desde el punto de vista de actividades reales, con la intención de mostrar unos resultados diferentes de los que seguramente debería obtener la empresa, llevando a cabo cualquier tipo de manipulación del resultado. Esta gestión del resultado no sólo oculta la verdadera situación y rentabilidad de la empresa, sino que también enmascara la posible tendencia en su evolución y, por tanto, en las expectativas que puede generar en su crecimiento futuro, demanda de productos, etc. (McNichols y Stubben, 2008). Esto hace que, en ocasiones, algunos miembros de la empresa tiendan a reforzar el control interno para evitar prácticas de manipulación contable que puedan comprometer el futuro de la empresa.

Sin embargo, un excesivo control interno puede dar lugar al efecto contrario, dando lugar a un mayor uso de manipulación real de actividades. En este sentido, el conservadurismo puede jugar un papel importante.

El conservadurismo (en inglés, *conservatism*), de manera simple, es una de las características cualitativas de la información financiera, que aparece reflejada claramente en el marco conceptual que marcan las normas internacionales (emitidas por el IASB). En el Plan General Contable español, el conservadurismo es consecuencia directa del Principio de Prudencia, que indica la obligatoriedad de registrar en las cuentas las noticias “malas” en el momento en que se intuye que pueden suceder, pero retrasar la contabilización de las noticias “buenas” al momento en que realmente sucedan.

Concretamente, la literatura actual (en línea con el trabajo de Beaver y Ryan, 2005) distingue entre dos tipos de conservadurismo: conservadurismo incondicional y conservadurismo condicional. El primero, también denominado conservadurismo de balance, supone una infravaloración de los activos del balance respecto a sus valores reales (debido, en muchas ocasiones, al uso de criterios contables como el coste histórico o la propia amortización que, en ocasiones, puede ser mayor que la pérdida de valor real)⁶. Podríamos decir que el conservadurismo incondicional es lo opuesto al valor razonable.

Por otro lado, el conservadurismo condicional, también llamado conservadurismo de resultado, supone una asimetría en el reconocimiento de noticias en el resultado contable (de acuerdo con Basu, 1997). Este autor interpreta el conservadurismo como la tendencia de los contables a requerir un mayor “nivel de verificación” para reflejar buenas noticias que para registrar malas noticias en los estados financieros. Bajo su interpretación de conservadurismo, el resultado refleja las malas noticias con mayor prontitud que las buenas noticias. Según esto, las pérdidas económicas difíciles de verificar (como puede ser el deterioro de un activo) se reconocen en la cuenta de resultados como un gasto, mientras que las ganancias económicas difíciles de verificar (como podría ser el aumento en el valor de un activo), no se reconocen como un ingreso hasta que no se han realizado. En la misma línea, si se alargara la vida útil de un activo (buena noticia) esto se reflejaría en la cuenta de resultados a través de una menor tasa

⁶ Este tipo de conservadurismo lleva pues a una reducción de los valores del activo, lo cual conllevará, en los años siguientes a su implantación, un resultado contable mayor que el que se obtendría si no se hubiera utilizado el coste histórico (o si no se hubiera amortizado por encima del valor real).

de amortización durante ese periodo de tiempo, por lo que el incremento en el resultado contable (vía menor amortización) se reflejaría a lo largo de varios años. Pero si, por el contrario, disminuyera la vida útil de ese activo, esto se reflejaría inmediatamente en el resultado contable como una pérdida. Esta asimetría en el reconocimiento lleva a diferencias sistemáticas entre períodos de buenas y malas noticias en cuanto a la oportunidad y la persistencia del resultado. En definitiva, el resultado contable responde de forma más completa o rápida a malas noticias que a buenas noticias.

Dado el tema de la investigación que estamos llevando a cabo, nos basaremos exclusivamente en el conservadurismo condicional.

Podríamos decir que, actualmente, existe una línea de investigación que ha dado lugar a estudios importantes en los últimos años y que se centra en analizar si existe esta asimetría en el reconocimiento de buenas y malas noticias en el resultado contable que puede llevar a diferencias sistemáticas entre períodos de buenas y malas noticias, y si esta asimetría es significativamente diferente entre distintos sistemas contables. Los resultados de esta línea de investigación parecen mostrar que las empresas mejor gobernadas ofrecen información contable más conservadora y que, determinadas formas de conservadurismo, pueden tener efectos económicos positivos (como pueden ser reducciones en el coste de capital, mejoras en la eficiencia de los contratos de deuda, etc.).

Además del trabajo pionero de Basu (1997) que se aplica a una muestra de empresas estadounidenses, existen trabajos aplicados a un contexto más internacional como Ball et al. (2000), Pope y Walker (1999), Robin y Wu (2001), Giner y Rees (2002), García y Mora (2003) o García et al. (2012).

Entre otras cosas, se ha expresado cierta preocupación entre diversos investigadores sobre cómo distinguir en un análisis empírico el conservadurismo del resultado de la manipulación contable. Las medidas del conservadurismo del resultado pueden verse afectadas, sin duda, por el nivel de manipulación de la gerencia. Desde un punto de vista puramente teórico, un sistema de valor razonable (menor conservadurismo) llevaría a una revelación mayor de buenas y malas noticias y, por lo tanto, sería más beneficioso

para los usuarios de la información contable (podríamos, de hecho, asimilarlo a una mayor calidad de la información contable, en ausencia de otras medidas de manipulación). Es evidente que la afirmación anterior es más teórica que real al considerar que el sistema de valor razonable estaría exento de manipulación, por lo que la información seguramente estará sesgada por los intereses de los diferentes sujetos manipuladores. De hecho, es probable que los gerentes puedan tener más tendencia a ocultar las malas noticias (Kothari et al., 2009), teniendo más a reflejar el valor “razonable”.

Concretamente, Guay y Verrecchia (2007) afirman que el conservadurismo condicional puede reducir oportunidades de una manipulación adecuada del resultado. Esto es, a la vez, consistente con una visión más amplia de conservadurismo según Watts (2003), según el cual un rol importante del conservadurismo es reducir comportamientos oportunistas de la dirección a la hora de reportar resultados y así eliminar cualquier posible sesgo en las cuentas introducido por alguna parte interesada.

En línea con lo anterior y de acuerdo con Guay y Verrecchia (2007), podemos observar que el sistema contable conservador, junto con el comportamiento oportunista de la gerencia (para aumentar el resultado), ya lleva de por sí una revelación total de información. Aunque esto pueda parecer con un sistema de valor razonable, la diferencia principal la encontramos en el canal utilizado para comunicar las buenas noticias. Mientras que en este último tanto las buenas como las malas noticias se reflejan rápidamente en la cuenta de resultados, el conservadurismo conlleva a reflejar únicamente las malas por esta vía (de forma obligatoria y sujeto al proceso de auditoría), pero reservándose las buenas (las que quizá provienen del comportamiento oportunistas de la gerencia) para otras fuentes de información (como la propia memoria, notas de prensa, etc.).

Finalmente podemos mencionar que, en ocasiones, cuando no existe un compromiso por parte de la gerencia a dar siempre información contable conservadora, el conservadurismo condicional puede llevar a que se utilice para manipular el resultado a la baja por cuestiones de tipo fiscal, por políticas de dividendos o, incluso para reducir costes políticos (García Lara et al., 2009)

A lo largo de esta investigación analizaremos, pues, si las empresas españolas familiares son más o menos conservadoras en sus políticas contables respecto a las no familiares así como la influencia en este sentido de la presencia de un director general miembro de la familia fundadora. Para ello, nos basaremos en uno de los modelos de Basu (1997) para la detección del conservadurismo condicional.

3 Planteamiento de la investigación e hipótesis

3.1 La Teoría de Agencia

El área de investigación de esta tesis se relaciona con la calidad de la información financiera a través de la Teoría de Agencia. Dada su importancia en el campo de la manipulación de resultados y más aún en el estudio de la empresa familiar, prácticamente todos los trabajos publicados hasta la fecha han basado sus razonamientos teóricos en el clásico Problema de Agencia o Teoría de Agencia.

De acuerdo con Jensen y Meckling (1976), la relación entre propiedad y gerencia es el contrato explícito o implícito que se establece entre dos partes, por el cual se comprometen a cooperar en la realización de una actividad. Desde este enfoque teórico la empresa se concibe como un entramado contractual en el que los propietarios, que disponen de los recursos, se ponen de acuerdo con los agentes/gerentes que se comprometen a administrarlos en representación de los propietarios.

La separación entre propiedad y gerencia es muy ventajosa, pues por un lado permite que las acciones cambien de propietario sin que esto afecte la marcha de la empresa, y por otro se permite contratar a personas cualificadas para asumir la gerencia. El conflicto puede surgir cuando los intereses de los propietarios de la empresa o accionistas (Principal) difieren de los de los directivos (Agentes): éstos suelen tener mejor información sobre la empresa que los primeros y, además, los incentivos de ambos no suelen estar completamente alineados. Esto es lo que se conoce como Teoría de Agencia o Problema de Agencia. Los propietarios desean que los directivos trabajen en beneficio de la empresa maximizando el valor de ésta. Este conflicto puede surgir por las asimetrías informativas que pueden dar lugar a que los agentes que buscan la maximización de su propio beneficio persigan objetivos distintos a los acordados. Por lo tanto, esta relación de cooperación está marcada por un potencial comportamiento oportunista de los agentes.

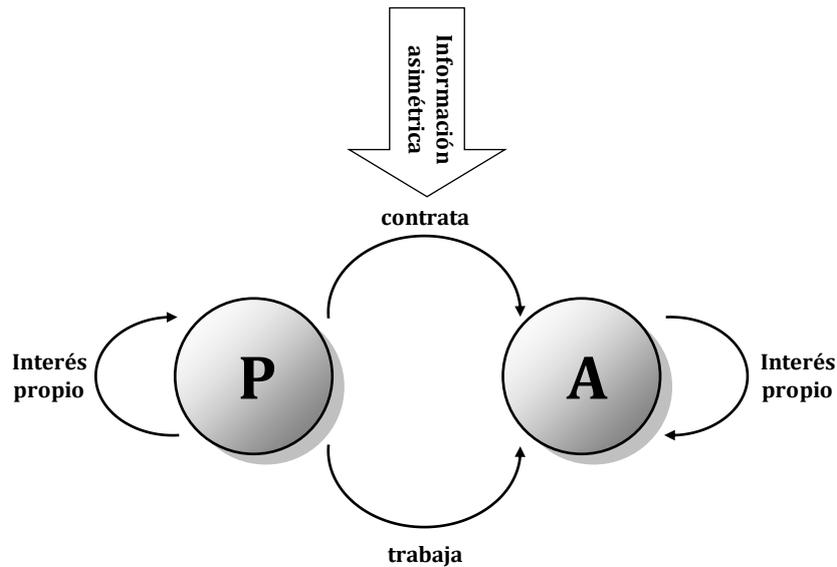


Figura 4. Esquema conceptual del Problema de Agencia (P: *Principal*; A: *Agente*)

En relación con el primero de los mecanismos, la estructura de propiedad, una variable fundamental es la concentración de la misma y la existencia de conflictos entre los accionistas dominantes y los accionistas minoritarios. Si dicha concentración está ampliamente difundida en las empresas de los países de ley civil, resulta aún más palpable en el caso de las empresas familiares. Este tipo de empresas, habida cuenta de los vínculos existentes entre sus partícipes (como veremos en el siguiente apartado), constituyen un terreno propenso a la aparición de divergencias de intereses entre los accionistas pertenecientes al núcleo familiar y el resto de propietarios.

De acuerdo con esta teoría, parece que la presencia de estructura de propiedad concentrada (habitualmente familiares), no limita la importancia de los costes de agencia, si bien este contexto desplaza el conflicto derivado de las relaciones contractuales que se definen en el marco corporativo (Bona et al., 2007). Así, los conflictos de agencia se trasladan de la divergencia entre accionistas minoritarios y gerentes (Problema de Agencia I), como describen Jensen y Meckling (1976) a la divergencia de intereses entre accionistas controladores y accionistas minoritarios (Problema de Agencia II). Cuando la estructura de propiedad está concentrada, los accionistas mayoritarios pueden tener incentivos para expropiar a los accionistas minoritarios, “atrincherándose” en posiciones directivas estratégicas y expropiando recursos de la empresa para conseguir beneficios individuales. Este problema se hace

mayor en el caso de que la propiedad esté concentrada en una familia pues seguramente sus miembros tendrán todavía más incentivos para conseguir beneficios propios que el resto de propietarios, tal y como muestran varios análisis llevados a cabo en Europa Continental (La Porta et al., 1999; Faccio y Lang, 2002).

Así, la literatura precedente ha considerado dos argumentos contrapuestos para analizar la incidencia del control familiar en la calidad de la información contable. De acuerdo con el denominado “efecto alineamiento” (*alignment effect*), existe una relación elevada entre contabilidad de calidad y propiedad familiar reduciendo así los conflictos de Agencia de Tipo I entre propietarios y gerentes (Warfield et al., 1995). En otras palabras, suele existir un mayor alineamiento entre propiedad y gerencia en empresas familiares pues los accionistas (familiares) tienden a estar más involucrados en la gestión de la empresa o, al menos, a ejercer notable influencia en los gestores. Por este motivo se espera que la información que éstas presentan sea de mayor calidad. En este sentido, Anderson et al. (2003) argumentan que las familias difieren de otros accionistas significativos en, como mínimo, dos aspectos importantes: (1) la preocupación por la supervivencia de la empresa a largo plazo (y futuro traspaso de la firma a los herederos) y (2) la importancia de la reputación familiar. Así, el interés por la continuidad de la empresa viene determinado por la inversión de la riqueza familiar en la empresa, lo que la convierte en un activo que debe transmitirse a los descendientes y no una riqueza que se ha de consumir durante la vida de los fundadores. Por este motivo, la reputación adquiere una trascendencia especial para este tipo de accionistas, en cuanto aumenta la posibilidad de una permanencia prolongada de la familia en la empresa.

En esta línea, Bona et al. (2008) afirman que la combinación en las empresas familiares de una cartera de inversiones poco diversificada, el deseo de ceder la empresa a la siguiente generación y la preocupación por la reputación de la familia, sugiere que los accionistas familiares, por su privilegiada posición en el control de la empresa, sean más propensos a adoptar decisiones maximizadoras de riqueza y, por ello, recurran a una menor manipulación de resultados. Así, la mayoría de estudios empíricos publicados en línea con la hipótesis de alineamiento soportan la anterior teoría. Chen et al. (2008) analizan empresas familiares cotizadas y argumentan que la concentración del accionariado en la familia fundadora disminuye la atención hacia fluctuaciones del

mercado de capitales en el corto plazo y reduce las presiones causadas por los pronósticos de los analistas. De la misma forma, Wang (2006) y Ali et al. (2007) ponen de manifiesto, para una muestra de empresas americanas cotizadas, una relación positiva entre la propiedad familiar y la credibilidad de la información contable. Jung y Kwon (2002) y Cascino et al. (2010) también soportan la hipótesis de alineamiento en sendos análisis empíricos en empresas coreanas e italianas cotizadas.

No obstante, este efecto podría verse superado con creces por el posible contra argumento que indica que los accionistas familiares influyentes o más controladores podrían usar su posición para conseguir beneficios en detrimento de los accionistas no familiares, quizás minoritarios (en línea con el Problema de Agencia de Tipo II), principalmente cuando exista un entorno legal débil en la protección de los pequeños accionistas (Bebchuk, 1999), como ocurre España. Este llamado “efecto de expropiación” (*expropriation effect*) daría como resultado una mayor manipulación de resultados en empresas familiares comparada con las no familiares (Morck et al., 1988, Fan y Wong, 2002).

Con algunas excepciones, la hipótesis de expropiación se pone de manifiesto en estudios llevados a cabo en contextos con una elevada concentración de propiedad, o con sistemas legales débiles. Beuselinck y Manigart (2007), por ejemplo, encontraron que empresas europeas con algún accionista mayoritario ofrecen información contable de menor calidad en comparación con empresas privadas con una menor concentración.

Esta posible obtención de beneficios privados podría agravarse en el caso de la empresas familiares, ya que tales beneficios tienden a concentrarse en manos de la familia controladora, mientras que en el caso de empresas con accionistas significativos pero no familiares se diluyen posteriormente entre una multitud de propietarios (Villalonga y Amit, 2006). En esta misma línea, De Angelo y De Angelo (2000) ponen de relieve las actitudes expropiatorias llevadas a cabo por la familia controladora de las empresas norteamericanas. De la misma forma, Gómez-Mejía et al. (2001) analizan el papel que juegan los lazos familiares en los contratos de agencia, poniendo de manifiesto que en las empresas familiares se produce expropiación del presidente del consejo de

administración cuando mantiene algún tipo de lazo familiar con los accionistas mayoritarios.

Aquellos partidarios de esta teoría afirman que existe una relación elevada entre calidad de la información contable y propiedad familiar concentrada por encima de un cierto umbral, pues se incrementan los costes de Agencia Tipo II, representados por el riesgo de expropiación de riqueza a los minoritarios por parte de los mayoritarios (Shulze et al., 2003). Empresas con una propiedad concentrada tienen, por lo tanto, menos incentivos para proporcionar información contable de mayor calidad y, de hecho, tienden a no darla a conocer internamente para así conseguir mayores beneficios a costa del resto de inversores minoritarios, tal y como demuestran Fan y Wong (2002) con una muestra compuesta por empresas de siete países asiáticos.

Un estudio interesante que analiza el efecto conjunto de ambas hipótesis (alineamiento y expropiación) fue llevado a cabo por Yeo et al. (2002), con una muestra de empresas cotizadas en la bolsa de Singapur. De acuerdo con este estudio, cuando se tiene una baja concentración de la propiedad, la capacidad informativa de los resultados tiene una relación positiva con la gestión de la propiedad, de acuerdo con la hipótesis de alineamiento. Sin embargo, a altos niveles de concentración de la propiedad, la relación se invierte, sugiriendo que el efecto expropiación prevalece.

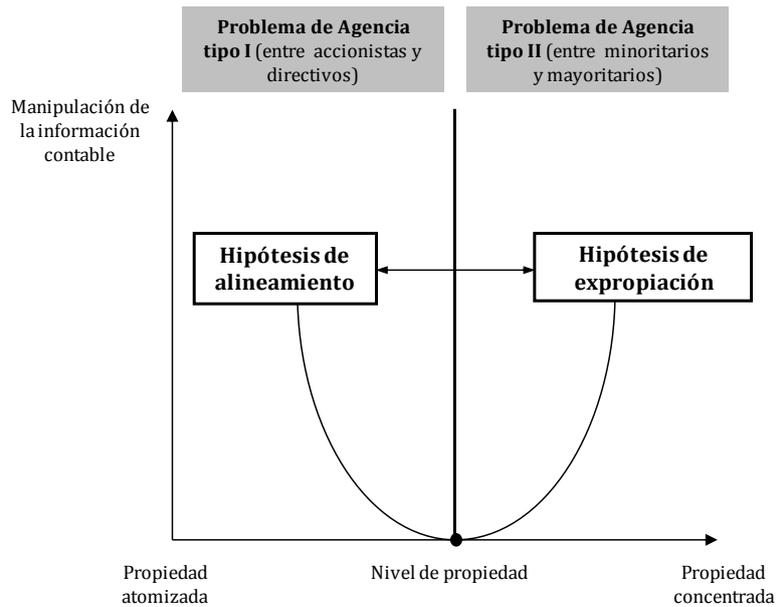


Figura 5. Análisis de la manipulación contable en función del nivel de propiedad familiar, de acuerdo con Yeo et al. (2002)

Al margen de las predicciones que marca la clásica teoría de agencia, se pueden encontrar también otros mecanismos o incentivos que podrían llevar a las empresas familiares a manipular sus resultados de forma más intensa que las no familiares, como podría ser la retribución de los ejecutivos. Achleitner et al (2010) afirman encontrar evidencia de que la retribución variable en empresas familiares cotizadas es más probable que esté ligada a resultados que en las no familiares, que seguramente usarán sistemas de compensación basados en acciones. Así, este hecho podría considerarse un claro incentivo para manipular resultados en empresas familiares, especialmente en aquellas con gerentes externos a la familia.

De la misma forma, las políticas de reparto de dividendos podrían considerarse también un incentivo para manipular resultados, tal y como demuestran Kasanen. et al (1996) y Schmidt et al. (2010) con sendas muestras de empresas cotizadas alemanas. Cuando los familiares forman parte tanto del accionariado como del consejo de administración, éstos pueden influir en la decisión de distribuir dividendos desde ambos órganos. Así, las empresas familiares podrían intentar reducir las ganancias para así reducir la cantidad resultante a repartir como dividendo.

Por otro lado, también se puede pensar que la visión a largo plazo de las empresas familiares podría llevar a éstas a una menor manipulación de beneficios. De hecho, esta característica propia de la empresa familiar podría poner en duda los resultados obtenidos por Yeo et al. (2002). Así, si consideramos la empresa familiar como aquella con una concentración elevada (en manos de la familia), ésta podría llevar a cabo menores prácticas de manipulación y así evitar poner en riesgo la continuidad de la misma.

3.2 La empresa familiar

3.2.1 ¿Qué se entiende por empresa familiar?

Como hemos avanzado anteriormente, el estudio de la empresa familiar ha adquirido cada vez más importancia en el campo de la investigación en todo el mundo. No obstante, como también hemos avanzado, seguimos sin poder encontrar una definición clara y unívoca de que es una empresa familiar y cuáles son sus características principales. Lo que sí sabemos, sin prácticamente duda alguna, es que las empresas familiares, tanto en España como en el resto del mundo, son un elemento fundamental de la actividad económica. Esto lo demuestra su importantísima participación en términos de creación de riqueza y empleo, incluso en tiempos de crisis económica. El Instituto de Empresa Familiar (IEF)⁷ español atribuye el auge de la importancia de este tipo de empresas a “su papel como impulsoras de la actividad empresarial, en su capacidad para emprender y en su aportación a la innovación”.

Según el IEF, “la empresa familiar, en su identidad como empresa, presenta las mismas características que cualquier otra compañía. La diferencia esencial reside en su íntima conexión con un grupo familiar que posee una influencia directa en su gobierno y gestión”. Como veremos más adelante a la hora de definir la variable que nos permitirá considerar una empresa como familiar, esta “influencia” a la que se refiere el IEF no es fácil de determinar.

Así, las características para considerar una empresa como familiar, según el IEF, son:

- *Propiedad*: la mayoría de las acciones o participaciones con derecho a voto son propiedad de la persona o personas de la familia que fundó o fundaron la compañía; o son propiedad de la persona que tiene o ha adquirido el capital social de la

⁷ El IEF es una organización, sin ánimo de lucro y ámbito estatal, que agrupa a un centenar de empresas líderes en sus sectores de actividad, con una facturación media por compañía de 1.400 millones de euros, lo que representa de forma agregada el equivalente al 16% del Producto Interior Bruto de España (Fuente: <http://www.iefamiliar.com>).

empresa; o son propiedad de su cónyuge, padres, hijo(s) o herederos directos del hijo(s).

- *Control*: la mayoría de los votos puede ser directa o indirecta.
- *Gobierno*: al menos un representante de la familia o pariente participa en la gestión o gobierno de la compañía.
- *Derecho de voto*: a las compañías cotizadas se les aplica la definición de empresa familiar si la persona que fundó o adquirió la compañía (su capital social), o sus familiares o descendientes poseen el 25% de los derechos de voto a los que da derecho el capital social⁸.

Sin embargo, es preciso añadir a estas variables cuantificables un argumento cualitativo, que dota a la empresa de un carácter verdaderamente familiar. Dicha variable reside en tener la continuidad generacional como objetivo estratégico de la empresa, basada en el deseo conjunto de fundadores y sucesores de mantener el control de la propiedad, el gobierno y la gestión de la empresa en manos de la familia.

Con un tono algo más “negativo”, Birley et al. (1999) exponen algunas ideas (muy aceptadas actualmente en la prensa popular), acerca de lo que podemos entender por empresa familiar:

- Los propietarios consideran el negocio como una fuente de ingresos para todos los miembros familiares, estén o no trabajando en la firma.

⁸ Una característica típica de las compañías cotizadas es la fragmentación de su propiedad. El mayor accionista (o bloque de accionistas) en muchas ocasiones tiene menos del 50% de los derechos de voto. En dichas compañías un accionista (o bloque de accionistas) puede ejercer influencia decisiva sobre aspectos fundamentales de gobierno corporativo sin tener la mayoría de los votos. El punto cuarto de la definición se refiere a empresas en las que la familia no cuenta con la mayoría de los votos pero que, a través de su participación accionarial, puede ejercer influencia decisiva.

- Los hijos de los propietarios habitualmente empiezan ocupando posiciones superiores. No se sabe exactamente qué hacen y consecuentemente dirigen de forma errónea.
- Los padres ejercen presión a los hijos para que se unan automáticamente al negocio.
- Los padres nunca encuentran el momento de jubilarse y dar a sus hijos el mando de las responsabilidades.
- Los dueños no pueden separar los aspectos empresariales de los aspectos familiares.
- La mayoría de los hijos lamentan su unión al negocio familiar.

Aunque no dejan de ser tópicos sobre la naturaleza y funcionamiento de las empresas familiares, las afirmaciones anteriores responden a algunas de las realidades que perduran en este tipo de empresas y que las hacen diferentes de aquellas consideradas no familiares.

Como se ha avanzado al inicio de este trabajo, en el campo de la investigación, no existe un paradigma unificado para la investigación y la práctica en el ámbito de la empresa familiar. Los investigadores formados en diferentes disciplinas como sociología, derecho, contabilidad, economía, comportamiento organizacional, gestión estratégica, entre otras, a través de sus investigaciones, han aportado enfoques diferentes contribuyendo a ampliar el campo de estudio en su conjunto, aunque la falta de una estructura cohesiva y de una metodología unificada ha dificultado el progreso en la profundización y comprensión de las empresas familiares. Esta limitación da lugar a una literatura repleta de descripciones mayormente anecdóticas de sus características y de afirmaciones sobre como la condición “familiar” puede resultar una ventaja competitiva (Habbershon y Williams, 2000).

Por otro lado, la empresa familiar, además de tener que superar los mismos obstáculos que cualquier empresa, debe afrontar determinados retos debido a su carácter familiar. Precisamente la falta de atención a los riesgos propios de la empresa familiar es una de

las principales causas de la alta mortalidad de estas empresas: tan sólo un 10% de las empresas españolas llegan más allá de la segunda generación⁹.

Según Tàpies (2005), algunas de las razones que llevan a que se pierda el carácter de empresa familiar y que explican los números anteriores pueden ser las siguientes:

- Existe una oferta de compra de acciones muy atractiva económicamente para los propietarios.
- Se ha alcanzado una situación de disminución de la capacidad de dirigir o del deseo de emprender, debido a las dificultades del sector, edad del propietario, etc.
- La propiedad se ha diluido debido al crecimiento de la familia: los miembros de diferentes ramas familiares, con un menor grado de intensidad en sus relaciones, tienen una mayor tendencia a comportarse como accionistas anónimos.
- Los accionistas precisan vender parte o la totalidad de la empresa para diversificar y aportar tesorería a otras actividades o aumentar el patrimonio familiar.
- Existen dificultades reales para que varios miembros de la familia trabajen unidos en la empresa.
- No hay herederos que puedan estar interesados en continuar el negocio familiar.
- Cuestiones fiscales.

Así, para gestionar con éxito las distintas situaciones que pueden surgir a lo largo de la vida de un negocio familiar y asegurar su continuidad a largo plazo, es necesario entender las características propias de la empresa familiar y, sobre todo, las características de los grupos de personas con intereses en el negocio familiar. Esto nos

⁹ Datos del Instituto de la Empresa Familiar (<http://www.iefamiliar.com>), 2012.

dará, a la vez, mayor luz para analizar posibles prácticas de manipulación de resultados en este tipo de empresas.

3.2.2 El diagrama de los 3 círculos: un intento de conceptualización de empresa familiar

Para ello, Tagiuri y Davis (1982) esquematizaron los distintos grupos de personas que tienen posiciones de interés en una empresa familiar en el diagrama de los tres círculos (ver figura 6), editado en el año 1982 por Renato Tagiuri y John Davis. Aunque apareció inicialmente como un documento de investigación de la *Harvard Business School*, poco después fue reimpresso por la revista académica especializada en Empresa Familiar, *Family Business Review*, en 1996.

El modelo describe el sistema de empresas familiares como subsistemas independientes, pero superpuestos: empresa, propiedad y familia. Cualquier persona de este tipo de empresa puede ser colocada en uno de los siete sectores que se forman al sobreponerse los círculos de los subsistemas. Así, todos los miembros de la familia se hallan en alguna parte del círculo izquierdo de la parte inferior y todos los empleados en el de la derecha. El círculo superior incluye a aquellas personas con derechos de propiedad sobre la empresa. Las intersecciones entre los diferentes círculos representan aquellas situaciones en las que la persona desempeña un doble o triple rol, con lo cual resulta más fácil verse involucrado en conflictos interpersonales, que aparecen cuando se toman decisiones sobre el negocio familiar (sucesión, trabajo, dividendos, etc.). Cada individuo, dependiendo de la posición que ocupa en cada círculo, tendrá unos intereses diferentes.

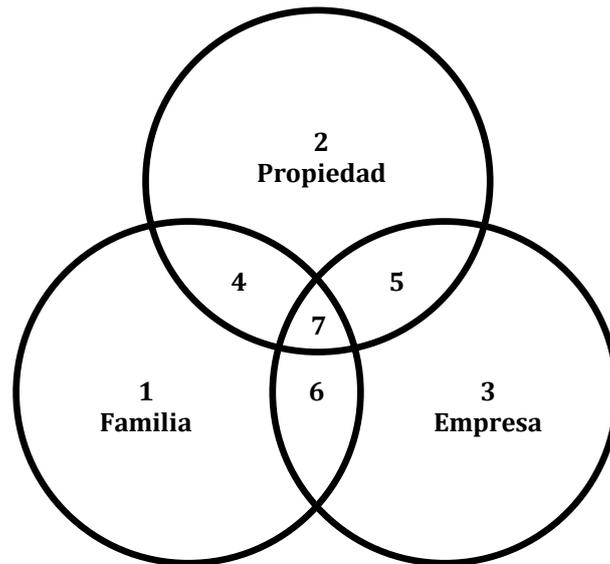


Figura 6: Superposición de los grupos de familia, propietarios y dirección (Davis y Tagiuri, 1982)

Por ejemplo, a los miembros de la familia les suele interesar que la empresa sea un lugar de acogimiento personal que pueda aportar un mayor grado de felicidad a todos sus miembros. También puede verse como un lugar en el que comunicar virtudes y valores, especialmente a aquellos más jóvenes. Tratándose de familias empresarias, además de transmitir valores humanos que hagan a sus miembros mejores personas, deberán disponer de mecanismos que les permitan transmitir los valores empresariales en los que se cimienta su proyecto empresarial.

En cuanto a los propietarios/accionistas, hay que tener en cuenta que la condición de accionista viene dada por el hecho de poseer una parte alícuota del capital de una empresa y su regulación se encuentra en la legislación sobre sociedades, que tiene su origen en la necesidad de reunir grandes capitales para el emprendimiento de empresas que no podían llevarse a cabo sin el concurso de múltiples fuentes de capital.

No obstante, puesto que es verdad que la empresa familiar se acoge a la legislación vigente y adopta la forma de sociedad anónima o limitada (en España), en su caso existe no sólo un interés por el rendimiento del capital invertido (que lo hay), sino también un interés de transmitir un legado a la siguiente generación compuesto por un patrimonio saneado y, si es posible, superior al que se recibió junto a un conjunto de valores que determinan los fines y objetivos de la familia empresaria propietaria y, por consiguiente,

del negocio. Esto hace que los modelos tradicionales de expectativas de los accionistas que se usan en los trabajos sobre este campo puedan resultar insuficientes cuando se trata de entender las expectativas de un accionista de empresa familiar.

Los modelos tradicionales de búsqueda de satisfacción del accionista ponen el énfasis en la compensación del riesgo vía rentabilidad financiera. En la empresa familiar, este presupuesto es claramente insuficiente a la hora de formular hipótesis acerca del coste de capital, puesto que ese capital es un capital que no sólo tiene expectativas financieras, sino que además incorpora dimensiones antropológicas difícilmente cuantificables y, por tanto, difíciles de medir a través de técnicas cuantitativas.

En cuanto a los directivos no familiares, también en este campo es importante comprender que los modelos tradicionales de relación de los directivos con la propiedad no son idénticos en la empresa familiar

Así, las firmas familiares en las que dos o más miembros familiares influyen en la gestión y toma de decisiones mediante el ejercicio de vínculos de parentesco, ocupando roles en la dirección o ejerciendo sus derechos de propiedad, da lugar a la presencia inherente de unas determinadas características diferenciándose de las empresas con ausencia de este vínculo familiar. Estas características únicas e inherentes a la organización, fruto de la superposición de los sistemas; familia, propiedad y gestión, son al mismo tiempo origen de ventajas y desventajas de la dinámica y funcionamiento de la empresa.

Con esto, tenemos pues una herramienta que complementa perfectamente el problema de agencia explicado anteriormente y que, como hemos visto, constituye el punto de partida para intentar explicar por qué y cómo las empresas llevan a cabo prácticas manipuladoras del resultado. Con el nuevo “círculo” de la familia, añadimos una variable más que pueda explicar el por qué las familias llevan a cabo estas prácticas.

En el apartado 4.1.1 se explica con detalle, a partir de la descripción anterior, la definición que utilizaremos en nuestra investigación para considerar una empresa familiar o no familiar. También se llevará a cabo una comparación con la definición

adoptada por otros trabajos publicados en este campo, tanto en empresas españolas como en empresas internacionales.

3.3 Planteamiento de las hipótesis

3.3.1 La influencia de la familia en la manipulación contable y real del resultado

En resumen, y teniendo en cuenta la teoría de agencia y los incentivos tratados en los párrafos anteriores, la pregunta de cómo la influencia familiar afecta a la manipulación de resultados no tiene una respuesta clara. De hecho, la bibliografía actual sobre este campo no ha encontrado todavía un resultado común. En línea con la hipótesis del “efecto alineamiento” de la teoría de agencia (Tipo I), algunos estudios muestran que una mayor participación de la familia fundadora en el accionariado tiene un impacto positivo en la calidad de la información contable (menor manipulación de resultados). Con algunas excepciones, la gran mayoría de estos trabajos están basados en contextos en los que la concentración del accionariado es baja, como ocurre en un buen número de países anglosajones como Estados Unidos o el Reino Unido. En esta línea, Chen et al. (2008) demuestran mediante una muestra de empresas incluidas en el S&P 1.500 que aquellas con una mayor concentración de la propiedad en manos de la familia fundadora aportan resultados de mayor calidad, movido por la preocupación o el miedo al efecto que pueda tener en la reputación de la empresa en el futuro. En la misma línea y usando también muestras de empresas americanas (S&P 1.500 y S&P 500, respectivamente), Warfield et al. (1995) y Wang (2006), entre otros, demuestran que las empresas familiares reportan resultados de mayor calidad.

Existen, de la misma forma, estudios recientes llevados a cabo en otros países no anglosajones que obtienen resultados similares al analizar la calidad de la información contable en empresas familiares, en línea con la hipótesis de alineamiento de la Teoría de Agencia. Por ejemplo, Jung y Kwon (2002) y Cascino et al. (2010), utilizando sendas muestras de empresas cotizadas coreanas e italianas, respectivamente, afirman que las familiares presentan resultados de mayor calidad, en línea con el Problema de Agencia Tipo I.

Sin embargo, la literatura también nos muestra trabajos en los que la hipótesis predominante en la Teoría de Agencia es la segunda (Tipo II) y, por lo tanto, el efecto

expropiación ejerce una mayor influencia en la empresa que el primero, haciendo que éstas presenten resultados de menor calidad (mayor manipulación). Aunque también con excepciones, la gran mayoría de estos trabajos están basados en contextos en los que la concentración del accionariado es alta, como suele ocurrir en países de la Unión Europea, China, etc. Beuselinck y Manigart (2007) afirman que aquellas empresas no cotizadas de la UE en las que los inversores privados tienen una participación elevada en el capital de la empresa, presentan resultados de menor calidad que aquellas en las que la participación de estos inversores privados es menor. De la misma forma, Fan y Wong (2002), utilizando una muestra de compañías asiáticas, afirman que la calidad de la información está negativamente relacionada con el nivel de control del accionista mayoritario. Bebchuck (1999) afirma que la familia controladora suele tener más incentivos para obtener beneficios privados a costa de los inversores pequeños especialmente en países en los que existe un entorno legal débil en la protección de estos últimos, como es el caso de España.

Gómez et al. (2001) estudian el papel que juegan los lazos familiares en los contratos de agencia, constatando que en las empresas familiares se produce expropiación del presidente del consejo de administración cuando mantiene algún tipo de lazo familiar con los accionistas mayoritarios.

En el contexto español, los escasos trabajos presentados hasta la fecha¹⁰ dejan entrever que el “efecto alineamiento” es el predominante en España. Bona et al. (2008), por ejemplo, analizan la relación entre el control familiar y la calidad de la información contable y obtienen que las empresas de naturaleza familiar divulgan unos resultados de mayor calidad, en términos de menores ajustes por devengo discrecionales. Como suele ocurrir, la muestra que utilizan se basa únicamente en empresas cotizadas (entre 1997 y 2003). Otros trabajos publicados en la última década dejan entrever un resultado similar al que obtienen estos autores.

¹⁰ Aunque existen algunos trabajos publicados en el campo de la manipulación del resultado y el análisis de la calidad de la información contable, pocos se han basado específicamente en la distinción entre la empresa familiar y la no familiar.

Por el contrario, Sánchez-Ballesta y García-Meca (2007) afirman que la relación entre concentración del accionariado y la calidad del resultado es no lineal: en particular, estos autores demuestran que existen un mayor grado de calidad de la información contable cuando la concentración del accionariado es baja. Por el contrario, cuanto mayor es ésta, hay un mayor riesgo de llevar a cabo prácticas manipuladoras. Para demostrarlo, utilizan una muestra de empresas españolas cotizadas entre los años 1999 y 2002.

Por todo lo expuesto hasta el momento, parece evidente pues que no existe una respuesta clara al efecto de la familia en la calidad de la información contable. Conviene tener en cuenta, además, que no todos los trabajos llevados a cabo hasta la fecha (en España y fuera de España) utilizan las mismas variables para definir el grado de manipulación del resultado. Tampoco utilizan la misma definición de empresa familiar.

Tal y como hemos mencionado anteriormente, esta tesis doctoral no sólo analiza la calidad de la información que presentan las empresas a través de la manipulación contable del resultado, sino que también lo hace en función de las posibles actividades reales que puedan llevar a cabo para conseguir este fin. De la misma forma, este trabajo analiza empresas que cotizan en la bolsa española (en línea con la gran mayoría de trabajos presentados hasta la fecha) pero también aquellas que no cotizan. Dado que unas y otras tienen características que las hacen, en general, diferentes, es importante que se analicen por separado y, por ello, que también sus hipótesis se planteen por separado.

Precisamente y en línea con muchos de los trabajos mencionados anteriormente, las empresas cotizadas españolas tienen, en general, un nivel de concentración del accionariado inferior (propiedad más difusa) si las comparamos con las no cotizadas. En otras palabras, esto supone un mayor número de pequeños accionistas y, por tanto, menos mayoritarios (independientemente de que sean familiares o no familiares). Una cotizada familiar, por ejemplo, podría tener un porcentaje del accionariado en manos de la familia fundadora del 10% y, el resto, repartido en otros muchos accionistas. Por el contrario, en las empresas que no cotizan en bolsa, las de tipo familiar suelen presentar un nivel de concentración de la propiedad bastante más elevado.

Este hecho, tal y como argumentan los trabajos de Setia-Atmaja et al. (2008), Tiscini (2008), Jaggi et al. (2009), Yang (2010) o Achleitner et al. (2010), puede favorecer que, en las empresas cotizadas se produzca un efecto expropiador por parte de la familia fundadora del resto de accionistas minoritarios y que, por lo tanto, ésta quiera llevar a cabo mayores prácticas de manipulación contable de resultados. Ya hemos comentado anteriormente que esto suele ser más habitual en países con entornos legales débiles en cuanto a la protección de los accionistas minoritarios, como es el caso de España. De hecho, los estudios mencionados anteriormente utilizan muestras de empresas cotizadas de países en los que se da esta situación: Australia, Italia, Hong Kong, Taiwan y Alemania, respectivamente¹¹. El objetivo principal de estos actos podría ser la búsqueda de un beneficio económico a corto plazo para la familia fundadora, ya sea de tipo económico (por ejemplo, vía un reparto de dividendos) o bien en forma de una mejor reputación o un mejor posicionamiento de la propia empresa en el mercado (una cotización más alta, una mejor percepción por parte del resto de accionistas, etc.), especialmente a partir del año 2008, momento en el que empezaron las dificultades económicas en la Unión Europea y, especialmente, en España. Por ello podemos decir que:

H1: Las empresas familiares cotizadas llevarán a cabo mayores prácticas de manipulación contable de resultados y, por ello, presentarán resultados de menor calidad que las empresas cotizadas no familiares.

Conviene mencionar en este punto que la definición que utilicemos de empresa familiar será clave para contrastar esta hipótesis pues es distinta a los resultados obtenidos por otros autores con muestras de empresas españolas cotizadas. Estos trabajos suelen basarse en el grado de concentración de la propiedad en manos del mayor accionista para considerar si una empresa es familiar o no¹².

¹¹ Como hemos avanzado antes, la gran mayoría (por no decir todos) los trabajos similares que analizan muestras de empresas anglosajonas (principalmente en USA), obtienen resultados completamente opuestos. Se trata, en este caso de países con entornos legales que protegen mucho más al pequeño accionista.

¹² Aunque no podemos saber qué empresas se incluyen en las bases de datos que utilizan estos estudios, podrían ocurrir que consideraran familiar una empresa cuyo principal accionista fuera una persona física pero no miembro de la familia fundadora. Un ejemplo conocido en España podría ser NH Hoteles, cuyo accionista principal (propietario último, teniendo en cuenta toda la cadena) es José Antonio Castro Sousa (que posee más del 25% de la empresa) y

Sin embargo, la situación en las empresas no cotizadas podría ser diferente: al no estar sometidas al control del mercado, están menos influenciadas por presiones cortoplacistas y su principal objetivo es buscar la continuidad de la empresa a largo plazo. Este es uno de los deseos más constatables del empresario familiar español. Dado que la manipulación contable del resultado ayuda a presentar mejores cuentas a corto plazo pero lastra los resultados futuros, existe menos presión para manipular. Además, este tipo de empresas suelen tener la propiedad más concentrada (en la familia, en el caso de las empresas familiares), lo cual seguramente facilitará el hecho de que su influencia (de la familia) en el gobierno de la empresa no suela ser contestado. Por esta razón, es menos necesario que las empresas familiares recurran a prácticas de manipulación del resultado y, por lo tanto, los resultados que presenten sean de mayor calidad en comparación con las no familiares. Con esto, nuestra segunda hipótesis sería la siguiente:

H2: Las empresas familiares no cotizadas llevarán a cabo menores prácticas de manipulación contable de resultados y, por ello, presentarán resultados de mayor calidad.

Si nos centramos específicamente en las empresas familiares, hay una variable que entra en escena y que puede jugar un papel muy importante en la investigación de por qué unas empresas presentan un resultado de mayor calidad. ¿Qué ocurre si algún miembro de la familia ocupa el cargo de CEO o Director General? Como luego veremos, si bien no nos es posible obtener con facilidad (a través de la base de datos utilizada) el detalle de los principales cargos de las empresas, sí podemos conocer el nombre de la persona que ocupa el cargo de Director General (CEO). De hecho, este nombre ha servido de gran ayuda para determinar si una empresa es familiar o no, como se explicará más adelante.

forma parte del consejo de administración. Sin embargo NH no es una empresa familiar. Si pedimos a SABI (la base de datos que nosotros utilizamos) que nos muestre las cotizadas españolas cuyo propietario último es “persona física o familia”, ésta incluiría NH en su listado, indicando que se trataría de una empresa familiar cuando en realidad no lo es. Podría ocurrir también que algunos estudios considerasen familiares aquellas empresas con accionistas (sin especificar) que poseas participaciones superiores a un determinado porcentaje (25%, por ejemplo), pudiendo ser estos accionistas un fondo de inversión, un banco, etc. (claramente no familiares). También podríamos estar dejando fuera del estudio empresas familiares cuyo propietario último no sea un miembro de la familia pero que, la suma de las participaciones de, por ejemplo, varios hermanos, sea mayor que la de esta persona. La variable que utilizamos nosotros (y que se explicará más adelante), se obtiene de forma muy diferente.

¿Puede tener alguna implicación este hecho con la calidad de los resultados que presentan las empresas (familiares)?

Los trabajos de Villalonga y Amit (2006) o Yang (2010) afirman que las empresas familiares cotizadas presentan resultados de mayor calidad cuando el CEO es un miembro de la familia fundadora. O, dicho al revés, los CEOs que no son de la familia tienden a manipular más en aquellas empresas familiares. Visto desde este punto de vista parece evidente pensar que este puede ser el caso de la empresa familiar española (y el de muchos otros países), debido al sistema de remuneración variable e incentivos que, desde siempre, ha tendido a basarse en métricas contables, como por ejemplo, el propio. Además de para obtener una mayor remuneración, los directores generales o CEOs no familiares podrían tratar de manipular el resultado para conseguir así dar una mejor imagen de su trabajo y proteger su puesto, en línea con el trabajo de Yang (2010). En cualquier caso, sí parece probable que éstos tengan una menor motivación para mantener la longevidad de la empresa que aquellos CEOs familiares (que estarían más alineados con los intereses de la familia propietaria de la empresa). Prencipe et al. (2008) sugieren que aquellos directores generales que también son miembros de la familia tienen menos incentivos para buscar resultados a corto plazo (a pesar de tratarse de empresas cotizadas). Además, en línea con el problema Tipo I de la Teoría de Agencia, la mayor manipulación por parte de los CEOs que no son de la familia seguramente se dará más en aquellas empresas con un accionariado más atomizado, es decir, que el efecto puede ser mayor en empresas cotizadas.

Así pues, parece que en ambos casos (empresas cotizadas y no cotizadas), el CEO de la familia controladora tendrá menos incentivos para efectuar manipulaciones contables del resultado, por lo que el signo esperado de la variable que mida este parámetro será, seguramente, negativo en todos los casos:

H3: En general, las empresas familiares (tanto cotizadas como no cotizadas) cuyo CEO sea miembro de la familia, llevarán a cabo menor manipulación contable del resultado y, por ello, presentarán resultados de mayor calidad.

Las hipótesis anteriores están basadas, principalmente, en el efecto de la manipulación contable del resultado en la calidad de la información financiera, procurando separar el análisis entre empresas cotizadas y no cotizadas, debido a las evidentes diferencias que existen en su naturaleza. Es el momento ahora de analizar si las empresas españolas llevan a cabo prácticas de *real earnings management*, es decir, prácticas manipuladoras del resultado mediante la modificación de actividades reales.

En este sentido, conviene recordar que prácticamente todos los estudios mencionados hasta el momento a lo largo de esta tesis doctoral han basado sus análisis en la manipulación contable exclusivamente. Como se ha avanzado con anterioridad en esta tesis, la manipulación contable conlleva un menor coste para la empresa, pues no afecta directamente a los flujos de tesorería. La manipulación real de resultados, por el contrario, sí afecta directamente a la tesorería y, por ello, al valor de la empresa (llevar a cabo una determinada actividad que mejore el resultado a corto plazo –lo anticipé– seguramente hará que la situación se revierta en el futuro). No obstante, su uso ha adquirido cada vez más importancia en los últimos años, especialmente en empresas cotizadas, por el hecho de que estas prácticas no generan dudas respecto al cumplimiento de las normas contables (Graham et al., 2005).

Sin embargo, teniendo en cuenta que las empresas familiares suelen tener una orientación más a largo plazo (e intención de mantener las acciones en propiedad de la familia durante mucho tiempo), se podría prever que las empresas familiares incurrirán en menos manipulaciones de actividades reales para conseguir un beneficio determinado (Hutton, 2007). Sin embargo, si la familia fundadora estuviera implantando una estrategia específica que le obligara a presentar una mejor imagen a corto plazo (algo que tendría más sentido en las empresas cotizadas que en las no cotizadas), podría entonces llevar a cabo actividades reales que permitiesen mejorar el resultado (y, con ello, obtener un mejor precio por cada acción si esa era su estrategia). No obstante, si la familia posee la mayor parte del accionariado, es probable que prevalezca la visión más a largo plazo, es decir, la continuidad y la longevidad de la propia empresa, por encima de los resultados a corto.

Así pues, esperamos pocos incentivos para que las empresas familiares (cotizadas y no cotizadas) decidan llevar a cabo manipulación de actividades reales. Por lo mencionado anteriormente, es probable que estos incentivos puedan ser algo mayores en las cotizadas, no obstante, esperamos una relación negativa entre *real earnings management* y empresa familiar en ambos tipos de empresas. Así,

H4: *Las empresas familiares (cotizadas y no cotizadas) llevarán a cabo menores prácticas de manipulación real de resultados y, por ello, presentarán resultados de mayor calidad que las empresas no familiares.*

Conviene mencionar en este punto que ambos métodos de manipulación (contable y real), si bien pueden tener lugar en un mismo año, difícilmente coincidirán en el tiempo. De hecho, seguramente estarán bastante espaciadas en el tiempo. El motivo está en el hecho de que la manipulación real debe darse con suficiente antelación antes de acabar el año (el cierre de las cuentas) para poder observar los resultados (y reflejarlos en las cuentas) en ese mismo año. Por el contrario, la manipulación contable prácticamente siempre tiene lugar al final del año, una vez se han registrado todas las operaciones y se ha calculado el resultado. Es evidente pensar que no se producirá manipulación contable si los resultados que ha obtenido la empresa por sus propios medios (o bien manipulando mediante actividades reales) son los esperados.

Así, si una empresa lleva a cabo prácticas de manipulación real y, mediante ellas, consigue los resultados esperados, es poco probable que incurra en prácticas de manipulación contable. De la misma forma, si la empresa no ha podido llevar a cabo actividades reales para alterar el resultado esperado, siempre tendrá una segunda oportunidad utilizando prácticas de manipulación contable para conseguirlo.

3.3.2 La influencia de la familia en la calidad de los devengos

Por otro lado y, como hemos avanzado al inicio de esta tesis doctoral, el análisis de la calidad de la información contable se pretendía llevar a cabo basándose, principalmente, en el grado de manipulación del resultado, tanto contable como real. Las hipótesis que

acabamos de plantear nos permitirán determinar, de esta manera, qué empresas (familiares y no familiares) presentan resultados de mayor calidad. Sin embargo, podemos contrastar el análisis anterior añadiendo una medida adicional: la calidad de los devengos. Esta medida alternativa de la calidad de la información contable debería confirmar las hipótesis planteadas hasta ahora.

En efecto, con esta medida directa de calidad (definida como la calidad de los devengos o *accruals quality*), y en línea con lo que ya hemos avanzado, deberíamos obtener unos resultados similares (opuestos) a los previstos con la manipulación contable del resultado. La razón de esta afirmación es que ambas variables miden exactamente lo mismo pero de signo contrario: la calidad de la información contable será mejor en aquellos casos en los que el resultado refleje fielmente la realidad de la empresa, es decir, en los casos en los que no haya habido manipulación. Así, podemos afirmar que:

H5: *Las empresas familiares cotizadas presentarán resultados de menor calidad, en términos de mayor calidad de sus ajustes por devengo que las empresas no familiares.*

H6: *Las empresas familiares no cotizadas presentarán resultados de menor calidad, en términos de menor calidad de sus ajustes por devengo que las empresas no familiares.*

De la misma forma, debemos esperar en este caso que la relación entre la variable que mida si el CEO es familiar o no y la medida de calidad sea positiva y significativa, indicando que, si el director general es miembro de la familia, los resultados que presentan son de mayor calidad. Esto confirmaría la hipótesis H3 planteada anteriormente.

3.3.3 La influencia de la familia en el conservadurismo

Finalmente, nos queda analizar la relación que pueda existir entre empresa familiar y conservadurismo. En este sentido, ya hemos mencionado que el conservadurismo (en nuestro caso, el condicional) es una práctica contable que impone unos requisitos de verificación de las ganancias más estrictos que los de las pérdidas. Así, los resultados

reflejan de manera más avanzada las pérdidas que las ganancias (es lo que también se conoce asimetría en el reconocimiento del resultado).

El compromiso de reconocer en el resultado las malas noticias de forma inmediata contribuye a una mayor transparencia, lo que a su vez reduce la incertidumbre. Este reconocimiento va acompañado de la divulgación estratégica de buenas noticias a través de otros canales de comunicación, como las notas a los estados financieros y las presentaciones de resultados. Con ello se consigue, en definitiva, una mejora de la calidad de la información.

Según lo anterior, es probable que la empresa familiar (principalmente la no cotizada) no tenga esta necesidad de divulgar las buenas noticias mediante otros medios y las malas en los estados financieros (auditados), sino que opte por ser algo más agresiva en el reconocimiento de las ganancias y, por tanto, requiera menor demanda de conservadurismo. También es probable que demanden menos conservadurismo por el hecho de tener que dar cuenta a unos pocos inversores, en relación a las empresas no familiares.

Algunos autores (como es el caso de Watts, 2003 o Ball y Shivakumar, 2005) se basan en la premisa de que el conservadurismo permite una mayor supervisión de los directivos por parte de los bancos, especialmente, y de los accionistas de la empresa. En esta línea, Chen et al. (2008), encuentran evidencia de que existe menos conservadurismo en aquellas empresas en las que la propiedad está en manos de la familia y/o cuando el CEO forma parte de ella. En otras palabras, hay más conservadurismo cuando la empresa no es familiar o cuando ésta lo es pero el CEO no forma parte de la familia (y, por tanto, está sometido a una mayor supervisión por parte de los accionistas familiares).

En una línea aparentemente opuesta a los trabajos anteriores, Wang (2006) encuentra evidencia de que las empresas familiares tienden a mostrar una menor persistencia de resultados negativos, entendiéndose ésta como una implicación indirecta de conservadurismo condicional (de acuerdo con Basu, 1997). Sin embargo, la muestra utilizada por Wang está basada principalmente en empresas familiares con CEOs no

familiares. Dado que el alineamiento de intereses entre la familia propietaria y el CEO es menor cuando este último es externo, los resultados que muestra Wang tienen sentido.

De acuerdo con lo anterior, parece probable que en las empresas familiares haya una menor demanda de conservadurismo condicional, es decir, que sean menos conservadoras.

Aunque este trabajo no analiza explícitamente el impacto de las variables de calidad o, en este caso, de conservadurismo, entre empresas cotizadas y no cotizadas, parece razonable pensar que aquellas que cotizan en bolsa requerirán una mayor demanda de conservadurismo, por estar sometidas a un mayor control por parte del mercado y por la necesidad de reflejar una imagen de transparencia. Podría ocurrir, por lo tanto, que este efecto llegase a prevalecer sobre la menor demanda de conservadurismo que prevemos en las empresas familiares.

Nuestra última hipótesis será, pues, la siguiente:

***H7:** Las empresas familiares (cotizadas y no cotizadas) serán menos conservadoras que las no familiares. El hecho de que el director general sea miembro de la familia también provoca una menor demanda de conservadurismo condicional.*

4 Metodología de Análisis

4.1 Definición de empresa familiar

4.1.1 En busca de un listado de empresas familiares

En el apartado 3.2.1 hemos constatado la dificultad encontrar una definición clara y unívoca de empresa familiar. Y esta es, sin duda alguna, una de las cuestiones más importantes de nuestra investigación, pues puede condicionar totalmente los resultados que obtengamos. De hecho, la enorme dispersión en los resultados de los trabajos llevados a cabo hasta la fecha sobre empresa familiar pone de manifiesto la dificultad de encontrar consenso en la definición. Por ejemplo, en Europa se han identificado hasta 90 definiciones distintas (Mandl, 2008) que hacen hincapié en diferentes componentes, tales como la influencia sobre la propiedad y el control, la participación de la familia sobre la actividad empresarial y su gestión, la contribución de la empresa a la riqueza de los propietarios o consideraciones de tipo intergeneracional como es la transmisión de padres a hijos.

Sin ir más lejos, el propio Instituto de Empresa Familiar nos advierte que la falta de un consenso generalizado es un serio problema desde el punto de vista político, económico y social (Mandl, 2008), pues la falta de una definición ampliamente aceptada no permite adoptar medidas orientadas a influir en su comportamiento y, de la misma forma, tampoco permite avanzar en su conocimiento (Chrisman et al., 2005).

Existe un buen número de estudios que tratan de identificar características y definiciones de las empresas familiares, en especial de las españolas, tal y como lo hacen los trabajos de Chrisman, Chua y Sharma, (2003); López- Gracia y Sánchez-Andújar, (2007); Villalonga y Amit, (2006); García de la Borbolla, et al. (2007) o Allouche et al, (2008), entre otros. Aunque hoy en día parece que se ha superado el debate de si la empresa familiar debe ser estudiada de forma separada de la no familiar (Basco, 2006), es importante profundizar en la definición de empresa familiar por el impacto que puede tener (y tiene) en el campo de la investigación.

En efecto, conseguir una definición clara y unívoca de empresa familiar no ha sido nunca una tarea fácil, tal y como se ha subrayado en el ámbito económico (Ariza et al., 2005) y el jurídico (Rodríguez, 2006). La realidad es que existe una clara falta de definición universalmente aceptada para la empresa familiar. Un reciente estudio publicado por el Instituto de Empresa Familiar en su revista (Diéguez et al., 2011) analiza con detalle la importancia del concepto de empresa familiar y, en particular, su impacto en la investigación empírica que se sustenta en bases de datos contables, como es el caso del nuestro. Además, este estudio centra su explicación empírica en la base de datos SABI, la escogida para este trabajo.

A pesar de lo dificultoso que es poder delimitar empresa familiar y no familiar (Tsang, 2002), se ha dedicado un importante esfuerzo en este sentido. Concretamente, Diéguez et al., (2011), basándose en el estudio de 217 artículos, llegan a diferenciar tres líneas de actuación en este campo: a) aquella que utiliza un concepto multioperativo que permite establecer diferentes tipos de empresa familiar; b) aquella que desarrolla escalas con el objetivo de capturar la influencia de la familia en la empresa; c) aquella que se centra en establecer diferentes tipologías de empresa familiar. Precisamente, la segunda de las aproximaciones es la que más preocupa desde el punto de vista de la investigación empírica, pues lo que interesa es una definición operativa que permita efectuar la separación entre empresa familiar y empresa no familiar, para así poder apreciar los elementos que diferencian a unas de las otras y avanzar en el conocimiento de las mismas.

En este sentido, parte de la literatura existente (a riesgo de conceptualizar teóricamente de manera correcta la empresa familiar), coincide en señalar que existen tres elementos que deberían darse para clasificar una empresa como familiar: (1) el control del capital por parte de la familia fundadora, (2) la participación activa de la familia en la gestión de la empresa; y (3) la voluntad de transmitir la empresa a la generación siguiente. Yendo más allá, algunos autores que se han basado en estos criterios añaden, además, componentes emocionales. Sin embargo, y tal y como señalan Astrachan y Shanker (2003) *“las características utilizadas más a menudo para definir la empresa familiar son difíciles, sino imposibles, de recopilar”*. Por ello, muchos autores tratan de hacer más operativa esta definición dejando exclusivamente factores cuantitativos en la misma

(Allouche, et al, 2008; Anderson y Reeb, 2003; Villalonga y Amit, 2006, etc.), limitándose a verificar la existencia de los criterios anteriores.

Sobre la base de los criterios anteriores, el *European Group of Owner Managed and Family Enterprises* (Grupo Europeo de Empresas Familiares, GEEF) aprobó el 27 de mayo de 2008 una definición igualmente genérica que incluye los siguientes elementos y que ha hecho suya el Instituto de la Empresa Familiar (IEF) con algunos matices. Aunque ya las hemos avanzado anteriormente, conviene recordar en este punto las condiciones que utiliza el IEF para considerar una empresa como familiar son:

- *Propiedad accionarial*: La mayoría de las acciones con derecho a voto son propiedad de la persona o personas de la familia que fundó o fundaron la compañía; o son propiedad de la persona que tiene o ha adquirido el capital social de la empresa; o son propiedad de sus esposas, padres, hijo(s) o herederos directos del hijo(s).
- *Control*: La mayoría de los votos puede ser directa o indirecta.
- *Gobierno*: Al menos un representante de la familia o pariente participa en la gestión o gobierno de la compañía.
- *Derecho de voto*: A las compañías cotizadas se les aplica la definición de empresa familiar si la persona que fundó o adquirió la compañía (su capital social), o sus familiares o descendientes poseen el 25% de los derechos de voto a los que da derecho el capital social.

En relación a este último punto, el propio IEF nos advierte de que una característica típica de las compañías cotizadas es la fragmentación de su propiedad. El mayor accionista (o bloque de accionistas) en muchas ocasiones tiene menos del 50% de los derechos de voto. En dichas compañías un accionista (o bloque de accionistas) puede ejercer influencia decisiva sobre aspectos fundamentales de gobierno corporativo sin tener la mayoría de los votos. El punto cuarto de la definición se refiere, pues, a

empresas en las que la familia no cuenta con la mayoría de los votos pero que, a través de su participación accionarial, puede ejercer influencia decisiva.

Sin embargo, es preciso añadir a estas variables cuantificables un argumento cualitativo, que dota a la empresa de un carácter verdaderamente familiar. Dicha variable reside en tener a la continuidad generacional como objetivo estratégico de la empresa, basada en el deseo conjunto de fundadores y sucesores de mantener el control de la propiedad, el gobierno y la gestión de la empresa en manos de la familia.

4.1.2 La empresa familiar en la base de datos SABI

Si nos acogemos a la definición anterior, el problema principal que surge es la dificultad de conseguir una base de datos fiable que dé respuesta simultánea a las cuatro características anteriores. Evidentemente, ni SABI ni cualquier otra alternativa disponible en el mercado clasifica las empresas en empresa familiar y empresa no familiar.

Como hemos avanzado en varias ocasiones, la mayoría de trabajos de investigación en la línea del nuestro utilizan datos de empresas cotizadas, lo que restringe en gran medida el número de elementos que manejan. Estos trabajos toman como referencia la información suministrada para las empresas que cotizan en los mercados de valores, como los de la CNMV (para empresas españolas), o los del S&P 500 (para empresas americanas).

Sin embargo, cuando se desea trabajar con empresas familiares no cotizadas en España, nos encontramos que no existen muchas fuentes de información disponibles e, incluso, la tendencia a trasladar trabajos empíricos de otros países puede resultar en un fracaso, pues tal como señala Allouche et al. (2008), la definición de empresa familiar suele variar según el país donde nos situemos, ya que el concepto de familia varía en las diferentes culturas. Además, las características de las bases de datos disponibles no son homogéneas entre países. Normalmente, a nivel internacional se utilizan bases de datos como COMPUSTAT o WORLDSCOPE, mientras que en España se suele utilizar la base de

datos SABI. Diéguez et al. (2011) señalan que es muy importante tener en cuenta que las particularidades de cada país requieren un estudio de las características de los datos utilizados antes de proceder a una traslación en el uso de la base de datos.

SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos) es, en efecto, una de las bases de datos más importantes de España. Gracias a la colaboración con la empresa Informa D&B, responsable de la base de datos de empresas españolas y Bureau van Dijk, responsable del software de búsqueda, tratamiento y análisis de datos, SABI cuenta con datos financieros de más de 1.200.000 empresas españolas (2012).

Los pocos estudios empíricos que existen en España de empresas familiares no cotizadas se han llevado a cabo, precisamente, mediante SABI. Esta será, pues, la base de datos que utilizaremos también en el nuestro. Sin embargo, igual que el resto de bases de datos disponibles en el mercado, ésta tampoco identifica entre empresa familiar y empresa no familiar.

Así, para tratar de encontrar aquellas empresas familiares en SABI siguiendo la definición propuesta por el IEF, los dos primeros criterios que hemos seguido son:

- Descartar todas aquellas que no son mercantiles, es decir, las cooperativas, las asociaciones y las no definidas.
- Utilizando la clasificación CNAE 2009, consideramos empresa no familiar aquellas empresas financieras (códigos 64, 65 y 66), Administraciones Públicas (84), Actividades asociativas (94), actividades de los hogares como empleadores de personal doméstico (98), productores de bienes y servicios para uso propio (98) y actividades de organizaciones y organismos extraterritoriales (99).

A partir de aquí, podríamos seguir el proceso “habitual” (automático) que describen en su trabajo Diéguez et al. (2011) a partir del cual podríamos obtener una aproximación al deseado (teórico) “listado” de empresas familiares¹³:

- *Primera etapa: accionista físico o familia*

Lo primero es intentar obtener una población de empresas familiares tomando como variable el tanto por ciento de participación en manos de personas o familias, ya que este es uno de los factores cuantificables fácil de obtener. Para ello, SABI ofrece la posibilidad de búsqueda automática de datos a partir del comando “accionista una o más personas físicas o familias” que, aparentemente, permite discriminar las empresas por porcentaje de participación en manos de los accionistas personas físicas o familias. En teoría podemos conocer cuáles son las empresas cuyos accionistas –personas físicas o familias– poseen un determinado porcentaje de su capital social y, por tanto, decidir que son empresas familiares aquellas en las que personas o familias poseen, por ejemplo, más del 25% de las acciones.

El problema de este criterio es que sólo funciona con ‘accionistas inmediatos’, es decir, aquellos que directamente poseen esa participación, dejando fuera a todas las empresas que están en manos de personas físicas o familias de forma indirecta. Evidentemente, lo que realmente interesa para calificar a una empresa como familiar es % de participación del propietario último, sobre todo teniendo en cuenta que muchas familias ostentan el control y gestionan sus empresas a través de sociedades.

Por ello, el criterio “accionista una o más personas físicas o familias” no es suficiente para clasificar una empresa como posible familiar o no. Por tanto, cualquier

¹³ Los siguientes puntos están extraídos prácticamente de forma íntegra del trabajo de “DIÉGUEZ, J., LÓPEZ, P y ROJO, A., 2011. Importancia del concepto de Empresa Familiar en investigación: utilización de la base de datos SABI para su clasificación. *Revista de Empresa Familiar*, 1(1) pp. 53-67.” Este trabajo, como su título indica, describe la importancia del concepto de empresa familiar a la hora de llevar a cabo trabajos de investigación y aporta unas pautas para obtener un “listado” de empresas familiares a través de la base de datos SABI, alertando sobre la facilidad de cometer errores a la hora de encontrarlas, bien sea incluyendo empresas no familiares o bien dejando fuera del estudio algunas que son familiares.

investigación basada en este criterio introduce sesgos importantes que se han de evitar.

- *Segunda etapa: la matriz global de SABI*

Dada la incapacidad del criterio “accionista una o más personas físicas o familias” podemos utilizar el criterio “matriz global” de SABI que, supuestamente, es capaz de conseguir el accionista o propietario final de cada empresa.

Este criterio puede ser cruzado con el porcentaje de participación combinándolo con los indicadores de independencia que SABI suministra y a los que nos referimos en la tercera etapa. Sin embargo, hay muchas empresas de cuyo carácter familiar nadie duda, pero para las que la base de datos no ofrece el nombre de la matriz global porque no conoce el tanto de participación del propietario final. Se quedan así fuera demasiadas empresas familiares para que un estudio empírico basado en él sea suficientemente fiable. Es el caso de empresas que administran su propiedad mediante sociedades patrimoniales y que no suelen publicar la información relativa al porcentaje de participación de sus accionistas (recordemos que el Plan General de Contabilidad de 1990 y el actual solicita información sobre el capital poseído por otra empresa, directamente o por medio de sus filiales, cuando sea igual o superior al 10%, pero no de las personas físicas o familias que posean un determinado porcentaje en la empresa).

- *Tercera etapa: el indicador de independencia.*

Visto que el criterio matriz global es también insuficiente para la búsqueda de la población de empresas familiares, se pueden filtrar las empresas atendiendo al criterio SABI ‘indicador de independencia’ (II). SABI califica las empresas atendiendo a cuatro niveles o II: A, B, C y D. El II-A significa que la empresa no depende de otra, es independiente.

Una empresa con indicador B, C ó D es una empresa dependiente de la que, alguna empresa o persona –propietario último–, tiene más del 25% de sus acciones. Atendiendo a esta variable, las empresas que tienen indicador B, C ó D y con una matriz global ‘accionista persona física o familia’ podrían conformar una primera aproximación a la población de empresas familiares.

Sin embargo, se advierte que la estrategia de considerar a toda empresa con un II-A como no familiar es errónea ya que este indicador sólo implica que ninguna participación final –en manos de una sola empresa o persona– es superior al 25%, pero existen casos en que la participación en manos de la familia (hermanos, hijos,...) es superior al 25%, aunque ninguno de los miembros individualmente considerados lleguen a tal porcentaje. En definitiva, el II-A nos dice que: o bien se trata de una empresa no familiar, o bien de una familiar con la propiedad bastante repartida (segunda o siguientes generaciones).

- *Cuarta Etapa: trabajo manual.*

Dado que los indicadores anteriores de SABI son insuficientes para una segura detección de las empresas familiares, no hemos tenido más remedio que llevar a cabo un análisis “manual” de las muestras, comparando para cada empresa los apellidos y otras características de los propietarios y de los órganos de decisión. La coincidencia de apellidos entre los grupos de interés interno justificará la clasificación de la empresa entre las familiares.

Como hemos comentado y comprobado anteriormente, frecuentemente en SABI se desconoce tanto los accionistas inmediatos como los finales, por lo que no es posible clasificar las empresas atendiendo únicamente a la propiedad.

Un buen mecanismo para tratar de discernir cuando hablamos de una empresa familiar es analizar el grado de influencia decisiva sobre los aspectos fundamentales del gobierno corporativo. Para ello no queda otra opción que analizar el grado a presencia relevante en los órganos de gobierno y administración por parte de los miembros de la familia (habitualmente el Consejo de Administración) ó mediante la

participación directa de un miembro de la familia en la gestión de la empresa a su máximo nivel (CEO).

Para ello podemos comparar los apellidos de todos los grupos de interés internos implicados en la gestión y dirección del negocio: accionistas inmediatos y finales, CEO y administradores de la empresa, lo que requiere solicitar a SABI la siguiente información por empresa: forma jurídica, accionista matriz global, accionista inmediato, CEO –director ejecutivo/general– y administradores.

Aunque esta última opción es, sin duda alguna, la más laboriosa de todas las anteriores, ha sido la escogida por el autor para la clasificación de empresas en familiares y no familiares. De esta forma, se ha procedido a comparar, para cada empresa, los datos del accionista de la matriz global, el accionista inmediato, el director ejecutivo y los administradores.

Los ejemplos que siguen son dos muestras de empresas (una cotizada y otra no cotizada) clasificadas como familiares de acuerdo con la “inspección manual” de los apellidos de los diferentes cargos implicados. La información que aquí aparece procede directamente de SABI¹⁴:

¹⁴ Si se necesita, se puede obtener algo más de información en SABI (o, través de la página web de Informa). De hecho, en algunos casos hemos tenido que recurrir a un nivel superior de detalle para decidir cómo clasificarla.

Ejemplo 1: AUTOMOTOR CANARIAS, S.L. (Empresa no cotizada)

Matriz global:	Aguilar García, Luis Antonio
Accionistas Principales:	Aguilar García, Luis Antonio Rodríguez Rodríguez, María Candelaria
Accionista inmediato:	Aguilar García, Luis Antonio
Administradores Principales:	Aguilar García, Luis Antonio Rodríguez Rodríguez, María Candelaria Aguilar Rodríguez, Luis Alberto Aguilar Rodríguez, David
Presidente:	Aguilar García, Luis Antonio
Director Ejecutivo:	Rodríguez Rodríguez, María Candelaria

Figura 7. Detalle de información obtenida en SABI (empresa no cotizada)

Ejemplo 2: OBRASCÓN HUARTE LAÍN – OHL (Empresa cotizada)

Matriz global:	Familia Villar Mir
Accionistas Principales:	Los administradores que figuran abajo así como múltiples bancos, fondos de inversión, accionistas físicos, empresas, etc., con una propiedad muy diluida.
Accionista inmediato:	Inmobiliaria Espacio, S.A. (propiedad del Grupo Villar Mir)
Administradores Principales:	Juan Miguel Villar Mir de Fuentes Álvaro Villar Mir de Fuentes Silvia Villar Mir de Fuentes Grupo Villar Mir, S.L.
Presidente:	Juan Miguel Villar Mir
Director Ejecutivo:	Francisco Marín Andrés

Figura 8. Detalle de información obtenida en SABI (empresa cotizada)

Se puede observar que, en el primer caso, la empresa está en manos de la familia Aguilar Rodríguez y, en el segundo, de la familia Villar Mir. También se puede ver que, en el

primer caso, el director ejecutivo forma parte de la familia mientras que, en el segundo, es una persona externa.

Así pues, este es el criterio principal que hemos utilizado para clasificar las empresas de ambas muestras en familiares y no familiares. Además, la inspección de los apellidos ha permitido, en la gran mayoría de casos, distinguir aquellas empresas familiares en las que un miembro de la familia ocupa el puesto de director ejecutivo. Este nivel de detalle será esencial para la comprobación de las hipótesis de la investigación.

No obstante, una vez clasificada la muestra, se ha procedido a comparar el resultado con el listado de empresas familiares que se habría obtenido aplicando cada uno de los criterios 1-3 de SABI explicados anteriormente de forma independiente. Esto ha permitido, en primer lugar confirmar prácticamente el 90% de la muestra y, en segundo, buscar más información de la empresa en caso de no coincidir los resultados.

En un 10-15% de los casos, aproximadamente, se ha tenido que acudir a la propia página web de la empresa (especialmente las familiares suelen explicar con detalle y orgullo su “historia” y hacer mención especial al esfuerzo de la familia) y también a noticias relacionadas aparecidas en distintos medios de comunicación, especialmente locales. Las frases del estilo “la empresa familiar X llevó a cabo en...”.

Hay que tener en cuenta, no obstante, que este análisis no está exento de errores. Como luego veremos, la muestra escogida hace referencia a los años 2003 a 2011. Sin embargo, SABI no almacena datos de todos los administradores, accionistas, etc. de todos los años, únicamente del último. Podría ocurrir, por tanto, que una empresa haya dejado de ser familiar a lo largo de estos años (al contrario no tendría demasiado sentido).

Para solucionar el problema anterior, (1) hemos supuesto que: aquellas empresas que son familiares ahora (2013), también lo eran en el pasado; (2) hemos comparado la muestra con la obtenida por Tàpies (2005), en la que clasificaba las empresas en familiares y no familiares atendiendo a aspectos exclusivamente cualitativos, obtenidos principalmente mediante contacto directo con la empresa (llamadas telefónicas, correos

electrónicos, encuestas, etc.). Aunque su muestra y la nuestra no coinciden (más adelante explicaremos exactamente cómo obtenemos nuestra muestra), prácticamente la totalidad de las empresas que se encontraban en ambas muestras estaban clasificadas correctamente en empresa familiar y no familiar.

Vale la pena mencionar en este punto que, si bien este análisis parece ser bastante concluyente en cuanto a la obtención de las empresas de carácter verdaderamente familiar en España, no es aplicable a prácticamente ningún otro país, dado que pocos utilizan dos apellidos para identificar a las personas.

4.2 Selección de la muestra

Aunque el número de empresas registradas en España ha experimentado algunos cambios en los últimos años, se puede decir que prácticamente se ha mantenido alrededor de los tres millones. Es evidente que, con este volumen, resulta completamente imposible llevar a cabo un análisis individualizado de cada una de ellas y todavía más clasificarlas en familiares y no familiares.

De acuerdo con los datos de Instituto Nacional de Estadística (INE), un total de, aproximadamente, 3.200.000 empresas (DIRCE, 2012) operaban en el territorio español en 2012, de las que un 48,74% tenía, como mínimo, un asalariado (el resto, más del 50%, no tenían ninguno). De éstas, un 57,48% tenían uno o dos trabajadores y sólo el 1,84% (es decir, 30.768 empresas) empleaban a 20 o más trabajadores. Así pues, resulta difícil encontrar un criterio claro para obtener una segmentación válida y con un tamaño representativo.

Para poder establecer un “punto de corte”, se ha decidido basar la muestra en empresas españolas activas¹⁵, cotizadas y no cotizadas, con cuentas consolidadas disponibles únicamente. La información consolidada, además de añadir un mayor grado de fiabilidad a la información de las cuentas, es la más empleada en la investigación sobre calidad de la información financiera, especialmente en el caso de estudios de relevancia valorativa de la información.

Por otro lado, el objetivo inicial del autor es disponer de un rango de empresas entre los años 2003 y 2011. No obstante, la elección del horizonte temporal objeto de estudio viene determinada, en parte, por la disponibilidad de la información financiera en las bases de datos de consulta (SABI) y, además, por el cambio de normativa contable que tuvo lugar en España a principios de 2008.

¹⁵ Se excluyen pues todas aquellas consideradas inactivas, es decir, las que se encuentran en situación de suspensión de pagos, quiebra o concurso de acreedores y aquellas que se han disuelto, han sido absorbidas por otras o bien se han extinguido.

En efecto, el cambio de normativa contable que tuvo lugar en España a finales de 2007 (con la entrada del “nuevo” Plan General Contable), hizo cambiar el formato de presentación de las cuentas, tanto de aquellas empresas con datos consolidados como de aquellas que no consolidaban. De hecho, debemos remontarnos incluso al año 2005 donde también tuvo lugar un cambio importante en la presentación de los estados consolidados: la obligatoriedad de consolidar usando las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) para aquellas empresas españolas cotizadas. Otras grandes empresas que no cotizaban en la bolsa española decidieron también consolidar según estas normas.

Estos dos puntos temporales (2005 y 2007) supusieron pues un cambio radical en la presentación de las cuentas consolidadas en España y, por este motivo, podemos clasificar las empresas disponibles entre los años 2003 y 2011 de la siguiente forma:

Año	Empresas con datos CONSOLIDADOS según NIC		Empresas con datos CONSOLIDADOS según PGC	
2011	2.032	1.029	0	
2010	2.353		0	
2009	2.331		0	
2008	2.103		0	
<i>Entrada en vigor del nuevo PGC</i>				
2007	209	162	1.812	924
2006	181		1.774	
2005	162		1.607	
<i>Obligatoriedad de aplicar las NIC/NIF a los estados consolidados de los grupos de sociedades donde alguna de las empresas cotice en bolsa. No están obligados aquellos grupos que no tengan ninguna empresa cotizada ni tampoco aquellas empresas individuales, coticen o no</i>				
2004	1*		1.555	
2003	0		1.362	

Figura 9: Empresas con datos consolidados entre 2003 y 2011 (según consulta en SABI en diciembre de 2012). Los datos en negrita indican el número de empresas con información disponible en todos los años del período considerado. *Compañía Transmediterránea, S.A. (seguramente por error)

De acuerdo con esta tabla y, para la correcta extracción de los datos, nos hemos visto obligados a dividir la muestra inicial (2003-2011) en dos:

- a) Empresas con datos consolidados aplicando normas NIC entre 2008 y 2011 (1.029 empresas). Dado que para el análisis de un año concreto (por ejemplo, 2008) son necesarios datos también de los 2 años anteriores (2006 y 2007), con esta muestra obtendríamos 4.116 observaciones. En este caso, además, no haría falta calcular la CGO (la caja procedente de las operaciones¹⁶, una de las variables clave de la tesis, como veremos más adelante) mediante ninguna fórmula o procedimiento indirecto puesto que tendríamos datos reales del estado de flujos de efectivo (EFE).
- b) Empresas con datos consolidados aplicando el PGC español entre 2003 y 2007 (924 empresas). Igual que en el caso anterior, para el análisis de estos años son necesarios datos de los 2 años anteriores (2001 y 2002), por lo que con esta muestra obtendríamos 4.620 observaciones. En este sí deberemos calcular la CGO mediante un procedimiento indirecto puesto que no hay datos reales del EFE.
- c) Dado que la muestra anterior no nos proporciona información de aquellas empresas cotizadas que aplicaron normas NIC a partir de 2005 (hasta 2007), debemos obtener estos datos mediante otro procedimiento en SABI. Es el caso, aproximadamente, de unas 162 empresas que, si bien están incluidas dentro de las 924, dicha muestra no contiene los años citados (2005-2007) que debemos tener en cuenta pues, de lo contrario, acabaríamos con una muestra de empresas cotizadas únicamente con datos comprendidos en los años 2003 y 2004.

El número de empresas y de observaciones, sin embargo, se ha reducido una vez “limpiada” la muestra teniendo en cuenta:

¹⁶ Precisamente, otro de los motivos principales de separación de las dos muestras es que el Plan General de Contabilidad “antiguo” (1990) no incluye el estado de flujos de efectivo (EFE), que entró en vigor con el nuevo PGC a principios de 2008. Esto nos obligará a calcular la caja generada por las operaciones (CGO, necesaria para los cálculos) de las observaciones incluidas en los años 2003 a 2007 mediante un procedimiento indirecto que se detallará más adelante.

- Observaciones con valores de ventas o activo total nulos.
- Observaciones con valores incoherentes (por ejemplo, gastos de explotación positivos).
- Observaciones de las que no hemos podido obtener datos: por ejemplo, la variación de ventas del año 2007 no se puede obtener si no disponemos del valor de las ventas en 2006.
- Empresas que no hemos podido clasificar en familiares o no familiares.
- Empresas que presentaban valores fuera de lo normal: por ejemplo, incrementos de ventas de un año a otro del 1.000%.

Así, el número de empresas de que dispondrá la muestra definitiva será de 90 cotizadas y 759 no cotizadas, con observaciones comprendidas entre los años 2003 y 2007. La Tabla 1 muestra un resumen¹⁷ de las observaciones empresa-año en función de si cotizan o no y en función de si son familiares o no familiares de acuerdo con el criterio expuesto en el apartado 4.1.2:

¹⁷ En el apartado 5.1 se muestran los estadísticos descriptivos de la muestra.

Tabla 1
Observaciones empresa-año de la muestra definitiva

Años	Empresas Cotizadas	Empresas No Cotizadas	Empresas Familiares¹⁸
2003	90	759	396
2004	86	692	364
2005	84	623	336
2006	84	594	328
2007	86	549	307
<i>Total 03-07</i>	<i>429</i>	<i>3.217</i>	<i>1.731 (47%)</i>
2008	86	494	284
2009	87	500	285
2010	88	499	286
2011	88	424	260
<i>Total 08-11</i>	<i>349</i>	<i>1.917</i>	<i>1.115 (49%)</i>
Total 03-11	778	5.134	2.846 (48%)

La elección de estas muestras y de los años de estudio implica que las empresas resultantes tendrán una edad avanzada y estarán bien consolidadas, partiendo de la hipótesis de que para conseguir tamaño hace falta una edad mínima (si bien es cierto que existen empresas grandes relativamente jóvenes). Además, otro de los motivos de esta selección es disponer de una muestra significativa de empresas españolas con un tamaño suficiente que permita obtener datos fiables. La gran mayoría de pequeñas y medianas empresas españolas (familiares y no familiares) no están auditadas y, consecuentemente, pueden registrar resultados más alejados (no necesariamente manipulados) de la realidad que las empresas escogidas para esta investigación.

Por otro lado, sin embargo, la elección de datos consolidados implica necesariamente un tamaño de las empresas por encima de la media española. Esto podría corroborar o desechar la idea (probablemente errónea pero muy extendida) que identifica empresa familiar y PYME. Si bien es cierto que la mayoría de empresas familiares son PYMES, no tiene por qué cumplirse la afirmación al revés. Lo que sí pone de manifiesto esta selección es que el análisis prescindirá de un porcentaje importante de empresas pequeñas familiares, muy importantes en el tejido empresarial español. Su inclusión elevaría de forma exponencial el tamaño de la muestra y, probablemente, obligaría a una

¹⁸ Número de empresas familiares sobre el total de la muestra (cotizadas y no cotizadas).

segmentación por sectores, lo que no tendría sentido para el análisis que se pretende llevar a cabo en esta tesis. Tal y como muestra la Tabla 1, el 48% de la muestra estará formada por empresas familiares.

Así, asumiendo que:

- El tamaño del universo es la totalidad de las empresas españolas (cotizadas y no cotizadas) en 2012: 3.000.000 aproximadamente;
- Estamos dispuestos a aceptar un 5% de margen de error;
- El nivel de confianza deseado es del 95%;
- Y que el nivel de heterogeneidad del universo es del 50%;

el tamaño de la muestra recomendado debería ser de 385 empresas. Así pues, si tomamos la muestra prevista de 848 empresas, podremos decir que las conclusiones que obtengamos serán generalizables al universo en cuestión. Este número es, aproximadamente, 7 veces superior al utilizado en estudios similares publicados en esta línea (que sólo se basan en empresas cotizadas).

Así pues, con esta clasificación, disponemos de dos muestras compactas con datos procedentes de fuentes homogéneas en los años que incluye cada una. Como ya se ha mencionado, para la obtención de los datos relativos a la información financiera de las empresas, utilizaremos la base de datos SABI. Concretamente para ambas muestras se han tomado datos de empresas catalogadas en SABI como C1 (empresas sólo con cuentas consolidadas) y C2/U2 (empresas con ambos tipos de cuentas).

Además de clasificar la muestra en familiares y no familiares, también hemos identificado aquellas empresas que cotizan en alguna bolsa española (o han cotizado/dejado de cotizar en alguno de los años de la muestra, como muestra la Tabla 1) y aquellas que están auditadas por alguna de las cuatro grandes auditoras presentes en España (Acenture, Deloitte, Ernst & Young o KPMG).

Finalmente, para llevar a cabo un análisis más exhaustivo y añadir un mayor grado de robustez al análisis, hemos procedido a clasificar las empresas de ambas muestras por sectores, partiendo de la clasificación CNAE 2009¹⁹. Dado que esta clasificación ofrece un nivel de detalle demasiado grande para poder conseguir el número de observaciones mínimo necesario para llevar a cabo el análisis posterior, hemos re-clasificado las empresas en varios sectores principales, tal y como muestra la siguiente tabla:

Tabla 2
Clasificación de observaciones por industrias

CNAE	Descripción	IND	Cotizadas	No Cotizadas	Total
A	Agricultura, Ganadería, Silvicultura y Pesca				
B	Industrias Extractivas				
D	Suministro de Energía Eléctrica, gas, vapor...	1	290	1.402	1.692
E	Suministro de agua, actividades de saneam., etc.				
C	Industria Manufacturera				
F	Construcción	2	139	397	536
K	Actividades financieras y seguros	3	127	683	810
G	Comercio al por mayor y al por menor	4	36	812	848
H	Transporte y almacenamiento				
J	Información y comunicaciones	5	63	432	495
L	Actividades inmobiliarias	6	33	205	238
M	Actividades profesionales, científicas y técnicas	7	54	761	815
I	Hostelería				
N	Actividades administrativas y servicios aux.				
O	Administración Pública y Defensa				
P	Educación	8	36	442	478
Q	Actividades sanitarias y servicios sociales				
R	Actividades artísticas, recreativas y entretenim.				
S	Otros servicios				
Total			778	5.134	5.912

Nota: La primera columna muestra la clasificación propuesta por CNAE (2009). La columna "IND" muestra la clasificación propuesta por el autor.

¹⁹ La comparabilidad internacional de las estadísticas producidas según la CNAE 2009 está garantizada por el hecho de formar parte de un sistema integrado de clasificaciones económicas de actividades y productos. CNAE 2009 es la versión nacional de NACE Rev. 2 en el ámbito de la Unión Europea.

4.3 Medidas de la calidad de la información contable

Como se ha avanzado en varias ocasiones durante esta tesis doctoral, el análisis de la calidad de la información contable se pretende llevar a cabo desde varios puntos de vista, aunque dos son los principales: la manipulación contable y la manipulación real de resultados (como medidas opuestas de calidad). Así pues, la metodología que se utilizará para llevar a cabo el desarrollo de este trabajo partirá con la determinación de las variables que permita analizar la calidad de la información contable desde estos dos puntos de vista, a los que añadiremos la medida alternativa de calidad a través de la calidad de los devengos y el conservadurismo.

4.3.1 Manipulación contable de resultados

La existencia de asimetrías de información entre la gerencia y los terceros que contratan con la empresa crea la demanda de una medida resumen de la actuación de la empresa. Esta medida puede ser utilizada para evaluar a la gerencia o como fuente de información sobre la capacidad de la empresa para generar flujos de caja futuros. Como ya hemos comentado, el resultado contable es sin duda la variable más utilizada como tal medida resumen. Por ejemplo, el resultado se utiliza como referencia para fijar la retribución variable de los directivos, para analizar la situación de la empresa por los acreedores o para tomar decisiones de compra-venta por parte de los inversores.

También hemos visto que, hoy en día, se pueden encontrar varios instrumentos en la literatura actual para la determinación de la calidad contable en empresas familiares y no familiares de todo el mundo. Por ejemplo, Karamanou y Vafeas (2005) utilizan las propiedades de los pronósticos de resultados diseminados por los gerentes; o Leuz et al. (2003), la probabilidad de manipularlos para cumplir los pronósticos de análisis. Sin embargo, un extenso número de autores proponen el uso de los ajustes por devengo discrecionales (ADD) o anormales (en inglés, *abnormal o discretionary accruals*) como instrumento principal para medir la calidad contable, debido a que su uso constituye una buena herramienta para la manipulación de los resultados contables.

En efecto, los organismos contables reguladores más importantes, tanto a nivel nacional como internacional, (FASB, IASC, PGC, etc.), señalan el principio del devengo como la hipótesis básica para la medición del resultado contable. Según este principio los ingresos se registran atendiendo a la corriente real de las transacciones, independientemente de cuándo se produzca la corriente financiera asociada. De la misma forma, según el principio de correlación de ingresos y gastos, los gastos necesarios para la obtención de dichos ingresos serán reconocidos en el mismo periodo.

En el largo plazo, el éxito de una empresa depende en última instancia de su capacidad para generar flujos de caja positivos. Por tanto, en principio, podría pensarse en el *cash flow* como una medida adecuada de la actuación de la empresa. Sin embargo, en periodos finitos, debido a las divergencias existentes en la correlación y el reconocimiento temporal entre las entradas y salidas de tesorería (*matching and timing problems*), el resultado calculado utilizando la hipótesis básica del devengo proporciona una medida del valor económico añadido mejor que el *cash flow*. Un resultado periódico calculado siguiendo el criterio de caja -*cash flow*- no constituiría en muchas ocasiones una buena medida de la actuación de la empresa porque no estaría relacionando correctamente esfuerzo y realización en la actividad económica. Los ajustes por devengo sumados al *cash flow* permiten aliviar las diferencias en el reconocimiento temporal y la correlación de las entradas y salidas de tesorería proporcionando una medida de la actuación empresarial (resultado contable) que relaciona mejor el beneficio y el esfuerzo económico y refleja una imagen más acorde con la realidad en cuanto a la actividad económica pasada de la empresa. Estos serán, pues, la base del modelo de manipulación contable.

En la literatura actual sobre *accounting earnings management* encontramos, además, dos enfoques utilizados para estudiar la manipulación de los ajustes por devengo: analizar por separado ajustes por devengo específicos (tanto a corto como a largo plazo) o analizar los ajustes por devengo agregados. La primera alternativa permite obtener una estimación más precisa del ajuste discrecional puesto que es más fácil identificar los factores de los que depende el comportamiento de un componente específico de los ajustes por devengo en ausencia de manipulación que del agregado (McNichols, 2002). Por este motivo, los trabajos que han utilizado este enfoque se han centrado

habitualmente en sectores concretos en los que existe una variable que claramente puede ser utilizada para manipular el beneficio de forma significativa, como por ejemplo la provisión de morosidad en el sector bancario (Beaver y Engel, 1996). Algunos autores también han estudiado el uso de los gastos de reestructuración para ajustar el beneficio a los objetivos contables (Elliott y Hanna, 1996; Moehrle, 2002).

Sin embargo, cuando la muestra que se pretende analizar es más heterogénea y, por lo tanto, no es fácil identificar una partida que concentre la manipulación, el uso de una estimación agregada es la mejor alternativa, pues tiene la ventaja de resumir en una única variable numerosas decisiones contables (Watts y Zimmerman, 1990), aunque no permita detectar la discrecionalidad contable con la misma precisión que al considerar sus componentes individualmente. Así este proyecto determinará la manipulación contable (*accounting earnings management*) mediante el cálculo de los ajustes por devengo agregados.

Conviene dejar claro, eso sí, que los ajustes por devengo no son anormales en su totalidad, sino que una parte de los mismos depende de una serie de factores ajenos al control de la gerencia, como la propia normativa contable (Healy, 1985) o los cambios en el entorno económico de la empresa (Kaplan, 1985). Por este motivo, los estudios que consideran los ajustes por devengo como instrumento de manipulación del beneficio se han enfrentado siempre a la dificultad que entraña separar la componente normal (o esperada) de la componente discrecional (anormal, inesperada) de los mismos, que se utilizará como medida de manipulación.

Así, el resultado de toda empresa se puede determinar como:

$$RESULTADO_t = CGO_t + ADT_t \quad (1)$$

Siendo $RESULTADO_t$ el resultado de la empresa en el período t , CGO_t la caja generada por las operaciones en el mismo período y ADT_t los ajustes por devengo totales del período. Reordenando términos, tenemos:

$$ADT_t = RESULTADO_t - CGO_t \quad (2)$$

Sin embargo, la normativa contable española no obliga²⁰ a todas las empresas a presentar un Estado de Flujos de Efectivo homogeneizado. Debido a esto, los investigadores normalmente han calculado los ajustes por devengo mediante un procedimiento indirecto, utilizando la información proporcionada en el Balance y la Cuenta de Resultados. Los ajustes por devengo totales están formados por dos componentes, un componente a corto plazo (*working capital accruals*) (ADCP), formado por los cambios en las necesidades de capital circulante experimentados en el ejercicio y, un componente a largo plazo (ADLP), que fundamentalmente es el gasto por amortizaciones y depreciaciones del periodo. De este modo, los ajustes por devengo para una empresa y en un determinado ejercicio t suelen calcularse como:

$$ADT_t = \underbrace{\Delta AC_t - \Delta TES_t - \Delta PC_t + \Delta DCP_t}_{ADCP_t} - \underbrace{AMORT_t}_{ADLP_t} \quad (3)$$

donde, ADT_t son los ajustes por devengo totales; AC_t es el activo corriente; TES_t es la tesorería e inversiones financieras temporales (cuasi tesorería); PC_t es el pasivo corriente; DCP_t es la deuda a corto plazo; $AMORT_t$ es el gasto por depreciaciones y amortizaciones del periodo; y, Δ representa el cambio en la variable correspondiente respecto al ejercicio anterior.

De acuerdo con lo expresado anteriormente, estos ajustes por devengo totales pueden dividirse en una parte no discrecional (esperada) y otra discrecional o anormal (no esperada):

$$ADT_t = ADD_t + ADND_t \quad (4)$$

La estimación de los ajustes por devengo discretionales constituirá la medida de la manipulación del resultado durante el período t .

²⁰ Como hemos comentado a la hora de explicar la muestra utilizada, el estado de flujos de efectivo entró en vigor en el año 2005 para empresas cotizadas y, en el 2008, para el resto de empresas (a excepción de aquellas que se pueden acoger al plan contable abreviado que no están obligadas a hacerlo). Al tratar únicamente con empresas consolidadas, dispondremos de esta información en todos los casos a partir del año 2008.

$$ADD_t = ADT_t - \text{Estimación}(ADND_t) \quad (5)$$

La literatura está llena de modelos que tratan de explicar el comportamiento de los ajustes por devengo en ausencia de discrecionalidad contable, es decir, tratan de explicar la parte de dicha variable que se debe a motivos objetivos como la normativa contable o las condiciones económicas en las que opera la empresa, como se ha mencionado anteriormente. En definitiva, modelos que tratan de estimar los ajustes por devengo normales. En el estudio llevado a cabo en esta tesis, se seguirá uno de los modelos más fiables y utilizados a nivel mundial: el modelo de expectativas de Jones (1991). Dicho modelo separa los componentes discrecional y no discrecional de los ajustes por devengo agregados que tienen en cuenta los cambios en las condiciones económicas de la empresa.

Según este modelo, Jones (1991) relaja el supuesto de que los ajustes por devengo no discrecionales sean constantes en el tiempo y plantea un modelo de expectativas para estimar el componente no discrecional de los ajustes por devengo observados, incorporando la sugerencia de Kaplan (1985) sobre la necesidad de controlar el efecto de los cambios en las condiciones económicas de la empresa sobre los ajustes por devengo. Para ello, regresa los ajustes por devengo observados respecto a las variables cambio en ventas ($\Delta VENTAS_t$) e inmovilizado material bruto ($INMOV_t$). Mientras que el cambio en las ventas se utiliza para controlar el nivel normal de los ajustes por devengo a corto plazo (que incluyen partidas como clientes, inventarios y proveedores), el inmovilizado material bruto se añade para controlar el nivel normal del gasto por amortizaciones y depreciaciones del periodo (es decir, los ajustes por devengo a largo plazo).

Uno de los supuestos implícitos en el modelo de estimación de los ajustes por devengo normales planteado por Jones (1991) es que todos los cambios en el nivel de ventas deben considerarse no discrecionales. Por lo tanto, la estimación de los ajustes por devengo discrecionales resultante no incorpora el impacto de posibles manipulaciones en el nivel de ventas. Por ello, Dechow et al. (1995) proponen una versión modificada del modelo de Jones que trata de capturar también la manipulación de las ventas. Para ello utilizan el modelo de Jones con el añadido de que, al estimar los ADND en el periodo

considerado, restan la variación en las cuentas a cobrar (clientes) de la variación en las ventas. Con esto, Dechow et al. (1995) asumen que todas las ventas a crédito en el periodo del evento son discrecionales, argumentando que es más fácil manipular el resultado ejerciendo discrecionalidad sobre las ventas a crédito que sobre las ventas al contado. Así, si efectivamente el resultado se manipula a través de las ventas, este modelo modificado detectará mejor la manipulación que el modelo simple. Sin embargo, si la manipulación no se ha llevado a cabo a través de los ingresos, los ADD estimados mediante este modelo estarían sobrevalorados.

Así, el modelo que se utilizará será el siguiente:

$$\frac{ADT_t}{A_{t-1}} = \frac{\beta_0}{A_{t-1}} + \beta_1 \left(\frac{\Delta VENTAS_t - \Delta CLIENTES_t}{A_{t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{INMOV_t}{A_{t-1}} \right) + \varepsilon_t \quad (6)$$

En el que:

- ADT_t son los ajustes por devengo totales, de acuerdo con la ecuación 3.
- $\Delta VENTAS_t$ es la diferencia entre las ventas del ejercicio t y las del ejercicio $t-1$.
- $\Delta CLIENTES_t$ es la diferencia entre el saldo de la cuenta de clientes (cuentas a cobrar) del ejercicio t y las del ejercicio $t-1$.
- $INMOV_t$ es el saldo del inmovilizado material al final del ejercicio t .
- A_{t-1} es el activo total a finales del ejercicio $t-1$ o principios del t .

Jones (y también la versión modificada propuesta por Dechow et al.) estima el modelo anterior mediante el método de los Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) utilizando la serie temporal de datos más larga disponible para cada empresa de la muestra, a lo que llama periodo de estimación (*estimation period*). Posteriormente, utiliza las estimaciones de los coeficientes β_0 , β_1 y β_2 para estimar los ajustes por devengo no discrecionales en periodo del evento (*event period*), en el que se quiere analizar la existencia de prácticas de manipulación de resultados. Así, la estimación de los ADD en el periodo t (ε_t) se obtiene por diferencia entre los ajustes por devengo observados y la estimación de su componente no discrecional:

$$MAN_CONT = EST\left(\frac{ADD_t}{A_{t-1}}\right) = \frac{ADT_t}{A_{t-1}} - \left[\frac{\hat{\beta}_0}{A_{t-1}} + \hat{\beta}_1 \left(\frac{\Delta VENTAS_t - \Delta CLIENTES_t}{A_{t-1}} \right) + \hat{\beta}_2 \left(\frac{INMOV_t}{A_{t-1}} \right) \right] \quad (7)$$

Así, este modelo asume que aquellos cambios en el capital corriente que no se expliquen por cambios en el nivel de actividad se deben al ejercicio de discrecionalidad por parte de la gerencia. El signo esperado de la variable $(\Delta VENTAS_t - \Delta CLIENTES_t)$ no está predeterminado ya que un cambio dado en el nivel de ventas puede provocar cambios en partidas que afectan tanto positiva como negativamente al capital circulante, como las cuentas a cobrar y las cuentas a pagar respectivamente. Por su parte, el signo esperado para el coeficiente del nivel de inmovilizado bruto $(INMOV_t)$ es claramente negativo puesto que un aumento del inmovilizado bruto supondría un aumento del gasto por amortización, que es un componente negativo de los ajustes por devengo (Jones, 1991).

El valor absoluto de los residuos de la regresión del modelo (6) será pues nuestra medida de manipulación contable del resultado (que llamaremos MAN_CONT_t). De esta forma, podremos afirmar que, a más manipulación, menor calidad de la información contable.

4.3.2 Manipulación real de resultados

Ya se ha visto que la manipulación real de resultados (*real earnings management*), a diferencia de la contable o cosmética vista en el apartado anterior, sí afecta a los flujos de caja, por lo que en general resulta mucho más difícil de detectar que la primera.

En general se puede decir que existen dos tipos de manipulación real de resultados: la manipulación de actividades de inversión, como puede ser la reducción del gasto en actividades de investigación y desarrollo (Bens et al., 2002) y la manipulación de actividades operativas (mucho más completa que la anterior), que prácticamente no ha sido tratada hasta la fecha. Según Roychowdhury (2006), esta manipulación real de resultados se puede definir como “desviaciones de las prácticas normales de las operaciones, motivados por el deseo de los directivos de inducir a error por lo menos a

algunos accionistas en la creencia de que ciertos objetivos de información financiera se han cumplido en el curso normal de las operaciones”.

Como hemos avanzado en el apartado 2.3.1.2, Roychowdhury sugiere que son tres las prácticas reales de manipulación de beneficios más comunes:

- *Manipulación de las ventas:*

Consiste en “acelerar” o anticipar el reconocimiento de los ingresos ofreciendo a los clientes mayores descuentos o bien mejores condiciones de pago. Es evidente que estas dos acciones “tentarán” a los clientes a aumentar o adelantar el volumen de ventas. Sin embargo, es probable que afecte a los siguientes ejercicios pues el “efecto” desaparecerá cuando los descuentos y las condiciones de pago vuelvan a su situación normal. A corto plazo, este efecto hará que las ventas sean mayores (asumiendo que vendemos con margen) y, por tanto, los beneficios, aunque no se verá reflejado en los flujos de caja del período en cuestión (incluso es probable que este sea incluso menor).

- *Sobreproducción:*

Consiste en reportar un menor coste de la mercancía vendida (coste de las ventas) produciendo un mayor número de unidades de las que realmente se necesitan para llevar a cabo esas ventas. Dado que el coste de las unidades que se venden (de acuerdo con el plan contable) incluye los costes directos del producto y una parte de los indirectos, al producir un mayor número de unidades, reducimos el coste unitario, que luego se verá reflejado en el coste de la mercancía vendida justo en el momento de la venta. Ese menor coste de la venta se traducirá en un mayor beneficio, siempre que no se produzcan costes adicionales por el hecho de llevar a cabo una producción mayor. Sin embargo, igual que en el caso anterior, es probable que este aumento de producción un descenso en la caja generada por las operaciones (consumirá más tesorería).

- *Reducción de gastos generales:*

Como su nombre indica, se trata de forzar una disminución en los gastos generales del ejercicio (*discretionary expenses*), como puede ser la publicidad, I+D, gastos administrativos y comerciales, etc. Dicha disminución hará que el beneficio aumente y, quizá, también los flujos de caja si la empresa paga esos gastos al contado, pero únicamente en el período en cuestión. Por el contrario, es muy probable que esto afecte negativamente los flujos de caja futuros.

Para determinar el uso anormal de las mismas, Roychowdhury sigue el modelo proporcionado por Dechow et al. (1998), que expresa cada una de las variables como una función lineal de las ventas y del cambio de las ventas del período. Para estimar cada modelo utiliza regresiones de corte transversal para cada empresa y período.

- Para estimar la posible manipulación de las ventas, de acuerdo con el punto (a) anterior:

$$\frac{CGO_t}{A_{t-1}} = \beta_0 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{VENTAS_t}{A_{t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta VENTAS_t}{A_{t-1}} \right) + \varepsilon_t \quad (8)$$

- Para estimar la posible sobreproducción, de acuerdo con el punto (b) anterior:

$$\frac{PROD_t}{A_{t-1}} = \beta_0 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{VENTAS_t}{A_{t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta VENTAS_t}{A_{t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{\Delta VENTAS_{t-1}}{A_{t-1}} \right) + \varepsilon_t \quad (9)$$

- Para estimar la posible manipulación de los gastos fijos, de acuerdo con el punto (c) anterior:

$$\frac{GAST_t}{A_{t-1}} = \beta_0 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta \left(\frac{VENTAS_{t-1}}{A_{t-1}} \right) + \varepsilon_t \quad (10)$$

El significado de las variables que aparecen en las ecuaciones anteriores es el siguiente:

- CGO_t es la caja generada por las operaciones en el ejercicio t (más adelante explicamos cómo obtener este valor para los años 2003-2007, en los que no disponemos de esta información directamente de las cuentas de la empresa).
- $PROD_t$ es el coste de producción del año t , definida como la suma del coste los materiales vendidos (aprovisionamientos) y la variación de existencias.
- $GAST_t$ son los gastos generales del período t , definidos como el resto de gastos de explotación del período (con SABI no podemos obtener más detalle, pero este valor cumple bastante bien con el concepto definido por Roychowdhury).
- A_{t-1} es el activo total al principio del año t (o final de $t-1$).
- $VENTAS_t$ y $VENTAS_{t-1}$ son las ventas totales del ejercicio t y $t-1$, respectivamente.
- $\Delta VENTAS_t$ es la diferencia entre las ventas del ejercicio t y las del ejercicio $t-1$.
- $\Delta VENTAS_{t-1}$ es la diferencia entre las ventas del año $t-1$ y las del año $t-2$ (de ahí la necesidad de disponer de datos de los años 2001 y 2002, como hemos avanzado anteriormente al describir la muestra utilizada).

Así, es muy probable que, si alguna empresa lleva a cabo estas prácticas de manipulación real, dado un volumen de ventas determinado, se encuentren con una de estas características (en función de la actividad que decidan manipular): una caja generada por las operaciones anormalmente baja y/o costes de producción excesivamente elevados y/o gastos generales anormalmente bajos.

Los residuos de las tres regresiones anteriores constituyen la medida de manipulación del resultado en cada caso. Sin embargo, en nuestro caso, y tal y como sugieren Cohen y Zarowin (2010), utilizaremos una medida de manipulación real combinando dos de las tres ecuaciones anteriores: la manipulación de sobreproducción y la de gastos generales, dejando fuera del estudio la manipulación de las ventas²¹. Por consistencia con la medida de manipulación contable, tomaremos también la manipulación real en valor absoluto:

²¹ El motivo de no añadir la primera de las actividades basada en la caja de las operaciones se encuentra en que las mismas actividades que pueden generar mayores (anormales) costes de producción, también podrían generar valores anormalmente bajos de CFO, siendo el resultado total ambiguo, como indica Roychowdhury (2006).

$$MAN_REAL = Residuos \left(\frac{PROD_t}{A_{t-1}} \right) - Residuos \left(\frac{GAST_t}{A_{t-1}} \right) \quad (11)$$

Mayores valores de los residuos de $PROD_t$ indicarán un mayor aumento del resultado como consecuencia de la manipulación en los costes de producción. Igualmente, cuanto más negativo sean los residuos de $GAST_t$, mayor será el resultado como consecuencia de la manipulación en los gastos generales. Por ello, siguiendo la idea de Cohen y Zarowin (2010), para llevar a cabo la combinación de estas dos medidas de manipulación real, deberemos multiplicar por -1 el valor de los residuos de $GAST_t$. De esta forma podremos sumar los dos resultados. Así, cuanto mayor sea el valor de los residuos de esta nueva ecuación, podremos afirmar que mayores son las prácticas de *real earnings management*.

A la vista de lo anterior, ya se puede intuir que la manipulación real de actividades, a diferencia de la manipulación contable, afecta al valor de la empresa debido a que las acciones llevadas a cabo en el período en cuestión para aumentar los beneficios pueden tener un efecto negativo en los flujos de caja de períodos futuros. Por ejemplo, aplicar puntualmente un descuento exagerado para aumentar temporalmente las ventas puede llevar a ciertos clientes a solicitar el mismo descuento en años sucesivos, reduciendo así de forma consistente el margen de las ventas. De la misma forma, la sobreproducción obligará a la empresa a almacenar una mayor cantidad de inventarios y, por ello, los costes financieros de su mantenimiento en períodos futuros. Lo mismo ocurrirá si la empresa decide recortar el gasto en I+D, pues es probable que afecte a los resultados futuros.

A la vista de las dos prácticas manipuladoras de resultados (la contable y la real), resulta difícil creer que los directivos que quieran llevar a cabo estas prácticas confíen exclusivamente en la primera de ellas. Aunque la manipulación real aumenta los costes a largo plazo, hay razones para pensar que estos directivos o empresarios esperan tener mayores costes “propios”, al menos a corto plazo, cuando llevan a cabo prácticas contables de manipulación. De acuerdo con varias encuestas llevadas a cabo por Bruns y Merchant (1990) y Graham et al. (2005), muchos directivos prefieren utilizar prácticas reales de manipulación, en lugar de las contables. Esto puede interpretarse si se

considera que la manipulación contable puede ser más fácilmente detectable por auditores que la manipulación real, ya que sus consecuencias legales y de reputación son más graves. De la misma forma, contar sólo con la manipulación contable puede ser arriesgado si la diferencia entre los beneficios no manipulados y el objetivo del umbral deseado excede el total en el que es posible manipular los devengos. Si eso ocurre y los beneficios reportados caen por debajo del umbral, las actividades reales ya no pueden ser manipuladas a final de año.

4.3.3 Calidad de los devengos

Desde Dechow y Dichev (2002), la calidad de los devengos se ha convertido en sinónimo indiscutible de calidad de los resultados y, con ellos, de calidad de la información contable (ya hemos explicado anteriormente que el resultado era una de las mejores métricas para definir la situación de la empresa).

Lo anterior se basa en la hipótesis de que el rol de los devengos es ajustar el reconocimiento de los flujos de caja a lo largo del tiempo²² y, de esta manera, cuanto más se ajusten los devengos al *cash-flow*, mayor será su calidad (Francis et al., 2005). Dechow y Dichev (2002) describen un modelo en el que los devengos son función de los flujos de caja pasados, presentes y futuros e interpretan la desviación estándar de los residuos de dichos devengos como una medida (inversa) de su calidad.

Así, la desviación estándar de los residuos del modelo de Dechow y Dichev se espera que reconozca devengos “a corto plazo” (*working capital accruals*) no esperados y, de esta forma, utilizar estos como una medida de calidad de los devengos y, con ellos, de la información contable.

²² No debemos olvidar que los devengos “existen” debido como consecuencia del propio principio del devengo que indica que las transacciones que tienen lugar en las empresas deben registrarse en el momento en que tienen lugar, independientemente de que impliquen una salida o entrada de caja. Si esperáramos al último día de la vida de la empresa para contabilizar todo lo sucedido, el resultado y a caja coincidirían perfectamente y los devengos serían nulos.

En esta tesis doctoral, en línea con otra literatura previa (como es el caso de Francis et al., 2005), utilizaremos la versión del modelo de Dechow y Dichev modificado posteriormente por McNichols (2002). Podríamos decir que este autor lleva al “largo plazo” el análisis de los devengos añadiendo dos variables explicativas adicionales: los cambios en las ventas y el valor del inmovilizado material.

Así, nuestra medida de calidad de los devengos (utilizaremos las siglas en inglés para designarlos: $AQ = Accruals\ Quality$) resultará de multiplicar por -1 la desviación estándar de los residuos del siguiente modelo:

$$ACC_t = \beta_0 + \beta_1 \cdot CFO_{A_{t-1}} + \beta_2 \cdot CFO_{A_t} + \beta_3 \cdot CFO_{A_{t+1}} + \Delta VTAS_{A_t} + INMOV_{A_t} + \varepsilon_t \quad (12)$$

Siendo:

- ACC_t , los devengos al final del período t, calculados como la diferencia entre el resultado y la caja generada por las operaciones.
- CFO_{A_t} , el flujo de caja generado por las operaciones en el año t, dividido por el activo total (en este caso, del año t).
- $\Delta VTAS_{A_t}$, la variación en las ventas entre el año t-1 y el t, dividido por el activo total.
- $INMOV_{A_t}$, el inmovilizado material en el año t, dividido por el activo total.

De esta forma, mayores (menores) valores de AQ indicarán una mayor (menor) calidad.

4.3.4 Conservadurismo

Como hemos comentado anteriormente, decimos que existe conservadurismo cuando el resultado del ejercicio refleja las malas noticias con mayor prontitud que las buenas noticias. Esta asimetría en el reconocimiento conlleva diferencias sistemáticas entre períodos de buenas y malas noticias, lo que hace que el resultado contable responda de forma más rápida a las malas noticias que a las buenas.

Para analizar la existencia de buenas y malas noticias en el período que se esté analizando, Basu (1997) propone el siguiente modelo:

$$\Delta RES_t = \beta_0 + \beta_1 \cdot D_{t-1} + \beta_2 \cdot \Delta RES_{t-1} + \beta_3 \cdot D_{t-1} \cdot \Delta RES_{t-1} + \varepsilon_t \quad (13)$$

En el que:

- ΔRES_t , es la variación del resultado después de impuestos entre el año t-1 y el año t, dividido entre el activo total a principio de año (o final de t-1).
- ΔRES_{t-1} , es la variación del resultado después de impuestos entre el año t-2 y el año t-1, dividido entre el activo total a principio de t-1 (o final de t-2).
- D_{t-1} , es una variable dicotómica que toma el valor de 1 si la variación del resultado del año anterior (entre t-2 y t-1), es decir, ΔRES_{t-1} , es negativa y el valor de 0 si esta diferencia es positiva (o nula).

Así, un reconocimiento inoportuno de los ingresos o las ganancias, es decir, retrasando su registro hasta el momento en que se produce la entrada de caja, hace que dichos ingresos se reconozcan como componentes “persistentes” positivos del ingreso contable que tienden a no revertir. Esto implica que β_2 debería estar próximo a 0. Alternativamente, un reconocimiento adecuado (cuando toca) de los ingresos implica que los estamos reconociendo como aumentos “transitorios” en los componentes de ingreso que sí tienden a revertir, implicando que β_2 debería ser negativo. De la misma forma, el reconocimiento adecuado (en el momento en que ocurren) de las pérdidas o gastos implica que éstos se reconocen como “disminuciones de ingresos” transitorias y, por tanto, revertidas, lo que implicaría que $\beta_2 + \beta_3 < 0$. La hipótesis de que las pérdidas se reconocen cuando se conocen, es decir, antes que los ingresos, implicará que $\beta_3 < 0$. Este será, pues, el coeficiente que medirá el grado de conservadurismo. Es de esperar, pues, que éste sea negativo y significativo (lo cual indicaría que las empresas son más conservadoras).

Fijémonos que, el hecho de la que variable independiente sea la variación en el resultado tiene dos ventajas fundamentales: (1) proporciona una medida aparentemente correcta para identificar componentes transitorios de los ingresos; y (2) el coeficiente

incremental β_3 es menos probable que se vea afectado por sesgos de supervivencia²³ en el cambio de especificación, pues las frecuencias de supervivencia es probable que sean más parecidas en muestras con variaciones de resultados negativas y positivas que en muestras con niveles de resultados negativos y positivos (es decir, las empresas que “permanentemente” tienen resultados negativos tiene menos probabilidades de sobrevivir que aquellas empresas rentables que, en un momento determinado, presentan pérdidas). La no-linealidad es debida a que los ingresos contables son una mezcla de dos procesos: una especie de “media móvil” de las ganancias presentes y pasada, y una incorporación de pérdidas más transitoria y menos alisada (Ball y Shivakumar, 2004).

Conviene mencionar en este punto que, además del modelo expuesto en la ecuación 14, Basu propuso otros modelos para el análisis del conservadurismo en las empresas, como el que se expresa en la ecuación 15, basado en la rentabilidad del mercado. Dado que los precios incorporan toda la información que llega del mercado (de fuentes que van más allá de los datos meramente contables), los cambios que se produzcan en estos precios durante un determinado período serán una buena medida de que las buenas noticias están llegando al mercado. Teniendo en cuenta que el resultado incorpora las malas noticias mucho antes que las buenas, Basu predice que habrá una asociación mayor entre resultado y rentabilidad de mercado cuando esa rentabilidad sea negativa (este es su indicador de malas noticias) que cuando dicha rentabilidad sea positiva (su indicador de buenas noticias). Este es el modelo:

$$X_t = \beta_0 + \beta_1 \cdot D_t + \beta_2 \cdot RET_t + \beta_3 \cdot D_t \cdot RET_t + \varepsilon_t \quad (14)$$

²³ Un sesgo de supervivencia (en inglés, *survivorship bias* o *survival bias*) es un error de percepción basado en tener en cuenta los resultados obtenidos al pasar por un proceso, pero ignorando aquellos que no lo superaron. Un ejemplo habitual es el del ejército inglés, que en la segunda guerra mundial rediseñaba aviones basándose en los lugares de impacto de aquellos que volvían a la base tras un bombardeo. Allí donde había impactos de metralla, reforzaban el fuselaje, pero tardaron tiempo en darse cuenta de que si había aviones que no volvían, probablemente sería por recibir impactos fatales en zonas diferentes a las que ellos sobreprotegían. En el mundo de los negocios nos encontramos con ejemplos parecidos (como es el caso de investigaciones de mercado que se realizan únicamente sobre los clientes actuales y que no incluyen a aquellos que decidieron no comprar o contratar).

En el que:

- X_t , es el beneficio por acción dividido por el precio de la misma al principio del ejercicio.
- RET_t , es la rentabilidad de mercado en el año t.
- D_t , es una variable dicotómica que toma el valor de 1 si hay malas noticias (cuando la rentabilidad de mercado es negativa) y 0 si hay buenas noticias (rentabilidad positiva).

Según este modelo, dado que el coeficiente β_3 mide la “velocidad” del reconocimiento asimétrico de las malas noticias en el resultado (es decir, el nivel de conservadurismo), es de esperar que éste sea positivo y significativo.

Sin embargo, algunos autores han mostrado cierto recelo a usar el modelo anterior para medir esta asimetría en el reconocimiento temporal del resultado. En particular, Dietrich et al. (2007) demuestran que dividir una regresión con uno de los regresores puede producir importantes sesgos en los resultados. Igualmente, también afirman que las implicaciones de la regresión de Basu pueden introducir sesgos debido al hecho de que el resultado pueda influir, en cierto modo, la rentabilidad del mercado.

En nuestro caso, además, este modelo sólo podríamos utilizarlo para aquellas empresas que cotizan en bolsa, pero no para las que no lo hacen, pues no existe para ellas ninguna medida de la rentabilidad del mercado.

Así, con la ecuación 14, podremos medir si las empresas (cotizadas y no cotizadas) son más o menos conservadoras en el reconocimiento de pérdidas y ganancias. Para determinar qué ocurre específicamente en las empresas familiares, añadiremos al modelo anterior de Basu la variable FAM y su interacción con el resto de variables. El modelo que utilizaremos para ver si las empresas familiares son más o menos conservadoras, será:

$$\Delta RES_t = \beta_0 + \beta_1 \cdot D_{t-1} + \beta_2 \cdot \Delta RES_{t-1} + \beta_3 \cdot D_{t-1} \cdot \Delta RES_{t-1} + \beta_4 \cdot FAM_t + \beta_5 \cdot FAM_t \cdot D_{t-1} + \beta_6 \cdot \Delta RES_{t-1} \cdot FAM_t + \beta_7 \cdot \Delta RES_{t-1} \cdot FAM_t \cdot D_{t-1} + \varepsilon_t \quad (15)$$

Así, para determinar si las empresas familiares son más o menos conservadoras, deberemos fijarnos en el coeficiente β_7 . Un valor de β_7 mayor que 0 indicará que las empresas familiares son más conservadoras.

4.4 Descripción del modelo empírico y las variables a utilizar

4.4.1 Modelo empírico para la determinación de la manipulación del resultado

Tal y como se ha visto, la medida de la calidad de la información contable la obtendremos, en primer lugar, a partir de la medida de manipulación del resultado, ya sea cosmética/contable o real. En ambos casos, la manipulación del resultado será, pues, la variable dependiente de nuestro modelo (MAN_RES_t), como medida inversa de la calidad contable.

Igualmente y para poder contrastar las hipótesis planteadas en el apartado 3.3 introduciremos las siguientes variables independientes:

- *FAM*: Variable dicotómica para determinar si la empresa es familiar o no familiar. Como hemos explicado, dicha variable la hemos obtenido aplicando los criterios descritos anteriormente acerca de la base de datos SABI, inspeccionando manualmente los apellidos de las personas que ocupan los diferentes cargos en la empresa (accionistas, administradores, etc.) y comparando dichos resultados con algún listado existente de empresas familiares.
- *DIR*: Variable dicotómica que tomará el valor de 1 si algún miembro del accionariado ocupa un puesto directivo (de gobierno). Igual que en el caso anterior, dicha información se ha obtenido mediante inspección visual de los apellidos.
- *AUDIT*: Variable dicotómica para determinar si las cuentas de la empresa están auditadas por una de las “Big 4” auditoras presentes en España o no. Aunque algunos estudios publicados en los últimos años parecen indicar que existe una relación clara entre auditoría y calidad del resultado (mayor calidad cuando las empresas están auditadas por una de las grandes), no ocurre así en todos los casos analizados. Sin ir más lejos, Martínez y Navarro (2004), no encuentran evidencia de que la calidad del auditor disminuya la manipulación (contable) del resultado. En esta línea, algunos de los ejemplos citados al inicio de la memoria acerca de escándalos que han tenido

lugar recientemente hacían referencia a empresas cuyas cuentas habían sido auditadas por alguna de las grandes.

Además, siguiendo la mayoría de trabajos publicados en este campo, utilizaremos las siguientes variables de control:

- *SIZE (Tamaño de la empresa)*: según muchos autores, podría guardar relación con características operativas que expliquen que en compañías de mayor dimensión los ajustes por devengo sean sistemáticamente más reducidos (Reynolds y Francios, 2001) o que el fraude contable sea menos probable en compañías de mayor tamaño (Beasley et al., 1999). Se puede representar mediante el activo total o las ventas. En nuestro caso utilizaremos logaritmo del activo total.
- *LEV (como medida de endeudamiento)*: se podría asumir que las compañías financiadas principalmente con recursos ajenos tendrían más incentivos para manipular resultados, con el objetivo de exhibir una mayor capacidad de generar recursos (DeFond y Jiambalvo, 1994). Se obtendrá como el cociente entre la deuda total y el activo total.
- *ROA (como medida de la rentabilidad Económica)*: que podría indicar que una mayor rentabilidad generaría menos prácticas de manipulación de resultados (Kothari et al., 2005), medida a través de la relación entre el resultado antes de intereses e impuestos y el activo total.
- *EDAD*: es el logaritmo de la edad de la empresa (calculada en 2013 a partir del año de constitución).
- *GROWTH*: es el crecimiento que ha presentado anualmente la empresa, calculado como la variación porcentual de las ventas. Es decir, la variación de las ventas entre el año t y el año $t-1$ dividido entre las ventas del año t .
- *LOSS*: es una variable dicotómica que indica si la empresa ha tenido pérdidas en el año en cuestión (cuando el resultado después de impuestos es negativo).

Para poder analizar la influencia de las variables anteriores en la manipulación del resultado, se estimará, por el método de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO), el siguiente modelo:

$$MAN_RES_t = \alpha_0 + \alpha_1 FAM_t + \alpha_2 DIR_t + \alpha_3 AUDIT_t + \beta_1 ROA_t + \beta_2 LEV_t + \beta_3 SIZE_t + \beta_4 EDAD_t + \beta_5 GROWTH_t + \beta_6 LOSS_t + \varepsilon_t \quad (16)$$

Dicho modelo lo aplicaremos utilizando como variable dependiente, en primer lugar, los ajustes por devengo discrecionales obtenidos de la regresión del modelo de Jones (variable a la que llamaremos MAN_CONT) y, en segundo lugar, a partir de la manipulación real obtenida según el modelo de Roychowdhury (variable a la que llamaremos MAN_REAL). Así, pues, las dos ecuaciones a utilizar, serán:

$$MAN_CONT_t = \alpha_0 + \alpha_1 FAM_t + \alpha_2 DIR_t + \alpha_3 AUDIT_t + \beta_1 ROA_t + \beta_2 LEV_t + \beta_3 SIZE_t + \beta_4 EDAD_t + \beta_5 GROWTH_t + \beta_6 LOSS_t + \varepsilon_t \quad (17)$$

$$MAN_REAL_t = \alpha_0 + \alpha_1 FAM_t + \alpha_2 DIR_t + \alpha_3 AUDIT_t + \beta_1 ROA_t + \beta_2 LEV_t + \beta_3 SIZE_t + \beta_4 EDAD_t + \beta_5 GROWTH_t + \beta_6 LOSS_t + \varepsilon_t \quad (18)$$

El análisis separará aquellas empresas cotizadas de aquellas que no cotizan, para así poder contrastar las hipótesis planteadas en el apartado 3.3.

4.4.2 Determinación de las medidas alternativas de calidad

4.4.2.1 Calidad de los devengos

Partiremos, como ya hemos avanzado, del modelo de Dechow y Dichev (modificado posteriormente por McNichols, 2002) para determinar la calidad de los devengos (ACC_t), expresado en la ecuación (13). Así, la medida de calidad (AQ, *accruals quality*) resultará de multiplicar por -1 la desviación estándar de sus residuos.

Para ver en qué casos y bajo qué condiciones las empresas producen resultado de mayor o menor calidad, correremos el modelo principal expuesto en la ecuación (17) utilizando

como variable dependiente AQ, tanto en la muestra de empresas cotizadas como en la de no cotizadas:

$$AQ_t = \alpha_0 + \alpha_1 FAM_t + \alpha_2 DIR_t + \alpha_3 AUDIT_t + \beta_1 ROA_t + \beta_2 LEV_t + \beta_3 SIZE_t + \beta_4 EDAD_t + \beta_5 GROWTH_t + \beta_6 LOSS_t + \varepsilon_t \quad (19)$$

Como ya hemos avanzado, los resultados esperados deberían ser los contrarios a los obtenidos con el modelo de Jones de manipulación contable del resultado, al tratarse de medidas opuestas.

4.4.2.2 Conservadurismo

Para medir esta métrica alternativa de calidad, como hemos avanzado, utilizaremos el modelo de Basu (1997) que permite determinar esta medida tanto para empresas cotizadas como no cotizadas. Dicho modelo es el que se puede expresar de acuerdo con la ecuación (14).

Para analizar el impacto del conservadurismo en las empresas familiares y no familiares (en las muestras de empresas cotizadas y no cotizadas), añadiremos a este modelo las interacciones con la variable FAM:

$$AQ_t = \alpha_0 + \alpha_1 FAM_t + \alpha_2 DIR_t + \alpha_3 AUDIT_t + \beta_1 ROA_t + \beta_2 LEV_t + \beta_3 SIZE_t + \beta_4 EDAD_t + \beta_5 GROWTH_t + \beta_6 LOSS_t + \varepsilon_t \quad (20)$$

4.4.3 Cálculo de la CGO

Cómo hemos comentado anteriormente, una de las principales dificultades de nuestra muestra de empresas es la de no disponer de información acerca de la tesorería generada por las operaciones (CGO: caja generada –o consumida– por las operaciones) durante los años 2003 a 2007. Esta información sólo está disponible a partir del año 2008, fecha en que entró en vigor el “nuevo” PGC y, con él, la obligatoriedad para la

mayoría empresas (las que no utilizan el PGC abreviado) de presentar el Estado de Flujos de Efectivo (EFE), que detalla los cambios en la tesorería en función de si estos provienen de las operaciones, de las actividades de inversión o de las actividades de financiación.

Precisamente el PGC de 2007 nos muestra claramente cómo obtener la CGO a partir del resultado del ejercicio, a través de un procedimiento indirecto que muchos autores aproximan de acuerdo con la siguiente expresión:

$$CGO = Resultado + Amortizaciones - \Delta \text{Activo Corriente "Operativo"} + \Delta \text{Pasivo Corriente "Operativo"} \quad (21)$$

En donde,

- *CGO* es la caja generada por las operaciones.
- *Resultado* es el resultado del ejercicio.
- *Amortizaciones* son las amortizaciones reconocidas en el período.
- *Δ Activo Corriente "Operativo"* se puede simplificar como *Δ Clientes + Δ Existencias*.
- *Δ Pasivo Corriente "Operativo"* se puede simplificar como *Δ Proveedores*.

En efecto, la expresión anterior constituye una buena aproximación a la caja consumida por las operaciones a partir del resultado del ejercicio. Sin embargo, no deja de ser una simplificación de la ecuación que fija el PGC (Figura 10):

1. Resultado del Ejercicio antes de Impuestos

2. Ajustes del Resultado

- a) Amortización del inmovilizado
- b) Correcciones valorativas por deterioro
- c) Variación de provisiones
- d) Imputación de subvenciones
- e) Resultados por bajas y enajenaciones de inmovilizados
- f) Resultados por bajas y enajenaciones de instrumentos financieros
- g) Ingresos financieros
- h) Gastos financieros
- i) Diferencias de cambio
- j) Variación de valor razonable en instrumentos financieros
- k) Otros ingresos y gastos

3. Cambios en el capital corriente

- a) Existencias
- b) Deudores y otras cuentas a cobrar
- c) Otros activos corrientes
- d) Acreedores y otras cuentas a pagar
- e) Otros pasivos corrientes
- f) Otros activos y pasivos no corrientes

4. Otros flujos de efectivo de actividades de explotación

- a) Pagos de intereses
- b) Cobros de dividendos
- c) Cobros de intereses
- d) Cobros (pagos) por impuesto sobre beneficios
- e) Otros pagos (cobros)

5. Flujos de efectivo de las actividades de explotación (1) + (2) + (3) + (4) + (5)

Figura 10. Cálculo de la Caja Generada por las Operaciones de acuerdo con el PGC 2007

No obstante, aplicar al pie de la letra esta “fórmula” a la muestra de empresas comprendida entre los años 2003 y 2007 no es tan sencillo por dos motivos principales:

- Porque las diferentes cuentas a las que hace referencia no se encuentran exactamente igual en el PGC de 1990: algunas han desaparecido, otras se han transformado y también han aparecido nuevas. Por ejemplo, con el PGC de 2007

desaparecieron las cuentas de ingresos y gastos extraordinarios, que ahora se incluyen en los ordinarios.

- No está disponible el 100% de la información en la base de datos SABI (ni en ninguna otra base de datos, simplemente por el hecho de que muchas empresas no informan de sus cuentas con tanto detalle), aunque sí es posible obtener una muy buena aproximación.

Para tratar de encontrar una “fórmula” que se aproxime al cálculo de la CGO a partir de los datos del PGC de 1990, hemos partido de la definición de CGO propuesta por el EFE (PGC de 2007) e intentado replicarla con los datos disponibles del PGC de 1990. El cuadro del Anexo 1 muestra cómo obtenerla. Resumiendo lo que reproduce este anexo, obtenemos la siguiente “fórmula”:

$$\begin{aligned} CGO = & \textit{Resultado de las actividades ordinarias} + \textit{Ingresos extraordinarios} - \textit{Gastos} \\ & \textit{extraordinarios} + \textit{Amortización del inmovilizado} + \textit{Diferencias de cambio} + \textit{Variación} \\ & \textit{del valor razonable de instrumentos financieros} - \Delta \textit{Accionistas por desembolsos} \\ & \textit{exigidos} - \Delta \textit{Existencias} - \Delta \textit{Deudores} - \Delta \textit{Ajustes por periodificación} + \Delta \textit{Acreedores} \\ & \textit{comerciales} + \Delta \textit{Otras deudas no comerciales} + \Delta \textit{Ajustes por periodificación} + \\ & \Delta \textit{Provisiones para riesgos y gastos} + \Delta \textit{Ingresos a distribuir en varios ejercicios.} \end{aligned} \quad (22)$$

Para poder comprobar que esta fórmula “funciona”, debemos comparar el resultado que obtenemos al aplicarla con el valor “directo” (real) de la CGO que obtenemos del PGC nuevo. Es decir, debemos calcular, mediante la fórmula anterior, la CGO de los años en los que aplica el PGC nuevo. El problema que nos encontramos en este proceso es que, de nuevo, las cuentas de uno y otro plan no coinciden: los datos que requiere la “fórmula” (Ec. 22) no los podemos encontrar directamente en el PGC de 2007 para obtener así la CGO (calculada) y compararla con la CGO real.

Para ello, y dado que la mayor dificultad es encontrar en el PGC de 2007 el resultado de las actividades ordinarias, hemos procedido en primer lugar a comparar una a una las cuentas que forman la cuenta de resultados de los dos planes contables, en un intento de buscar las equivalencias. El Anexo 2 muestra el proceso llevado a cabo y la aplicación

numérica con datos reales de la empresa Mercadona (de hecho, Inmo Alameda, S.L.), para comprobar que se obtiene un resultado similar. En segundo lugar, hemos identificado las cuentas necesarias para calcular la CGO con datos del PGC de 2007 y así poder comprobar la CGO calculada con la real. El Anexo 3 muestra el cálculo de la CGO para la empresa Mercadona para los años 2008, 2009 y 2010 y la comparativa con los valores reales obtenidos directamente del Estado de Flujos de Efectivo del PGC nuevo.

A pesar de que la coincidencia de los resultados para esta empresa es prácticamente total, cabe mencionar que, seguramente, no ocurrirá lo mismo con la totalidad de las empresas de la muestra. El motivo es que, como hemos avanzado anteriormente, muchas empresas no aportan información de todas sus cuentas y, por lo tanto, no es posible obtener un cálculo tan preciso. Igualmente, hay alguna cuenta (de menor importancia, pero que puede ser grande en función del tipo de empresa, sector, etc.), de la que no hemos podido encontrar la equivalencia exacta y, seguramente, la fórmula utilizada podría dejarla fuera del cálculo.

Para asegurarnos de la validez de esta fórmula, procedemos a aplicarla a todas las observaciones de la muestra entre los años 2008 y 2011 (años de PGC nuevo) y a analizar la correlación que existe entre estos valores y los reales obtenidos directamente del EFE. Estos son los resultados de las correlaciones (de Pearson y de Spearman)²⁴:

Pearson CGO (calculada) vs. CGO (real) = 0.9296

Spearman CGO (calculada) vs. CGO (real) = 0.8051

A la vista de los resultados anteriores podemos concluir que los datos de la CGO reales y los estimados con la fórmula están muy correlacionados. Damos pues la fórmula por válida.

²⁴ Tanto para el cálculo de estas correlaciones como para el análisis que se incluye en los apartados siguientes se ha utilizado, principalmente, el paquete estadístico STATA (su versión 11) y Microsoft Excel.

5 Resultados

5.1 Estadísticos descriptivos

Las tablas 3 y 4 siguientes describen el número de observaciones de ambas muestras: la de empresas cotizadas (formada por 90 empresas diferentes) y la de empresas no cotizadas (formada por 759 empresas diferentes), así como el porcentaje de empresas familiares que contienen, las que tiene un CEO perteneciente a la familia y aquellas que está auditadas por una de las cuatro principales auditoras presentes en España.

Tabla 3
Análisis de las variables principales en la muestra de empresas cotizadas

	N	FAM	DIR	AUDIT
2003	89	43%	39%	87%
2004	86	43%	38%	87%
2005	84	43%	39%	87%
2006	84	43%	39%	87%
2007	86	44%	39%	85%
2008	86	43%	38%	86%
2009	87	44%	37%	87%
2010	88	44%	38%	86%
2011	88	42%	38%	86%
Total	778	43%	38%	87%

Notas: Análisis de las tres principales variables de la muestra de empresas cotizadas. N es el número de observaciones comprendidas entre los años 2003 y 2011. FAM es una variable dicotómica que determina si la empresa es familiar (1) o no familiar (0). DIR es otra variable dicotómica que toma el valor de 1 si algún miembro del accionariado ocupa un puesto directivo y 0 en caso contrario. AUDIT es una variable dicotómica para determinar si las cuentas de la empresa están auditadas por una de las cuatro mayores auditoras presentes en España (1) o no (0). Las columnas FAM y AUDIT indican el porcentaje de empresas familiares y el porcentaje de empresas cotizadas, respectivamente sobre el total de la muestra, para cada año. La columna DIR indica el % sobre las empresas familiares.

Tabla 4
Análisis de las variables principales en la muestra de empresas no cotizadas

	N	%FAM	%DIR	%AUDIT
2003	759	47%	67%	62%
2004	692	47%	66%	61%
2005	623	48%	67%	61%
2006	594	49%	67%	60%
2007	549	49%	66%	59%
2008	494	50%	68%	60%
2009	500	49%	66%	61%
2010	499	49%	66%	61%
2011	424	53%	67%	60%
Total	5134	49%	67%	61%

Notas: Análisis de las tres principales variables de la muestra de empresas no cotizadas. La descripción de cada una de ellas es similar a la de la tabla 3.

Tal y como se puede observar, las empresas familiares constituyen casi la mitad de las empresas presentes en ambas muestras, aunque la presencia de este tipo de empresas es algo menor en las cotizadas (un 43% respecto al total) que en las no cotizadas (un 49%). Las proporciones se han mantenido más o menos constantes a lo largo de los años, indicando que el aumento o disminución de la población de empresas en España ha afectado de la misma forma a ambos tipos de empresas.

Donde sí encontramos una diferencia significativa entre ambos tipos de empresas (de ahí una razón más para analizarlas por separado) es en las variables DIR y AUDIT. En cuanto a la primera de ellas, observamos que las empresas familiares no cotizadas son las más propensas a ofrecer la dirección general a un miembro de la familia (de media, en un 67% de los casos), mientras que las familiares cotizadas prefieren incorporar un CEO externo (de media, en un 38% de los casos, casi la mitad que en las no cotizadas).

De la misma forma, como seguramente era de esperar, las empresas cotizadas son las que más tienden a contratar una de las cuatro grandes auditoras presentes en España (Acenture, Deloitte, Ernst & Young o KPMG): un 87% (de media) de las empresas españolas cotizadas contratan a una de estas cuatro grandes auditoras mientras que poco más del 60% de las no cotizadas lo hacen. Curiosamente, si calculamos la

proporción de empresas familiares que contratan a una de estas cuatro auditoras²⁵, observamos que ésta es de un 43% en empresas no cotizadas frente a un 82% en empresas cotizadas.

Por otro lado, las tablas 5 y 6 siguientes muestran los estadísticos descriptivos de las variables más importantes de la investigación, incluidas las tres anteriores (cuyas medias, obviamente, coinciden). Dado que ambas muestras incluyen datos consolidados exclusivamente, el tamaño de las empresas de la muestra completa es significativo. De ahí que no haya grandes diferencias entre los valores medios de las variables de control (ROA, LEV, SIZE, EDAD GROWH y LOSS), si bien parece que las cotizadas son algo más grandes en términos de activo total (SIZE es mayor), así como algo más longevas (EDAD es algo mayor). El resto de variables son muy parecidas.

Ambas tablas incluyen también información de la variable CONTROL que, como se verá más adelante, permitirá analizar el efecto del control o de la participación de la propiedad en el accionariado de la empresa. Con ella analizaremos el impacto de la concentración de la propiedad (en la familia) en la calidad del resultado. CONTROL es una variable tricotómica que toma el valor de 0 cuando el propietario mayoritario principal posee menos del 25% de la propiedad, el valor de 0.5 cuando posee entre el 25% y el 50%, y el valor de 1 cuando posee más del 50%.

²⁵ Este cálculo no aparece reflejado en las tablas.

Tabla 5
Estadísticos descriptivos de las variables principales (empresas cotizadas)

	Media	Dsv. Est.	p25	p50	p75	N
FAM	0.43	0.50	0.00	0.00	1.00	778
DIR	0.17	0.37	0.00	0.00	0.00	778
AUDIT	0.87	0.34	1.00	1.00	1.00	778
ROA	0.05	0.10	0.01	0.04	0.08	778
LEV	0.62	0.21	0.51	0.65	0.77	778
SIZE	6.04	0.83	5.44	6.00	6.54	778
EDAD	1.68	0.24	1.45	1.69	1.87	778
GROWTH	0.15	1.05	-0.03	0.06	0.17	778
LOSS	0.15	0.36	0.00	0.00	0.00	778
CONTROL	0.72	0.34	0.50	1.00	1.00	778

Notas: Estadísticos descriptivos de las variables principales y de control del modelo, para la muestra de empresas cotizadas. FAM es una variable dicotómica que determina si la empresa es familiar (1) o no familiar (0). DIR es otra variable dicotómica que toma el valor de 1 si algún miembro del accionariado ocupa un puesto directivo y 0 en caso contrario. AUDIT es una variable dicotómica para determinar si las cuentas de la empresa están auditadas por una de las cuatro mayores auditoras presentes en España (1) o no (0). ROA mide la rentabilidad económica de la empresa, a través de la relación entre el resultado antes de intereses e impuestos y el activo total. LEV es nuestra medida de endeudamiento, calculado como el cociente entre la deuda total y el activo total. SIZE es el tamaño de la empresa, definido como el logaritmo del activo total. EDAD es el logaritmo de la edad de la empresa (calculada en 2013 a partir del año de constitución). GROWTH es el crecimiento que ha presentado anualmente la empresa, calculado como la variación porcentual de las ventas. LOSS es una variable dicotómica que indica si la empresa ha tenido pérdidas en el año en curso (1) o no (0). CONTROL es una variable tricotómica que toma el valor de 0 cuando el propietario mayoritario posee menos del 25% de la propiedad, el valor de 0.5 cuando posee entre el 25% y el 50%, y el valor de 1 cuando posee más del 50%.

Tabla 6
Estadísticos descriptivos de las variables principales (empresas no cotizadas)

	Media	Dsv. Est.	p25	p50	p75	N
FAM	0.49	0.50	0.00	0.00	1.00	5134
DIR	0.33	0.47	0.00	0.00	1.00	5134
AUDIT	0.61	0.49	0.00	1.00	1.00	5134
ROA	0.05	0.09	0.01	0.04	0.08	5134
LEV	0.59	0.21	0.45	0.60	0.74	5134
SIZE	5.15	0.61	4.70	5.07	5.52	5134
EDAD	1.50	0.23	1.34	1.51	1.66	5134
GROWTH	0.11	1.42	-0.05	0.05	0.14	5134
LOSS	0.16	0.37	0.00	0.00	0.00	5134
CONTROL	0.89	0.23	1.00	1.00	1.00	5134

Notas: Estadísticos descriptivos de las variables principales y de control del modelo para la muestra de empresas no cotizadas. La descripción de cada una de ellas es similar a la de la tabla 5.

Las tablas 7 y 8 muestran las correlaciones de Pearson entre todas las variables anteriores:

Tabla 7

Correlaciones de Pearson entre las variables principales del estudio (empresas cotizadas)

	FAM	DIR	AUDIT	ROA	LEV	SIZE	EDAD	GROWTH	LOSS	CONTROL	FAMCONTROL
FAM	10000										
DIR	0.4659	10000									
AUDIT	-0.0549	-0.2048	10000								
ROA	0.0345	-0.0162	0.1010	10000							
LEV	0.1335	0.2159	0.1796	-0.2089	10000						
SIZE	0.0721	0.1067	0.3211	0.0411	0.5466	10000					
EDAD	-0.0108	0.1542	0.2044	0.0157	0.1563	0.3021	10000				
GROWTH	-0.0255	-0.0364	0.0144	-0.0201	0.0887	0.0226	-0.0082	10000			
LOSS	-0.0521	-0.1013	-0.0143	-0.4675	0.1754	-0.1221	-0.1232	0.1098	10000		
CONTROL	0.1556	0.2307	0.0552	0.2353	-0.0240	0.1361	-0.0194	-0.0591	-0.3035	1.0000	

Tabla 8

Correlaciones de Pearson entre las variables principales del estudio (empresas no cotizadas)

	FAM	DIR	AUDIT	ROA	LEV	SIZE	EDAD	GROWTH	LOSS	CONTROL	FAMCONTROL
FAM	1.0000										
DIR	0.7261	1.0000									
AUDIT	-0.3827	-0.3434	1.0000								
ROA	-0.0868	-0.0639	-0.0354	1.0000							
LEV	-0.0475	-0.0556	0.0994	-0.3550	1.0000						
SIZE	-0.0355	-0.0608	0.2458	-0.0510	0.1642	1.0000					
EDAD	0.0138	-0.0046	-0.0548	0.0925	-0.1737	0.0801	1.0000				
GROWTH	-0.0210	-0.0161	0.0125	0.0268	0.0173	0.0762	-0.0052	1.0000			
LOSS	-0.0504	-0.0453	0.0971	-0.5352	0.2541	-0.0290	-0.1030	-0.0387	1.0000		
CONTROL	-0.0373	0.0146	0.0435	-0.0115	0.0229	-0.0628	0.0086	-0.0018	0.0192	1.0000	

5.2 Análisis de la manipulación del resultado

5.2.1 Análisis de la manipulación contable del resultado

La tabla 9 muestra los resultados de las regresiones²⁶ de nuestro modelo (Ec. 17) tomando como variable dependiente el grado de manipulación del resultado, obtenido a través del valor absoluto de los residuos del modelo de Jones (Ec. 6).

²⁶ Todas las regresiones llevadas a cabo en este trabajo están controladas por efectos temporales. La significación de los coeficientes se basa en errores estándar ajustados por heteroscedasticidad entre empresas y correlación en serie agrupados a nivel de empresa (Petersen, M.A., 2009). Los valores del coeficiente de determinación múltiple, R^2 ajustado, están en línea con la totalidad de trabajos publicados en este campo.

Tabla 9
Regresiones del modelo en empresas cotizadas y no cotizadas,
utilizando como variable dependiente la medida de manipulación contable del resultado

	Empresas Cotizadas		Empresas No Cotizadas	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	MAN_CONT	MAN_CONT	MAN_CONT	MAN_CONT
FAM	0.035** [2.18]	0.068*** [3.37]	-0.010** [-2.49]	0.033** [2.48]
DIR	-0.042* [-1.87]	-0.025 [-1.09]	-0.003 [-0.70]	-0.003 [-0.59]
AUDIT	-0.033 [-1.10]	0.014 [0.83]	0.000 [0.14]	0.001 [0.13]
ROA	-0.068 [-0.52]	0.021 [0.18]	0.038* [1.73]	0.028 [1.10]
LEV	0.114*** [3.77]	0.167*** [4.36]	0.057*** [7.40]	0.066*** [6.94]
SIZE	0.008 [0.83]	-0.008 [-0.96]	-0.008*** [-3.40]	-0.011*** [-3.84]
EDAD	0.000 [0.02]	0.014 [0.36]	-0.002 [-0.28]	0.004 [0.41]
GROWTH	-0.003 [-1.61]	-0.003** [-2.68]	0.010*** [5.42]	0.012*** [16.42]
LOSS	-0.008 [-0.54]	-0.017 [-1.04]	0.005 [1.18]	-0.001 [-0.28]
FAMCONTROL		-0.068* [-1.87]		-0.051*** [-3.55]
CONTROL		0.010 [0.62]		0.026** [2.55]
Constante	-0.042 [-1.05]	-0.049 [-0.97]	0.079*** [4.90]	0.063*** [2.74]
Test FAM+FAMCONTROL = 0		0.990		0.001
adj. R-sq	0.087	0.098	0.062	0.075
N	774	367	5126	3540

Notas: Estimación del modelo mediante mínimos cuadrados ordinarios, incluyendo los años como efectos fijos. MAN_CONT es el valor absoluto de los residuos del modelo de Jones (Ec. 6). FAM es una variable dicotómica que determina si la empresa es familiar (1) o no familiar (0). DIR es otra variable dicotómica que toma el valor de 1 si algún miembro del accionariado ocupa un puesto directivo y 0 en caso contrario. AUDIT es una variable dicotómica para determinar si las cuentas de la empresa están auditadas por una de las cuatro mayores auditoras presentes en España (1) o no (0). ROA mide la rentabilidad económica de la empresa, a través de la relación entre el resultado antes de intereses e impuestos y el activo total. LEV es nuestra medida de endeudamiento, calculado como el cociente entre la deuda total y el activo total. SIZE es el tamaño de la empresa, definido como el logaritmo del activo total. EDAD es el logaritmo de la edad de la empresa (calculada en 2013 a partir del año de constitución). GROWTH es el crecimiento que ha presentado anualmente la empresa, calculado como la variación porcentual de las ventas. LOSS es una variable dicotómica que indica si la empresa ha tenido pérdidas en el año en curso (1) o no (0). CONTROL indica el nivel porcentaje de control del accionista

mayoritario último y toma el valor de 0 si este posee menos del 25% de la propiedad, 0,5 si posee entre el 25% y el 50%, y 1 si posee más del 50%. FAMCONTROL es el producto de las variables FAM y CONTROL. La muestra completa está compuesta por 778 observaciones empresa-año correspondientes a 90 empresas españolas cotizadas (con cuentas consolidadas) y a 5134 observaciones empresa-año correspondientes a 759 empresas no cotizadas (con cuentas consolidadas), entre los años 2003 y 2011.

Las regresiones están controladas por efectos temporales. Los estadísticos t, entre paréntesis, se basan en errores estándar ajustados por heterocedasticidad entre empresas y correlación en serie agrupados a nivel de empresa. *** indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, ** inferior al 5% y * inferior al 10%.

Tal y como se puede observar en la columna (1), el coeficiente que define la variable FAM es positivo y significativo (0.035), lo cual indica que las empresas familiares cotizadas llevarían a cabo mayores prácticas de manipulación contable de resultados que las consideradas no familiares, lo cual confirma la hipótesis H1 planteada anteriormente.

Como hemos avanzado en el planteamiento de la hipótesis anterior, este resultado no coincide con el que han obtenido otros autores al analizar la manipulación del resultado en empresas españolas cotizadas (por ejemplo, Bona et al., 2008). Dichos estudios, sin embargo, han definido la empresa familiar como aquella en la que el accionista mayoritario posee más de un determinado porcentaje de las acciones de la compañía (desde un 10 a un 25%, aproximadamente) o bien como aquella en la que el propietario último es un miembro de la familia (o una persona individual).

En relación a este último caso (empresas en las que el accionista último es familia o persona física), precisamente la base de datos SABI permite obtener un listado mediante un criterio de búsqueda de forma que la matriz global de la empresa cumpla el requisito anterior. Dado que este análisis resulta relativamente sencillo, hemos obtenido este listado en SABI y creado la variable FAMX para indicar aquellas empresas que cumplen el requisito anterior (las que se aproximarían a las que los trabajos citados anteriormente considerarían como empresas familiares). La tabla 10 muestra los resultados, para empresas cotizadas, de la regresión de nuestro modelo (Ec. 17) sustituyendo la variable FAM por esta nueva FAMX, de acuerdo con la ecuación siguiente:

$$MAN_CONT_t = \alpha_0 + \alpha_1 FAMX_t + \alpha_2 DIR_t + \alpha_3 AUDIT_t + \beta_1 ROA_t + \beta_2 LEV_t + \beta_3 SIZE_t + \beta_4 EDAD_t + \beta_5 GROWTH_t + \beta_6 LOSS_t + \varepsilon_t \quad (23)$$

Tabla 10

Regresiones del modelo en empresas cotizadas y no cotizadas (con la variable FAMX en lugar de FAM), utilizando como variable dependiente la medida de manipulación contable del resultado

	Empresas Cotizadas	Empresas No Cotizadas
	(1)	(2)
	MAN_CONT	MAN_CONT
FAMX	-0.021 [†]	-0.006 [†]
	[-1.23]	[-1.44]
DIR	-0.015	-0.010***
	[-0.96]	[-2.71]
AUDIT	0.014	0.001
	[1.05]	[0.33]
ROA	0.032	0.030
	[0.31]	[1.15]
LEV	0.170***	0.063***
	[4.13]	[6.62]
SIZE	-0.015	-0.011***
	[-1.52]	[-3.72]
EDAD	-0.004	0.003
	[-0.09]	[0.33]
GROWTH	-0.004***	0.012***
	[-3.66]	[16.22]
LOSS	-0.006	-0.000
	[-0.38]	[-0.10]
Constante	0.037	0.087***
	[0.68]	[3.99]
adj. R-sq	0.095	0.070
N	367	3540

Notas: Estimación del modelo mediante mínimos cuadrados ordinarios, incluyendo los años como efectos fijos. Las variables son las mismas que las de la Tabla 9 a diferencia de FAMX, que indica si la empresa es familiar o no en función de si el propietario último mayoritario (de acuerdo con SABI) es accionista físico o familia. La muestra completa está compuesta por 778 observaciones empresa-año correspondientes a 90 empresas españolas cotizadas (con cuentas consolidadas) y a 5134 observaciones empresa-año correspondientes a 759 empresas no cotizadas (con cuentas consolidadas), entre los años 2003 y 2011.

Las regresiones están controladas por efectos temporales. Los estadísticos t, entre paréntesis, se basan en errores estándar ajustados por heterocedasticidad entre empresas y correlación en serie agrupados a nivel de empresa. *** indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, ** inferior al 5% y * inferior al 10%.

[†]Significativo al 10% en un test de una cola.

Tal y como se puede observar, el coeficiente de esta variable (columna 1) es negativo y prácticamente significativo (de hecho, lo es en un test de una cola), lo cual es consistente con los resultados obtenidos en los trabajos mencionados. Sin embargo, estos resultados son contrarios a los que obtienen otros autores en países de naturaleza “similar” a España, en los que el entorno legal en cuanto a la protección del accionista minoritario es más débil (el caso de Alemania, Italia, países asiáticos, etc.), y que coinciden con los de este trabajo.

Esta aparente contradicción podría explicarse en la definición de empresa familiar empleada en cada trabajo. En efecto, si bien la concentración de la propiedad en manos de un accionista familiar (o del accionista mayoritario) parece una buena referencia para considerar una empresa familiar, puede no ser suficiente. Es el caso de empresas cuya propiedad está muy concentrada en un accionista importante, éste puede ser, por ejemplo, un fondo de inversión (o incluso un individuo que no tenga ningún lazo familiar con otros directivos o accionistas). Estos casos (habituales especialmente en empresas cotizadas), podrían dar lugar a considerar familiar una empresa que, en realidad, no lo es. De la misma forma, estos trabajos podrían considerar como empresa no familiar aquella en la que los accionistas sean varios hermanos, pero cada uno de ellos con una concentración baja (de hecho, este punto está muy relacionado con el anterior, en empresas cotizadas, en las que hay varios miembros de la misma familia cuya participación se ha “diluido” con el tiempo debido a la entrada de socios financieros).

Nuestra variable FAM, como también hemos avanzado anteriormente, no se ha obtenido siguiendo ningún criterio de concentración de propiedad o de control de los accionistas, sino analizando uno a uno sus apellidos, los de los consejeros, directivos, etc. (contrastado, eso sí, con otros listados obtenidos con criterios diferentes y similares a los de otros trabajos). Nos atrevemos a decir que nuestra variable FAM parece identificar mejor aquellas empresas que realmente son de carácter familiar de acuerdo con la definición de empresa familiar que hemos expuesto en el apartado 4.1.

No obstante, para introducir este efecto de control de la propiedad o participación de la propiedad en el accionariado de la empresa (y aproximarnos así al análisis llevado a cabo por otros trabajos), hemos creado la variable CONTROL. El objetivo de esta variable

es analizar el impacto de la concentración de la propiedad (en la familia) en el grado de manipulación del resultado contable. CONTROL es una variable tricotómica que toma el valor de 0 cuando el propietario mayoritario principal o último (en inglés, el *ultimate owner*) posee menos del 25% de la propiedad, el valor de 0.5 cuando posee entre el 25% y el 50%, y el valor de 1 cuando posee más del 50%²⁷. Así, la intersección de esta variable CONTROL con la variable dicotómica FAM (que indica aquellas empresas que son de naturaleza familiar), da lugar a una nueva variable (FAMCONTROL) que describe el grado de concentración de la propiedad en manos de la familia fundadora (asumiendo que el propietario último es miembro de la familia). Así, cuanto mayor sea el valor de FAMCONTROL, mayor será el porcentaje de participación en manos de la familia.

La columna 2 de la tabla 9 muestra los resultados de la regresión de nuestro modelo incluyendo las variables CONTROL y FAMCONTROL, para empresas cotizadas²⁸.

Como se puede observar y, en línea con los trabajos que han definido la empresa familiares con una variable similar a esta última, FAMCONTROL presenta un coeficiente negativo y significativo (-0,068), lo cual indicaría que las empresas familiares (cotizadas) llevan a cabo menores prácticas de manipulación contable del resultado.

Según todo lo anterior podemos concluir que, en general, las empresas familiares cotizadas llevan a cabo mayores prácticas de manipulación contable de resultados (hipótesis H1). Si añadimos a este análisis la variable CONTROL, vemos que las familiares con poco control en el accionariado no se diferenciarán tanto de las no familiares y, seguramente, se impondrá una visión mucho más cortoplacista que las tentará a manipular contablemente los resultados para ofrecer así una mejor imagen de la situación económica de la empresa. Sin embargo, si la empresa familiar tiene mucho

²⁷ Estos datos se pueden obtener directamente de SABI. Aunque es posible buscar datos más específicos sobre el porcentaje de control, no existen tales valores para muchas empresas, por lo que no es posible llevar a cabo un análisis más exhaustivo. Esta clasificación entre tres valores en función del grado de control es la que mejor nos permite llevar a cabo el análisis.

²⁸ La reducción en el tamaño de la muestra se debe a que, en muchos casos, SABI desconoce quiénes son los accionistas mayoritarios o cuál es su porcentaje de control.

control, seguramente no tendrá tanta presión para presentar mejores resultados a corto plazo y, por ello, se verá menos tentada a manipular contablemente el resultado.

Tal y como se observa en la columna 2 de la tabla 9, los coeficientes de FAM y FAMCONTROL son los mismos pero de signo opuesto, lo cual podría indicar que el efecto resultante de la suma de ambos también es cero. De hecho, si contrastamos esta hipótesis mediante un Test de Wald sobre la suma ($FAM+FAMCONTROL=0^{29}$), vemos que es muy probable que lo sea (en otras palabras, no podemos rechazar que sea distinto de cero), indicando que el efecto de ambas variables es nulo. Es decir, que si la familia tiene poco control (en el caso extremo, $FAMCONTROL=0$), FAM es positiva y significativa, lo cual indica que manipulan más. Si la familia tiene mucho control ($FAMCONTROL=1$), entonces ambos efectos se anulan de acuerdo con el test (lo que indicaría que las familiares y no familiares se comportarían igual, es decir, que no manipulan). Esto es consistente con los resultados obtenidos al “simular” los resultados obtenidos con otros estudios mediante la variable FAMX (tabla 10). Lo anterior nos lleva a afirmar que, si la familia tiene mucha concentración (mucho control), no les hace falta manipular el resultado puesto que ya logran su propósito sin tener que manipular.

En cualquier caso, nuestros resultados (que las empresas familiares cotizadas manipulan más desde el punto de vista contable), son consistentes con los de Setia-Atmaja et al. (2008), Tiscini (2008), Jaggi et al. (2009), Yang (2010) o Achleitner et al (2010), que afirman que en las empresas cotizadas se produce un efecto expropiador por parte de la familia fundadora del resto de accionistas minoritarios y que, por lo tanto, éstas suelen llevar a cabo mayores prácticas de manipulación contable de resultados. Como hemos dicho, esta teoría suele cumplirse principalmente en países con entornos legales débiles en cuanto a la protección de los accionistas minoritarios, como es el caso de España (los estudios mencionados anteriormente utilizan muestras de empresas cotizadas de países en los que se da esta situación: Australia, Italia, Hong

²⁹ Será nulo en el caso de que FAMCONTROL tome el valor de 1, es decir, cuando la familia posee más del 50% de la propiedad.

Kong, Taiwan y Alemania, respectivamente)³⁰. Como hemos avanzado, el objetivo principal de esta manipulación por parte de la familia podría ser conseguir una mejor percepción o un mejor posicionamiento de la propia empresa en el mercado (una mejor percepción por parte del resto de accionistas). Los trabajos que utilizan para sus análisis una variable similar a la FAMCONTROL nuestra y que obtienen un menor grado de manipulación en las empresas familiares (cotizadas), suelen encontrarse en países con entornos legales mucho más fuertes, como puede ser el caso de USA.

Las columnas 3 y 4 de la tabla 9 muestran también los resultados de las regresiones de nuestro modelo (Ec. 17) tomando como variable dependiente el grado de manipulación contable del resultado (en valor absoluto), en este caso para empresas no cotizadas.

Tal y como se puede observar en la columna 3, el resultado es el contrario al que hemos podido observar con el análisis de las empresas cotizadas: el coeficiente que define la variable FAM es negativo y significativo (-0.010), lo cual indica que las empresas familiares no cotizadas llevan a cabo menores prácticas de manipulación contable de resultados que las consideradas no familiares, lo cual confirma la segunda hipótesis (H2) planteada anteriormente. Esto es consistente con el deseo de la familia de buscar la continuidad de la empresa a largo plazo y aquí tiene mayor peso para hacerlo, debido al mayor porcentaje del accionariado que le pertenece (a diferencia de las cotizadas cuya propiedad es más difusa).

La columna 4 de la misma tabla muestra también los resultados de la regresión incluyendo las variables CONTROL y FAMCONTROL que hemos definido anteriormente, con el objetivo de analizar el impacto de la concentración de la propiedad (en la familia) en el grado de manipulación del resultado contable. Vemos que FAMCONTROL también presenta un coeficiente negativo y significativo (-0.051), lo cual indicaría que las empresas familiares (no cotizadas) en las que la familia posee buena parte del accionariado (es decir, que tiene mayor control), llevarán a cabo menores prácticas de

³⁰ Como hemos avanzado antes, la gran mayoría (por no decir todos) los trabajos similares que analizan muestras de empresas anglosajonas (principalmente en USA), obtienen resultados completamente opuestos. Se trata, en este caso de países con entornos legales que protegen mucho más al pequeño accionista.

manipulación contable del resultado. Esto confirma todavía más los incentivos de largo plazo de los miembros familiares.

En esta misma columna podemos observar que el coeficiente de FAM es positivo y significativo (0.033) lo cual nos indicaría que, si la familia tiene poco control (FAMCONTROL=0), seguramente tendrá incentivos para manipular contablemente expropiando a aquellos accionistas que no sean de la familia, pero si analizamos el efecto de la suma de ambos coeficientes (planteando la hipótesis de FAM+FAMCONTROL=0), obtenemos que la probabilidad de que sea nulo es muy baja, confirmando prevalece el efecto del mayor control por parte de la familia fundadora que hace que su empresa manipule menos y, por lo tanto, presente un resultado de mayor calidad.

No tenemos constancia (hasta el momento) de ningún estudio llevado a cabo en España en esta línea con empresas no cotizadas, por lo que no podemos reproducir el análisis que hemos llevado a cabo con las empresas cotizadas para “simular” el resultado obtenido por otros trabajos. Sin embargo, sí podemos utilizar la misma variable FAMX creada anteriormente imponiendo como criterio de búsqueda en SABI que el accionista mayoritario último sea una familia o un individuo. Si, con esta variable, corremos la misma regresión del modelo (ecuación 23), obtenemos que también es negativa (ver tabla 10, columna 2), lo cual indicaría que las empresas familiares (definidas según este criterio), llevan a cabo menores prácticas de manipulación contable de resultados.

La coincidencia aparente entre los resultados obtenidos con nuestra variable FAM y FAMX puede deberse a que, de algún modo, ambas estén midiendo cosas más parecidas, es decir, resultados más cercanos a la realidad. Ya hemos avanzado que las empresas no cotizadas presentan un grado de concentración mayor³¹. En otras palabras, podemos afirmar que en este caso, “su” variable FAM (FAMX) y la nuestra son más parecidas, por lo que tiene sentido que los resultados que obtenemos en ambos casos vayan en la misma dirección. De hecho, podemos medir la correlación que existe entre “su” variable FAM (FAMX) y la nuestra, tanto en empresas cotizadas como en las no cotizadas:

³¹ La media de la variable CONTROL en empresas cotizadas es de 1,42 mientras que en las no cotizadas la media se sitúa en el 1,78, un 25% más.

Correlación (FAMX, FAM) en empresas cotizadas = 0.37

Correlación (FAMX, FAM) en empresas no cotizadas = 0.56

5.2.2 Análisis de la influencia del director general familiar

Una vez analizado el “efecto familia” en la manipulación contable del resultado (tanto en empresas cotizadas como en las no cotizadas) debemos ver qué ocurre si, en las familiares, algún miembro de la familia ocupa el puesto de director general (o CEO).

La tabla 9 muestra, precisamente, los coeficientes de la variable DIR (que, recordemos, toma el valor de 1 si el director general es miembro de la familia) para cada una de las regresiones del modelo (cotizadas y no cotizadas). De los resultados de las columnas (1) y (3) de esta tabla se puede observar que el coeficiente de la variable DIR es negativo y significativo (-0.042) en el caso de empresas cotizadas y negativo (aunque no significativo en un test de dos colas) en el caso de las no cotizadas. Esto parece indicar (en consistencia con la hipótesis H3) que aquellas empresas familiares cuyo CEO (o director general) es miembro de la familia reduce el grado de manipulación contable del resultado. Dicho en otras palabras, parece que aquellas empresas cotizadas familiares cuyo CEO no es miembro de la familia, manipularán más (desde el punto de vista contable).

Prencipe et al. (2008) muestran que en aquellas empresas (familiares) cuyos directores generales (CEOs) son también miembros de la familia suelen tener unos lazos muy estrechos con esta y, como consecuencia, tomar sus decisiones teniendo muy presente la longevidad y continuidad de la empresa a largo plazo y menos los resultados económicos a corto plazo. De esta forma, afirman Prencipe et al. (2008), la motivación de los CEOs familiares para llevar a cabo prácticas manipuladoras del resultado es muy diferente respecto a los CEOs no familiares.

Como hemos avanzado en el planteamiento de las hipótesis, son varios los estudios que han tratado el impacto del CEO (familiar o externo) en la empresa familiar, desde diferentes puntos de vista (Lin & Hu, 2007; Lafond y Roychowdhury, 2007 o Young y

Tsai, 2008). Sin embargo, no existe tanta literatura que analice el impacto de los incentivos y comportamiento de los CEOs familiares versus los no familiares en cuando a la manipulación del resultado. Según Young y Tsai (2008), los lazos que existan entre los CEOs familiares o los no familiares y la familia darán lugar a un problema de agencia específico y, en consecuencia, a una mayor asimetría en la información entre CEOs y propietarios. Concretamente, afirman estos autores, aquellas empresas (familiares) que emplean CEOs de la familia, necesitan menos planes de compensación basados en resultados para premiar el desempeño. En esta línea, Tsai et al. (2006) presentan evidencia que el desempeño de los CEOs familiares no está relacionado con su permanencia en el cargo o su posible reemplazo. Los propios lazos familiares son incentivos suficientes para dirigir las empresas de manera eficiente, no con el deseo de conseguir resultados inmediatos sino con el deseo de mantener la longevidad de la misma. Los CEOs no familiares, por el contrario, buscan incentivos mucho más cortoplacistas basados en un resultado mucho más inmediato que impacte rápidamente en su remuneración. Nuestros resultados, tanto en las empresas cotizadas como en las no cotizadas, confirman perfectamente los obtenidos por los autores mencionados sobre estas líneas.

5.2.3 Análisis de la manipulación real del resultado

Las columnas 1 y 3 de la tabla 11 muestran los resultados de las regresiones de nuestro modelo (Ec. 18) tomando como variable dependiente la manipulación real del resultado, obtenida como suma de la manipulación basada en la sobreproducción y la manipulación de gastos generales (Ec. 11), de acuerdo con Roychowdhury (2006).

Tabla 11
Regresiones del modelo en empresas cotizadas y no cotizadas,
utilizando como variable dependiente la medida de manipulación real del resultado

	Empresas Cotizadas		Empresas No Cotizadas	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	MAN_REAL	MAN_REAL	MAN_REAL	MAN_REAL
FAM	-0.011 [-0.50]	0.052 [1.49]	-0.039* [-1.77]	-0.015 [-0.23]
DIR	-0.004 [-0.18]	0.026 [1.53]	-0.013 [-0.58]	-0.023 [-0.78]
AUDIT	0.026* [1.75]	0.018 [0.49]	0.011 [0.52]	-0.011 [-0.42]
ROA	0.072 [0.59]	0.180* [1.89]	0.626*** [4.41]	0.684*** [4.17]
LEV	0.007 [0.15]	0.100* [1.98]	0.159*** [4.09]	0.125*** [2.90]
SIZE	0.001 [0.12]	-0.016 [-1.45]	-0.097*** [-5.83]	-0.088*** [-5.10]
EDAD	0.003 [0.10]	0.046 [1.37]	-0.022 [-0.64]	-0.026 [-0.63]
GROWTH	-0.002 [-1.09]	-0.001 [-0.34]	0.006 [1.49]	0.006 [1.21]
LOSS	0.005 [0.31]	-0.002 [-0.15]	0.015 [0.86]	0.037* [1.96]
FAMCONTROL		-0.104** [-2.37]		-0.019 [-0.26]
CONTROL		0.031 [1.17]		0.052 [0.90]
Constante	0.055 [0.88]	-0.012 [-0.17]	0.674*** [6.74]	0.619*** [4.96]
Test FAM + FAMCONTROL = 0		0.015		0.282
adj. R-sq	0.004	0.144	0.075	0.073
N	739	356	4851	3327

Notas: Estimación del modelo mediante mínimos cuadrados ordinarios, incluyendo los años como efectos fijos. MAN_REAL es el valor absoluto de los residuos del modelo de Roychowdhury (Ec. 11). FAM es una variable dicotómica que determina si la empresa es familiar (1) o no familiar (0). DIR es otra variable dicotómica que toma el valor de 1 si algún miembro del accionariado ocupa un puesto directivo y 0 en caso contrario. AUDIT es una variable dicotómica para determinar si las cuentas de la empresa están auditadas por una de las cuatro mayores auditoras presentes en España (1) o no (0). ROA mide la rentabilidad económica de la empresa, a través de la relación entre el resultado antes de intereses e impuestos y el activo total. LEV es nuestra medida de endeudamiento, calculado como el cociente entre la deuda total y el activo total. SIZE es el tamaño de la empresa, definido como el logaritmo del activo total. EDAD es el logaritmo de la edad de la empresa (calculada en 2013 a partir del año de constitución). GROWTH es el crecimiento que ha presentado anualmente la empresa, calculado como la variación porcentual de las ventas. LOSS es una variable dicotómica que indica si la empresa ha tenido pérdidas en el año en curso (1) o no (0). CONTROL indica el nivel porcentaje de control

del accionista mayoritario último y toma el valor de 0 si este posee menos del 25% de la propiedad, 0,5 si posee entre el 25% y el 50%, y 1 si posee más del 50%. *FAMCONTROL* es el producto de las variables *FAM* y *CONTROL*. La muestra completa está compuesta por 778 observaciones empresa-año correspondientes a 90 empresas españolas cotizadas (con cuentas consolidadas) y a 5134 observaciones empresa-año correspondientes a 759 empresas no cotizadas (con cuentas consolidadas), entre los años 2003 y 2011.

Las regresiones están controladas por efectos temporales. Los estadísticos *t*, entre paréntesis, se basan en errores estándar ajustados por heterocedasticidad entre empresas y correlación en serie agrupados a nivel de empresa. *** indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, ** inferior al 5% y * inferior al 10%.

Aunque los coeficientes de la variable *FAM* no resultan siempre significativos en las regresiones llevadas a cabo con los diferentes modelos, todo parece indicar que las empresas familiares (cotizadas y no cotizadas), llevan a cabo menores prácticas de manipulación real del resultado (el coeficiente de *FAM* en la columna 1 es -0.011, no significativo, y el de la columna 3 es -0.039, significativo). Estos resultados son consistentes, una vez más, con la visión a más largo plazo de la empresa y el interés, por parte de la familia fundadora, de asegurar su continuidad a largo plazo (y el traspaso a futuras generaciones).

A pesar de que ambos tipos de manipulación (contable y real) persiguen el objetivo de conseguir resultados a corto plazo y, por ello, afectan al futuro de la empresa (dicho en otras palabras, anticipan los buenos resultados pero dejan para más adelante los malos), la manipulación mediante actividades reales tiene siempre un impacto mucho mayor. El hecho de producir, por ejemplo, una mayor cantidad de unidades para reflejar un menor coste de las ventas en la cuenta de resultados obliga a “acumular” esos costes en las existencias y, por tanto, aplicarlos a las ventas futuras. Las empresas familiares tienen, pues, menos incentivos para manipular los resultados mediante actividades reales.

El hecho de que no obtengamos una significación mayor en las empresas familiares cotizadas puede deberse al hecho de que, en algunos casos, se vean obligadas a llevar a cabo este tipo de prácticas por no poder llevar a cabo una manipulación contable, con el objetivo de presentar una mejor imagen al exterior. Como hemos mencionado antes, ambos tipos de manipulación no suelen coincidir en el tiempo, pues la contable suele darse a final de año (una vez se conocen o prevén los resultados) mientras que la real requiere más tiempo y, por ello, tiene lugar a lo largo del año (no a finales). El posible “miedo” a no conseguir los resultados esperados a final de año y el riesgo de no poder

llevar a cabo prácticas de manipulación contable, puede hacer que decidan modificar actividades reales con antelación.

Siguiendo la metodología empleada en el análisis de la manipulación contable, las columnas 2 y 4 muestran los resultados de las regresiones del modelo añadiendo las variables CONTROL y FAMCONTROL. Tal y como se puede observar en la columna 2, las empresas familiares cotizadas en las que la familia fundadora posee un mayor control de la sociedad, llevan a cabo menores prácticas de manipulación real de resultados (el coeficiente de la variable FAMCONTROL es -0.014, negativo y significativo). Esto confirma la visión a largo plazo de la familia, especialmente cuando su participación en el accionariado es mayor.

En la misma columna 2 observamos que el coeficiente de FAM es positivo, lo cual indicaría que las empresas cotizadas familiares llevarían a cabo mayores prácticas de manipulación real de resultados (si FAMCONTROL=0), aunque la significación es muy débil. No obstante, debemos analizar en esta columna el resultado de sumar las variables FAM+FAMCONTROL. Si analizamos la hipótesis de que FAM+FAMCONTROL=0 mediante el test de Wald obtenemos que con una probabilidad muy alta será diferente de cero, lo cual indica que prevalece el efecto control y que las empresas familiares (cotizadas) llevarán a cabo menores prácticas de manipulación real, confirmando así la hipótesis H4 planteada anteriormente.

Si analizamos el efecto de “control” en las empresas no cotizadas (columna 4), observamos que el mismo coeficiente FAMCONTROL no resulta significativo. Deberíamos esperar que sí lo fuera, para poder concluir que este tipo de empresas (familiares, no cotizadas, con propiedad concentrada) llevan a cabo menores prácticas de manipulación real. No obstante, dado que la concentración de la propiedad es mucho mayor en las no cotizadas que en las cotizadas, es probable que este efecto ya lo esté recogiendo la variable FAM en la regresión de la columna 3 y que, en esta, este efecto se esté “disolviendo” entre FAM y FAMCONTROL. Sería de esperar, pues, que FAM también fuese negativa y significativa en esta columna. De hecho, aunque la significación tampoco es elevada, el resultado del test de Wald sobre la hipótesis de que FAM+FAMCONTROL=0 parece indicar que no lo es, apoyando el razonamiento anterior.

El test de robustez que mostramos en el siguiente apartado nos permite confirmar lo que esta columna no nos está permitiendo.

A diferencia del apartado anterior, no podemos afirmar nada aquí acerca del efecto de director general familiar en el grado de manipulación real del resultado. En ninguna de las regresiones de nuestro modelo encontramos significación (aunque prácticamente todos tienen signo negativo). Esto podría indicar que (1) los CEOs familiares están alineados con los accionistas familiares y, por ello, buscan preservar la continuidad de la empresa y no resultados inmediatos; y (2) los CEOs no familiares preferirán (o verán menos arriesgado) manipular contablemente que mediante actividades reales, especialmente en empresas cotizadas. De ahí que ambos efectos puedan llegar a contrarrestarse y que, por ello, DIR no sale significativa en ningún caso.

5.2.4 Test de robustez (Heckman)

A la vista de los resultados obtenidos del análisis de la manipulación contable (*Accounting Earnings Management*, AEM) y de la manipulación real (*Real Earnings Management*, REM), podríamos presentar dos objeciones: por un lado, podríamos discutir el hecho de que AEM y REM deberían analizarse conjuntamente y no como “hechos” independientes. En esta línea, ya hemos avanzado en varias ocasiones que es probable que haya empresas que hagan uso de ambos tipos de manipulación simultáneamente³². Por otro lado, y mucho más importante, podría ocurrir que las empresas se autoseleccionasen en el grupo de familiares o no familiares. Esto es, las empresas no escogen arbitrariamente manipular o no. No tener en cuenta este hecho en las regresiones puede sesgar los resultados (sesgo de autoselección)

³² En contra de este razonamiento, como también hemos avanzado hay quien considera que seguramente sólo se llevarán a cabo los dos tipos de manipulación en caso de que no se haya conseguido el resultado deseado con uno de ellos (seguramente la real puesto que la contable debe suceder a finales de año). De hecho, no tenemos constancia de que existan ningún estudio publicado hasta la fecha que analice conjuntamente el efecto de ambos tipos de manipulación.

Para analizar este posible sesgo de autoselección, utilizaremos el modelo de dos etapas introducido por Heckman en 1979 (conocido como el método Heckman). De hecho, el problema de sesgos de selección fue introducido en la econometría moderna precisamente por este economista, James Heckman, con su trabajo "*Sample selection bias as a specification error*". Antes de su aportación, este problema no estaba dentro de las preocupaciones de los economistas, desconociendo a su vez que la corrección del mismo resulta fundamental para obtener conclusiones acertadas con estimadores no sesgados, consistentes y eficientes sobre las características de la muestra estudiada. Actualmente resulta ser uno de los problemas econométricos que más se deben tener en cuenta a la hora de la estimación de un modelo. Conviene recordar que un sesgo de selección surge principalmente por una selección muestral no aleatoria. Por lo tanto, la estimación de modelos estructurales cuando la muestra usada para la estimación no es seleccionada de manera aleatoria, conlleva a resultados y conclusiones que no describen como se esperaría las características de la población en general, sino tan solo las características de un determinado grupo poblacional, sin importar el tamaño de la muestra usada.

El método de Heckman, como hemos avanzado, se basa en dos etapas: en la primera de ellas se estima, mediante el método de máxima verosimilitud, un modelo Logit o Probit que busque determinar la probabilidad de estar en la muestra, es decir que se estima la ecuación de selección. Con esta primera etapa se calcula el valor de la ratio inverso de Mills, que estima la probabilidad de estar en la muestra sobre la probabilidad de no encontrarse en la muestra. En la segunda etapa estimamos de nuevo nuestro modelo añadiendo como variable dependiente continua la ratio anterior.

De no existir un sesgo de selección muestral, sería correcto interpretar los coeficientes de una estimación realizada por el método de mínimos cuadrados ordinarios (tablas 9 y 11), pero en caso de corroborarse la existencia de un sesgo de selección debemos interpretar los coeficientes del modelo estimado mediante el método de Heckman en dos etapas.

Así, en la primera etapa, explicamos el efecto total de la manipulación del resultado, es decir, contable y real (con la variable dependiente TOTAL_EM) mediante un modelo que incluye aquellas variables que se espera que expliquen la manipulación del resultado

con la excepción de las variables independientes principales (FAM, DIR y AUDIT), tal y como hacen Cohen y Zarowin (2010). En la segunda etapa añadimos los resultados de la primera (introduciendo en el modelo la variable INVMILLS, el *Inverse Mills ratio*) para analizar el efecto de las variables principales (excluidas en la primera etapa), en la manipulación contable y real.

Para el análisis anterior y en línea con Cohen y Zarowin (2010), definiremos la variable dependiente TOTAL_EM de tal forma que nos permita determinar si una observación se puede clasificar como manipuladora o no. En otras palabras, TOTAL_EM tomará el valor de 1 si los residuos del modelo de manipulación contable (MAN_CONT) o los del modelo de manipulación real (MAN_REAL) están por encima de la mediana de ese año y 0 en caso contrario.

De la misma forma, para la segunda etapa de Heckman, definiremos las variables AEM y REM. AEM tomará el valor de 1 si los residuos del modelo de manipulación contable (MAN_CONT) están por encima de la mediana de ese año y 0 en caso contrario. REM se definirá exactamente igual, utilizando MAN_REAL en lugar de MAN_CONT.

La tabla 12 muestra los resultados obtenidos en la primera etapa del método de Heckman (utilizada para calcular INVMILLS) tanto en empresas cotizadas (columna 1) como en no cotizadas (columna 2). Las tablas 13 y 14 muestran los resultados de la segunda etapa, es decir, la regresión de nuestros modelos de con la variable dependiente de manipulación contable (tabla 13) y con la de manipulación real (tabla 14), incluyendo la variable independiente INVMILLS, tanto para empresas cotizadas (columnas 1 y 2 de ambas tablas) como para no cotizadas (columnas 3 y 4 de ambas tablas). Estas dos tablas son las equivalentes a las de las tablas 9 y 11 que hemos analizado en los apartados anteriores, incluyendo la corrección por el posible efecto de autoselección de acuerdo con el método de Heckman.

Tabla 12
Método de Heckman (Etapa 1)

	Empresas Cotizadas	Empresas No Cotizadas
	(1)	(2)
	TOTAL_EM	TOTAL_EM
ROA	-0.221 [-0.35]	1.280*** [4.38]
LEV	0.419 [1.57]	0.675*** [6.74]
SIZE	0.095 [1.41]	-0.328*** [-10.23]
EDAD	0.646*** [3.17]	0.028 [0.33]
GROWTH	-0.032 [-0.74]	0.204*** [2.97]
LOSS	0.003 [0.02]	0.164*** [2.61]
Constante	-1.275*** [-2.68]	1.842*** [8.92]
pseudo R-sq	0.025	0.028
N	775	5131

Notas: Esta tabla muestra los resultados de la regresión probit del modelo para empresas cotizadas y no cotizadas, para poder calcular el inverso del ratio de Mills. La variable dependiente TOTAL_EM toma el valor de 1 si los residuos del modelo de manipulación contable (MAN_CONT) o los del modelo de manipulación real (MAN_REAL) están por encima de la mediana de ese año y 0 en caso contrario. El resto de variables con las mismas que en las tablas anteriores.

Las regresiones están controladas por efectos temporales. Los estadísticos t, entre paréntesis, se basan en errores estándar ajustados por heterocedasticidad entre empresas y correlación en serie agrupados a nivel de empresa. *** indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, ** inferior al 5% y * inferior al 10%.

Tabla 13
Método de Heckman (Etapa 2)
Resultados de la manipulación contable del resultado en empresas cotizadas y no cotizadas

	Empresas Cotizadas		Empresas No Cotizadas	
	(1) AEM	(2) AEM	(3) AEM	(4) AEM
FAM	0.009 [0.22]	0.335** [2.54]	-0.044** [-2.17]	0.124* [1.78]
DIR	0.012 [0.21]	0.106 [1.42]	-0.001 [-0.03]	-0.014 [-0.50]
AUDIT	0.065 [1.14]	0.180* [1.68]	-0.008 [-0.50]	-0.022 [-1.10]
ROA	0.558* [1.92]	0.440 [1.19]	0.031 [0.18]	-0.223 [-1.04]
LEV	-0.304 [-0.72]	0.500 [0.77]	0.122 [1.42]	0.063 [0.59]
SIZE	-0.157* [-1.74]	-0.075 [-0.55]	-0.002 [-0.05]	0.028 [0.58]
EDAD	-0.819 [-1.32]	0.091 [0.10]	-0.019 [-0.62]	0.008 [0.22]
GROWTH	0.035 [0.93]	-0.016 [-0.30]	0.005 [0.78]	0.001 [0.16]
LOSS	0.064 [1.08]	0.017 [0.20]	0.022 [0.83]	-0.017 [-0.53]
INVMILLS	-3.217 [-1.64]	-0.533 [-0.19]	-0.447* [-1.86]	-0.681** [-2.21]
FAMCONTROL		-0.489*** [-2.82]		-0.185** [-2.46]
CONTROL		-0.077 [-0.73]		0.033 [0.71]
Constante	4.367 [1.62]	0.585 [0.15]	0.677*** [8.40]	0.626*** [5.94]
Test FAM + FAMCONTROL = 0		0.144		0.053
adj. R-sq	0.028	0.105	0.020	0.021
N	775	368	5131	3545

Notas: Esta tabla muestra los resultados de la regresión de nuestro (Ec. 18) para empresas cotizadas y no cotizadas, tomando como variable dependiente la nueva medida obtenida del test de Heckman (AEM) y añadiendo como variable independiente el inverso del ratio de Mills. AEM toma el valor de 1 si los residuos del modelo de manipulación contable (MAN_CONT) están por encima de la mediana de ese año y 0 en caso contrario.

Las regresiones están controladas por efectos temporales. Los estadísticos t, entre paréntesis, se basan en errores estándar ajustados por heterocedasticidad entre empresas y correlación en serie agrupados a nivel de empresa. *** indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, ** inferior al 5% y * inferior al 10%.

Tabla 14
Método de Heckman (Etapa 2)
Resultados de la manipulación real del resultado en empresas cotizadas y no cotizadas

	Empresas Cotizadas		Empresas No Cotizadas	
	(1) REM	(2) REM	(3) REM	(4) REM
FAM	-0.132*** [-3.08]	0.301** [2.29]	-0.067*** [-3.41]	-0.131* [-1.89]
DIR	0.044 [0.75]	0.140* [1.88]	-0.027 [-1.30]	-0.020 [-0.74]
AUDIT	0.127** [2.23]	0.219** [2.05]	0.008 [0.52]	0.030 [1.51]
ROA	0.419 [1.44]	0.369 [1.00]	0.153 [0.91]	0.103 [0.49]
LEV	-0.814* [-1.92]	0.055 [0.09]	-0.049 [-0.58]	-0.081 [-0.76]
SIZE	-0.134 [-1.48]	-0.083 [-0.61]	-0.042 [-1.12]	-0.018 [-0.38]
EDAD	-1.017 [-1.64]	-0.004 [-0.00]	-0.001 [-0.04]	-0.052 [-1.38]
GROWTH	0.058 [1.54]	0.026 [0.50]	0.004 [0.58]	0.002 [0.38]
LOSS	-0.008 [-0.13]	0.030 [0.37]	-0.034 [-1.29]	-0.045 [-1.41]
INVMILLS	-3.579* [-1.82]	-1.172 [-0.41]	-0.687*** [-2.90]	-0.752** [-2.48]
FAMCONTROL		-0.685*** [-3.96]		0.079 [1.06]
CONTROL		0.239** [2.26]		0.023 [0.50]
Constante	5.082* [1.88]	1.144 [0.29]	1.101*** [13.87]	1.069*** [10.27]
Test FAM + FAMCONTROL = 0		0.002		0.339
adj. R-sq	775	368	5131	3545
N	0.020	0.089	0.047	0.044

Notas: Esta tabla muestra los resultados de la regresión de nuestro (Ec. 19) para empresas cotizadas y no cotizadas, tomando como variable dependiente la nueva medida obtenida del test de Heckman (REM) y añadiendo como variable independiente el inverso del ratio de Mills. REM toma el valor de 1 si los residuos del modelo de manipulación real (MAN_REAL) están por encima de la mediana de ese año y 0 en caso contrario.

Las regresiones están controladas por efectos temporales. Los estadísticos t, entre paréntesis, están basados en errores estándar agrupados a nivel de empresa y robustos a la heterocedasticidad. *** indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, ** inferior al 5% y * inferior al 10%.

Tal y como se puede observar en la tabla 13, los resultados obtenidos confirman perfectamente los expuestos anteriormente: las empresas familiares cotizadas (columnas 1 y 2) llevan a cabo mayores prácticas de manipulación contable de resultados (AEM) que las no familiares aunque esta situación se invierte en caso de que la familia fundadora posea mayor control en la sociedad: el coeficiente de FAMCONTROL es negativo y significativo y el resultado que obtenemos al hacer el test de $FAM+FAMCONTROL=0$ indica que prácticamente se puede rechazar, es decir, que no lo será). Cuando a familia posee una menor participación ($CONTROL =0$), existe mayor probabilidad de que manipulen resultados.

De la misma forma, las columnas 3 y 4 confirman los resultados obtenidos anteriormente en el análisis de la manipulación contable en empresas no cotizadas. Tal y como se puede observar, las familiares no cotizadas llevan a cabo menores prácticas de manipulación contable.

En cuanto al análisis de la manipulación real (tabla 14), de nuevo aquí se confirma el análisis llevado a cabo en los apartados anteriores: las empresas familiares cotizadas llevan a cabo menores prácticas de manipulación real de resultados y, todavía menos, cuando éstas poseen un mayor control de la sociedad. De la misma forma, las familiares no cotizadas también manipulan menos actividades reales.

5.3 Análisis de otras medidas de calidad

5.3.1 Análisis de la calidad de los devengos (*accruals quality*)

Como hemos avanzado anteriormente, Dechow y Dichev (2002) propusieron un modelo para analizar de manera más directa la calidad (contable) del resultado a través de la calidad de los devengos (*accruals quality*), basándose en la hipótesis de que el rol de los devengos es ajustar el reconocimiento de flujos de caja en el tiempo y, por tanto, cuanto más cercanos se encuentren los devengos a los flujos de caja, mayor será su calidad.

Así, de acuerdo con el modelo de Dechow y Dichev (modificado posteriormente por McNichols, 2002) hemos procedido a determinar la medida de calidad de los devengos, multiplicando por -1 la desviación estándar de los residuos obtenidos al llevar a cabo la regresión de la ecuación 12. Esta medida de calidad (*AQ, Accruals Quality*), la utilizamos como variable dependiente nuestro modelo, utilizado anteriormente para determinar la manipulación contable y real de las empresas.

Los resultados de aplicar este modelo a la muestra de empresas cotizadas y no cotizadas se pueden encontrar en la tabla 15 (columnas 1 y 2 para empresas cotizadas y columnas 2 y 3 para las no cotizadas).

Tabla 15
Regresiones del modelo en empresas cotizadas y no cotizadas,
utilizando como variable dependiente la medida de calidad de los devengos

	Empresas Cotizadas		Empresas No Cotizadas	
	(1)	(2)	(3)	(2)
	AQ	AQ	AQ	AQ
FAM	-0.009 [†] [-1.40]	-0.022 [-0.92]	0.007*** [2.78]	-0.005 [-0.60]
DIR	0.015* [1.91]	0.015* [1.90]	0.001 [0.24]	0.003 [1.10]
AUDIT	0.007 [1.26]	0.004 [0.18]	-0.002 [-0.80]	-0.002 [-0.78]
ROA	-0.025 [-0.75]	-0.076*** [-3.40]	-0.007 [-0.51]	0.001 [0.06]
LEV	-0.033** [-2.32]	-0.034 [-1.38]	-0.003 [-0.53]	-0.006 [-0.99]
SIZE	0.003 [1.10]	0.001 [0.20]	0.004*** [2.66]	0.005*** [2.90]
EDAD	0.016* [1.72]	0.016 [1.18]	-0.001 [-0.13]	-0.008* [-1.67]
GROWTH	-0.001 [-0.77]	-0.001 [-0.98]	-0.000 [-0.64]	0.000 [0.17]
LOSS	-0.020*** [-2.97]	-0.015 [-1.59]	-0.006*** [-3.29]	-0.005** [-2.45]
FAMCONTROL		0.029 [1.08]		0.017* [1.81]
CONTROL		0.021 [1.14]		-0.007 [-1.14]
Constante	-0.059*** [-2.79]	-0.060* [-1.83]	-0.061*** [-6.13]	-0.050*** [-3.60]
Test FAM+FAMCONTROL = 0		0.438		0.000
adj. R-sq	0.178	0.236	0.058	0.095
N	581	275	3413	2323

Notas: Estimación del modelo mediante mínimos cuadrados ordinarios (incluyendo los años como efectos fijos) utilizando como variable dependiente la medida de calidad de los devengos, obtenida multiplicando por -1 la desviación estándar de los residuos del modelo de Dechow y Dichev (Ec. 12). El resto de variables son las mismas que las de la Tabla 9. La muestra completa está compuesta por 778 observaciones empresa-año correspondientes a 90 empresas españolas cotizadas (con cuentas consolidadas) y a 5134 observaciones empresa-año correspondientes a 759 empresas no cotizadas (con cuentas consolidadas), entre los años 2003 y 2011.

Las regresiones están controladas por efectos temporales. Los estadísticos t, entre paréntesis, se basan en errores estándar ajustados por heterocedasticidad entre empresas y correlación en serie agrupados a nivel de empresa. *** indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, ** inferior al 5% y * inferior al 10%.

[†]Significativo al 10% en un test de una cola.

Aunque los coeficientes no tienen una significación muy fuerte en el caso de las empresas cotizadas (sí lo sería en un test de una cola), los resultados coinciden con los que hemos obtenido en la tabla 9 a la hora de analizar la manipulación contable del resultado. El coeficiente FAM en la columna 1 es negativo y significativo en una cola, lo cual indicaría que las empresas familiares cotizadas presentan resultados de menor calidad (mayor manipulación contable) que las empresas no familiares. Encontraríamos resultados de mayor calidad (menor manipulación contable) en aquellas empresas familiares con mayor control de la sociedad.

En cuanto a las empresas no cotizadas (columnas 3 y 4), también observamos que los resultados son, como habíamos previsto, opuestos a los obtenidos en el análisis de la manipulación contable: el coeficiente de FAM es claramente positivo y significativo, indicando que las empresas familiares no cotizadas presentan resultados de mayor calidad y que ésta es mayor en caso de que la familia posea una mayor participación en el control de la sociedad (FAMCONTROL es positivo y significativo).

Los resultados de este “test alternativo de calidad” confirman pues nuestras hipótesis H6 y H7 y, de hecho, también las H1 y H2, referidas a la manipulación contable del resultado. Igualmente y aunque la significación no es fuerte en todos los casos (sí en las cotizadas), los coeficientes de la variable DIR son, en todos los casos, positivos, lo cual indica que la presencia de un director general familiar mejoraría la calidad de los resultados (o en otras palabras, la presencia de un CEO no familiar disminuye la calidad del resultado), confirmando también H3.

5.3.1.1 Test de robustez (Heckman)

Para analizar la robustez de los resultados obtenidos en la medida de la calidad del resultado a partir de los devengos discrecionales, repetiremos el test de Heckman llevado a cabo en el apartado 5.2.4.

Así, en la primera etapa, explicaremos el efecto de la calidad del resultado mediante un modelo que incluya aquellas variables que se espera que expliquen la calidad de los

devengos con la excepción de las variables independientes principales (FAM, DIR y AUDIT), en línea con Cohen y Zarowin (2010). En la segunda etapa añadiremos los resultados de la primera (introduciendo en el modelo la ratio inversa de Mills) para analizar el efecto de las variables principales (excluidas en la primera etapa) en la calidad de los devengos.

Para esto, definiremos AQ_H de tal forma que nos permita determinar si una observación se puede clasificar como indicadora de calidad o no. En otras palabras, AQ_H tomará el valor de 1 si, para cada observación, el valor de AQ obtenido anteriormente (resultante de multiplicar por -1 la desviación estándar de los residuos del modelo expresado en la ecuación 13) está por encima de la mediana de ese año y 0 en caso contrario.

La tabla 16 muestra los resultados obtenidos en la primera etapa del método de Heckman (utilizada para calcular INVMILLS) tanto en empresas cotizadas (columna 1) como en no cotizadas (columna 2). La tabla 17 muestra los resultados de la segunda etapa, es decir, la regresión de nuestro modelo con la variable dependiente de calidad de los devengos incluyendo la variable independiente INVMILLS, tanto para empresas cotizadas (columnas 1 y 2 de la tabla) como para no cotizadas (columnas 3 y 4). Esta tabla es equivalente a la tabla 15 que hemos analizado en el apartado anterior, incluyendo la corrección por el posible efecto de autoselección de acuerdo con el método de Heckman.

Tabla 16
Método de Heckman (Etapa 1)

	Empresas Cotizadas	Empresas No Cotizadas
	(1)	(2)
	AQ_H	AQ_H
ROA	0.333 [0.56]	-0.585** [-2.33]
LEV	-0.515* [-1.91]	0.071 [0.77]
SIZE	0.001 [0.01]	-0.061** [-2.00]
EDAD	0.440** [2.26]	-0.127 [-1.56]
GROWTH	0.039 [0.82]	0.015 [0.84]
LOSS	-0.574*** [-3.77]	-0.581*** [-10.27]
Constante	-0.028 [-0.06]	1.022*** [5.22]
pseudo R-sq	775	5131
N	0.038	0.019

Notas: Esta tabla muestra los resultados de la regresión probit del modelo para empresas cotizadas y no cotizadas, para poder calcular el inverso del ratio de Mills. La variable dependiente AQ_H toma el valor de 1 el valor de AQ está por encima de la mediana de ese año y 0 en caso contrario. El resto de variables con las mismas que en las tablas anteriores.

Las regresiones están controladas por efectos temporales. Los estadísticos t, entre paréntesis, se basan en errores estándar ajustados por heterocedasticidad entre empresas y correlación en serie agrupados a nivel de empresa. *** indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, ** inferior al 5% y * inferior al 10%.

Tabla 17
Método de Heckman (Etapa 2)
Resultados de la calidad de los devengos en empresas cotizadas y no cotizadas

	Empresas Cotizadas		Empresas No Cotizadas	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	AQ_H	AQ_H	AQ_H	AQ_H
FAM	-0.031 [-0.43]	-0.177 [-0.92]	0.043 [1.54]	-0.058 [-0.57]
DIR	0.074 [0.79]	0.106 [0.88]	0.009 [0.30]	0.034 [0.86]
AUDIT	0.101 [1.17]	0.066 [0.42]	-0.034 [-1.40]	-0.046 [-1.50]
ROA	-0.033 [-0.08]	-0.498 [-0.99]	-1.234* [-1.82]	-0.692 [-0.74]
LEV	-0.266 [-0.55]	0.123 [0.15]	0.057 [0.61]	-0.078 [-0.62]
SIZE	0.035 [0.96]	0.002 [0.03]	-0.047 [-0.67]	0.027 [0.29]
EDAD	0.175 [0.50]	-0.125 [-0.19]	-0.241 [-1.64]	-0.203 [-1.03]
GROWTH	0.020 [0.59]	-0.006 [-0.10]	0.014 [1.11]	0.006 [0.37]
LOSS	-0.175 [-0.34]	0.232 [0.25]	-1.026 [-1.48]	-0.466 [-0.49]
INVMILLS	0.140 [0.10]	-0.839 [-0.33]	2.645 [1.26]	1.040 [0.36]
FAMCONTROL		0.275 [1.13]		0.128 [1.16]
CONTROL		0.157 [1.23]		-0.063 [-0.89]
Constante	0.513 [0.44]	1.408 [0.68]	0.351 [0.69]	0.820 [1.18]
Test FAM + FAMCONTROL = 0		0.413		0.070
adj. R-sq	0.220	0.225	0.236	0.266
N	775	368	5131	3545

Notas: Esta tabla muestra los resultados de la regresión de nuestro modelo (Ec. 13) para empresas cotizadas y no cotizadas, tomando como variable dependiente AQ_H y añadiendo como variable independiente el inverso del ratio de Mills. AQ_H toma el valor de 1 AQ está por encima de la mediana de ese año y 0 en caso contrario.

Las regresiones están controladas por efectos temporales. Los estadísticos t, entre paréntesis, se basan en errores estándar ajustados por heterocedasticidad entre empresas y correlación en serie agrupados a nivel de empresa. *** indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, ** inferior al 5% y * inferior al 10%.

Tal y como se puede observar en la tabla 17, los resultados obtenidos confirman perfectamente los expuestos anteriormente: las empresas familiares cotizadas (columnas 1 y 2) presentan unos resultados de menor calidad en términos de menores ajustes por devengo discrecionales, en comparación con las empresas cotizadas no familiares. Sin embargo, parece que dicha calidad aumenta si la familia tiene una participación mayor en la empresa.

De la misma forma, las columnas 3 y 4 confirman los resultados obtenidos anteriormente en el análisis de la manipulación contable en empresas no cotizadas. Tal y como se puede observar, las empresas familiares no cotizadas presentan unos resultados de mayor calidad que las no familiares, y todavía más cuando la empresa tiene un mayor porcentaje de control.

5.3.2 Análisis del conservadurismo (*accounting conservatism*)

El conservadurismo, como hemos avanzado, no constituye una medida alternativa de manipulación del resultado, sino que es prácticamente de “cumplimiento obligado” para todas las empresas españolas, ya que así lo exigen las normas contables. El principio de prudencia hace que las empresas tiendan a reconocer las malas noticias (aquellas que habitualmente afectan negativamente al resultado) antes que las buenas noticias (que deben reconocerse cuando realmente se confirman y que, habitualmente, afectan de manera positiva al resultado). Existe pues una diferencia temporal en el reconocimiento de las buenas y malas noticias que hace que los resultados no reflejen de manera tan “fiel” la realidad económica de la empresa.

Como hemos avanzado, analizaremos el grado de conservadurismo en las empresas familiares y no familiares a través del modelo de Basu (1997) de la persistencia del resultado, de acuerdo con la ecuación 13. La tabla 18 muestra, por un lado (columnas 1 y 4), los resultados del modelo de Basu (tal cual) para empresas cotizadas (columna 1) y no cotizadas (columna 4) y, por otro (columnas 2 y 5) los resultados añadiendo la variable FAM (de acuerdo con la ecuación 15), para determinar si éstas son más o menos

conservadoras, tanto en empresas cotizadas (columna 2) como en no cotizadas (columna 5).

Tabla 18
Análisis del conservadurismo mediante el modelo de Basu

	Empresas Cotizadas			Empresas No Cotizadas		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$\Delta RES(t)$	$\Delta RES(t)$	$\Delta RES(t)$	$\Delta RES(t)$	$\Delta RES(t)$	$\Delta RES(t)$
D	-0.033*** [-5.22]	-0.038*** [-2.86]	-0.039*** [-3.05]	-0.022*** [-7.39]	-0.031 [-1.38]	-0.031 [-1.37]
$\Delta RES(t-1)$	-0.024 [-1.60]	-0.026 [-0.96]	-0.054 [-1.48]	-0.092*** [-6.16]	-0.054 [-1.54]	-0.056 [-1.55]
$\Delta RES(t-1)_D$	-0.939*** [-12.63]	-1.208*** [-3.40]	-1.183*** [-3.31]	-0.946*** [-24.34]	-1.258* [-1.78]	-1.246* [-1.76]
FAM		0.005 [1.21]			0.009*** [3.60]	
FAM_D		0.010 [0.56]			0.022 [0.94]	
$\Delta RES(t-1)_{FAM}$		0.002 [0.07]			-0.301*** [-6.22]	
$\Delta RES(t-1)_{FAM_D}$		0.619 [1.12]			1.238* [1.73]	
FC			0.005 [1.33]			0.003 [0.96]
FC_D			0.042** [2.47]			0.024 [0.98]
$\Delta RES(t-1)_{FC}$			0.058 [1.10]			-0.140 [-1.19]
$\Delta RES(t-1)_{FC_D}$			1.715*** [3.05]			0.914 [1.16]
Constante	0.016** [2.06]	0.013 [1.42]	0.014 [1.44]	0.002 [0.57]	0.000 [0.04]	0.000 [0.00]
adj. R-sq	0.209	0.227	0.242	0.159	0.190	0.197
N	751	751	648	5102	5102	4070

Notas: La tabla muestra las regresiones del modelo de Basu (1997), tanto para empresas cotizadas como no cotizadas. Las columnas (1) y (4) hacen referencia al modelo original de Basu, mientras que las columnas (2) y (4) incluyen la interacción con la variable FAM y las columnas (3) y (5) la interacción con la variable FC. La variable dependiente $\Delta RES(t)$ es la variación del resultado después de impuestos entre el año t-1 y el año t, dividido entre el activo total a principio de t (o final de t-1). $\Delta RES(t-1)$ es la variación del resultado después de impuestos entre el año t-2 y el año t-1, dividido entre el activo total a principio de año (o final de t-2). D es una variable dicotómica que toma el valor de 1 si la variación del resultado del año anterior (entre t-2 y t-1), es decir, $\Delta RES(t-1)$ es negativa y el valor de 0 si esta diferencia es positiva (o nula). FC es una variable combinada de FAM y CONTROL, que toma el valor de 0, si la empresa es no familiar (FAM=0); 0,33 si la empresa es familiar pero con poco control (CONTROL=0); 0,67, si la empresa es familiar (FAM=1) y la familia posee entre un 25% y un 50% del accionariado

(CONTROL=0,5); y 1 si la empresa es familiar (FAM=1) y la familia posee más del 50% del accionariado (CONTROL=1). El resto de variables son interacciones de las descritas en estas líneas. La muestra completa está compuesta por 778 observaciones empresa-año correspondientes a 90 empresas españolas cotizadas (con cuentas consolidadas) y a 5134 observaciones empresa-año correspondientes a 759 empresas no cotizadas (con cuentas consolidadas), entre los años 2003 y 2011.

Las regresiones están controladas por efectos temporales. Los estadísticos t, entre paréntesis, se basan en errores estándar ajustados por heterocedasticidad entre empresas y correlación en serie agrupados a nivel de empresa. *** indica un nivel de significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, ** inferior al 5% y * inferior al 10%.

De acuerdo con el propio modelo de Basu (columnas 1 y 4), la hipótesis de que las pérdidas se reconocen cuando se conocen, es decir, antes que los ingresos, implica necesariamente que β_3 sea negativo (este es el coeficiente que mide si la empresa es conservadora o no). Vemos que, en todos los casos (en todas las columnas) este coeficiente ($\Delta RES(t-1)_d$) es negativo y significativo, como esperábamos, indicando que las empresas españolas son, en general, conservadoras en el reconocimiento asimétrico de buenas y malas noticias.

Para analizar si las empresas familiares son más o menos conservadoras que las no familiares (columnas 2 y 5), debemos fijarnos en el coeficiente $\Delta RES(t-1)_{FAM_d}$. Como se puede observar, este es positivo y significativo (tanto en las cotizadas como en las no cotizadas), indicando que las empresas familiares españolas son menos conservadoras que las no familiares.

Para analizar también en este punto el efecto del mayor control de la sociedad por parte de los accionistas mayoritarios (la familia en caso de las empresas familiares), hemos creado la variable FC que toma los siguientes valores: 0, si la empresa es no familiar (FAM=0); 0,33 si la empresa es familiar pero con poco control (CONTROL=0); 0,67, si la empresa es familiar (FAM=1) y la familia posee entre un 25% y un 50% del accionariado (CONTROL=0,5); y 1 si la empresa es familiar (FAM=1) y la familia posee más del 50% del accionariado (CONTROL=1).

Las columnas 3 y 6 de la tabla 18 muestran los resultados del modelo de Basu con esta nueva variable, es decir, sustituyendo FAM por FC en la ecuación 15:

$$\begin{aligned} \Delta RES_t = & \beta_0 + \beta_1 \cdot D_{t-1} + \beta_2 \cdot \Delta RES_{t-1} + \beta_3 \cdot D_{t-1} \cdot \Delta RES_{t-1} + \beta_4 \cdot FC_t + \beta_5 \cdot FC_t \cdot D_{t-1} + \\ & + \beta_6 \cdot \Delta RES_{t-1} \cdot FC_t + \beta_7 \cdot \Delta RES_{t-1} \cdot FC_t \cdot D_{t-1} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (24)$$

Como se puede observar, los resultados indican que en las empresas familiares con mayor control por parte de la familia fundadora hay menos demanda de conservadurismo condicional.

Finalmente, hemos aprovechado la información con la que contamos para analizar en este punto el efecto que podría tener en el nivel de conservadurismo el hecho de que el director general o CEO sea miembro de la familia. Para ello, hemos llevado a cabo la misma regresión del modelo de Basu de las columnas 2 y 5 de la tabla 18 sustituyendo la variable FAM por DIR. Los resultados se muestran en la tabla 19.

Tabla 19
Análisis del conservadurismo mediante el modelo de Basu (aplicado a DIR)

	Empresas Cotizadas	Empresas No Cotizadas
	(1)	(2)
	$\Delta RES(t)$	$\Delta RES(t)$
$\Delta RES(t-1)$	-0.023 [-1.39]	-0.059 [-1.60]
d	-0.034*** [-3.00]	-0.027 [-1.43]
DIR	0.014 [1.63]	0.009*** [3.31]
$\Delta RES(t-1)_d$	-0.984*** [-3.09]	-1.143* [-1.79]
DIR_d	0.012 [0.77]	0.019 [0.94]
$\Delta RES(t-1)_{DIR}$	-0.395 [-0.80]	-0.313*** [-6.29]
$\Delta RES(t-1)_{DIR}_d$	1.326** [2.24]	1.153* [1.75]
Constante	0.016 [1.48]	0.001 [0.32]
adj. R-sq	0.214	0.180
N	751	5102

Notas: La tabla muestra las regresiones del modelo de Basu (1997), tanto para empresas cotizadas como no cotizadas, añadiendo la interacción con la variable DIR. El resto de variable son las mismas que la tabla anterior. La muestra completa está compuesta por 778 observaciones empresa-año correspondientes a 90 empresas españolas cotizadas (con cuentas consolidadas) y a 5134 observaciones empresa-año correspondientes a 759 empresas no cotizadas (con cuentas consolidadas), entre los años 2003 y 2011.

Las regresiones están controladas por efectos temporales. Los estadísticos t, entre paréntesis, se basan en errores estándar ajustados por heterocedasticidad entre empresas y correlación en serie agrupados a nivel de empresa. *** indica un nivel de

significación para un contraste de dos colas inferior al 1%, ** inferior al 5% y * inferior al 10%.

Tal y como se puede observar, DIR es positivo y significativo en los dos casos (empresa cotizadas, columna 1 y empresas no cotizadas, columna 2), lo cual indica que cuando el CEO es familiar, existe una menor demanda de conservadurismo. Esto se puede interpretar, en línea con Chen et al. (2007), gracias a una mayor alineación de incentivos entre el CEO y el resto de la familia que posee la mayor parte del accionariado³³.

³³ Cabe tener en cuenta en este punto especialmente que más del 95% de las empresas en las que DIR es familiar, éste pose también acciones de la propia empresa. Raramente encontramos empresas en las que el DIR es miembro de la familia y no posee acciones de la sociedad.

6 Conclusiones

La siguiente tabla muestra un resumen simplificado de los resultados que hemos obtenido y explicado en el apartado anterior:

Tabla 20
Resumen de los resultados obtenidos

	EMPRESAS COTIZADAS	EMPRESAS NO COTIZADAS	HIPÓTESIS QUE VERIFICA	TABLA DE RESULTADOS
Manipulación contable de resultados	+	-	H1/H2	9
<i>...pero si la propiedad está muy concentrada en la familia</i>	-	-	-	9
<i>...y si el CEO es familiar</i>	-	-	H3	9
Manipulación real de resultados	-	-	H4	11
<i>...pero si la propiedad está muy concentrada en la familia...</i>	-	-	-	11
Calidad contable (calidad de los devengos)	-	+	H5/H6	15
<i>...pero si la propiedad está muy concentrada en la familia...</i>	+	+	-	15
<i>...y si el CEO es familiar</i>	+	+	H3	15
Conservadurismo	-	-	H7	18
<i>...pero si la propiedad está muy concentrada en la familia...</i>	-	-	-	18
<i>...y si el CEO es familiar</i>	-	-	H7	19

Aunque no es evidente establecer una relación directa entre todas las medidas expuestas en esta tabla y la calidad de la información contable, sí podemos extraer las siguientes conclusiones:

- Las empresas familiares cotizadas, en general, presentan resultados de menor calidad, en términos de mayores ajustes por devengo discrecionales (es decir, mayor manipulación contable del resultado). No obstante, esta situación se invierte (menor

manipulación contable y, por tanto, mayor calidad de la información) si la familia fundadora ejerce un mayor control sobre la sociedad o si el CEO o director general pertenece a la familia.

- Las empresas familiares no cotizadas tienden menos a manipular contablemente el resultado y, por lo tanto, podemos afirmar que presentan información contable de mayor calidad. Un mayor control por parte de la familia o la presencia de un CEO familiar ayuda a conseguir esta calidad³⁴.
- En cuanto a la manipulación real del resultado, las empresas familiares españolas (cotizadas y no cotizadas) llevan a cabo menores prácticas de este tipo de manipulación respecto a las no familiares. Un mayor porcentaje de control por parte de la familia parece ayudar, todavía más, a evitar estas prácticas.
- De la misma forma, parece que en las empresas familiares españolas (cotizadas y no cotizadas) hay una menor demanda de conservadurismo, especialmente cuando la familia posee un mayor control de la sociedad o cuando alguno de sus miembros ocupa el puesto de director general.

Los motivos y las razones que dan lugar a las afirmaciones anteriores han sido explicados con detalle en el apartado anterior.

Al margen de los resultados encontrados, es evidente que esta tesis no constituye el primer trabajo escrito sobre la calidad de la información contable (o sobre la manipulación del resultado contable) en la empresa familiar. Seguramente tampoco será el último. Pero sí es probable (al menos, eso esperamos) que los aspectos expuestos en este trabajo permitan abrir nuevas vías de investigación que ayuden a confirmar los resultados obtenidos y, sobretodo, profundizar en algunos aspectos no tratados en detalle.

³⁴ Conviene mencionar que este trabajo ha centrado su análisis en la comparación entre empresa familiar y no familiar, no en la comparativa entre empresas cotizadas y no cotizadas.

Concretamente, estos son los puntos que podrían tener en cuenta de cara a futuras investigaciones en esta línea:

- Seguir profundizando en la búsqueda de una definición más precisa y universal de empresa familiar, que permita a futuros investigadores obtener resultados más precisos (hemos mencionado varias veces a lo largo de esta tesis la problemática de no existir unanimidad en este sentido) y, sobretodo, más comparables. Pensamos que este trabajo ha sido pionero en conseguir un listado de empresas familiares mediante un método manual exhaustivo y más preciso que otros métodos como el uso de porcentajes de control, participación en la sociedad, etc., usados en muchos trabajos anteriores. Hemos podido observar de primera mano la importancia de definir bien la empresa familiar (pues definiciones diferentes dan lugar a resultados diferentes) y demostrar que los resultados obtenidos por otros autores son compatibles con los obtenidos por nosotros³⁵, siempre que se interpreten debidamente.
- Creemos que es muy importante (por no decir imprescindible) incluir las empresas no cotizadas en cualquier análisis de este tipo, especialmente si se trata de comparar el comportamiento de la empresa familiar con la no familiar. Por todos es sabido que, si bien hay empresas familiares que cotizan, la muestra de las que no cotizan es mucho más amplia, no sólo en España sino prácticamente en todos los países del mundo. Generalizar un análisis de la empresa familiar a muestras de empresas cotizadas exclusivamente, dejaría fuera del análisis a muchas otras (en ocasiones, incluso más grandes o significativas que las cotizadas) y restringe la generalización de los hallazgos. Los resultados obtenidos en esta investigación demuestran claramente que no se comportan exactamente igual las empresas familiares cotizadas que las no cotizadas (en las cotizadas, por ejemplo, la familia suele tener menos control que en las no cotizadas).

³⁵ Conviene tener presente que, si bien la inspección manual de las empresas a partir de los apellidos que hemos llevado a cabo en esta tesis puede suponer una mejora cualitativa en los resultados, sólo es aplicable a empresas españolas, pues disponemos de información de los dos apellidos de las personas implicadas. En aquellos países en los que no se publiquen datos con dos apellidos, esta clasificación será mucho más difícil de obtener.

- En línea con el punto anterior, también podría considerarse para futuros trabajos incluir empresas no auditadas (por ninguna auditora). Aunque es probable que muchas de ellas tengan tamaños que obliguen a dejarlas fuera de cualquier estudio, su análisis podría aportar resultados interesantes de cara a futuras líneas de investigación de calidad de los resultados, especialmente en empresas familiares.
- De la misma forma que no ha existido nunca unanimidad en cuanto a la definición de empresa familiar, tampoco ha existido nunca unanimidad sobre cómo medir de forma clara la calidad de la información contable que presentan las empresas o cuál es el método que puede ofrecer una aproximación mejor. Si bien la manipulación del resultado mediante los ajustes por devengo discrecionales ha sido siempre uno de los métodos más utilizados por la literatura en los últimos años (prácticamente desde Jones, en 1991), existen otros métodos alternativos. Por ello, pensamos que una buena forma de abarcar mejor el concepto de calidad del resultado es analizar varias de las medidas disponibles (devengos discrecionales, manipulaciones reales, calidad de los devengos, etc.) en paralelo y verificar si los diversos resultados son acordes entre sí.
- Finalmente y también en línea con el punto anterior, podría ser interesante profundizar en el análisis de la manipulación del resultado mediante actividades reales. Aunque la investigación llevada a cabo por Roychowdhury (2006) proporciona una muy buena medida de este tipo de manipulación, es muy probable que se pueden abrir nuevas líneas de investigación que permitan encontrar medidas alternativas para su medición.

Los puntos anteriores, si bien pueden constituir ideas o líneas a seguir en futuros trabajos, son también las limitaciones de éste, por lo que los resultados obtenidos deben interpretarse con precaución, teniendo en cuenta todo lo que acabamos de exponer. De la misma forma, la muestra usada podría no reflejar de manera correcta la situación de la población entera. En este sentido, proponemos llevar a cabo un análisis similar con empresas (no cotizadas) con cuentas no consolidadas, lo que sin duda daría lugar a un mayor número de observaciones.

7 Bibliografía

ACHLEITNER, A., RAPP, M., SCHALLER, P. y WOLFF, M., 2010. Selected Aspects of Executive Remuneration in Listed Firms: Family vs. Non-Family Firms. *Zeitschrift für Corporate Governance*, 3, pp. 113-118

ALBRECHT, V.D y RICHARDSON, F.M., 1990. Income Smoothing by Economy Sector. *Journal of Business Finance and Accounting*, 17(5), pp. 713-731.

ALI, A., CHEN, T.Y. y RADHAKRISHNAN, S., 2007. Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting & Economics*, 44(1-2), pp. 238-286.

ALLOUCHE, J., AMANN, B., JAUSSAUD, J y KURASHINA, T, 2008. The Impact of Family Control on the Performance and Financial Characteristics of Family versus Nonfamily Businesses in Japan: A Matched-Pair Investigation. *Family Business Review*, 21(4), pp. 315-329.

ANDERSON, R. y REEB, D., 2003. Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the SP500. *The Journal of finance*, 58(3), pp. 1301-1328.

ANDERSON, R. y REEB, D., 2004. Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms. *Administrative Sciences Quarterly*, 49, pp. 209-237.

ANDERSON, R.C., MANSI, S.A. y REEB, D.M., 2003. Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), pp. 263-285.

APELLÁNIZ, 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*, 24(82), pp. 13-40.

ARIZA, J.A., MOLINA, H. y RAMÍREZ, J., 2005. El concepto de empresa familiar. *XIII Congreso de AECA*. Oviedo.

AZOFRA, V., CASTRILLO, L. y DELGADO, M.M., 2003. Ownership Concentration, Debt Financing and the Investment Opportunity set as Determinants of Accounting Discretion. Empirical Evidence from Spain. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 115, pp. 215-255.

BALL, R. y SHIVAKUMAR, L., 2005. Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting & Economics*, 39(1), pp. 83-128.

BANGE, M.M. y DEBONDT, W.F.M., 1998. R&D budgets and corporate earnings targets. *Journal of Corporate Finance*, 4(2), pp. 153-184.

BARTOV, E., 1993. The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation. *The Accounting Review*, 68(4), pp. 840-855.

BASCO, J.T. (2006). La Investigación En La Empresa Familiar: Un Debate Sobre La Existencia De Un Campo Independiente. *Investigaciones Europeas en Dirección y Economía de la Empresa*, 12(1), pp. 33-54.

BASU, S., 1997. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting & Economics*, 24(1), pp. 3-37.

BEASLEY, M., CARCELLO, J. y HERMANSON, D., 1999. Fraudulent Financial Reporting (1987–1997): An Analysis of U.S. Public Companies. *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*, New York.

BEAVER, W.H. y ENGEL, E.E., 1996. Discretionary behavior with respect to allowances for loan losses and the behavior of security prices. *Journal of Accounting & Economics*, 22(1-3), pp. 177-206.

BEAVER, W.H., McNICHOLS, M. y NELSON, K., 2003. An alternative interpretation of the discontinuity in earnings distributions. *Working Paper*. Graduate School of Business, Stanford University.

BEAVER, W.H., y RYAN, S.G., 2005. Conditional and Unconditional Conservatism: concepts and Modeling. *Review of Accounting Studies*, 10(2/3), pp. 269-309.

BEBCHUK, L.A. y JOLLS, C., 1999. Managerial value diversion and shareholder wealth. *Journal of Law Economics & Organization*, 15(2), pp. 487-502.

BENS, D.A., NAGAR, V. y WONG, M.H.F., 2002. Real investment implications of employee stock option exercises. *Journal of Accounting Research*, 40(2), pp. 359-393.

BERNARD, V. y SKINNER, D., 1996. What motivates managers' choice of discretionary accruals? *Journal of Accounting & Economics*, 22(1-3), pp. 313-325.

BERNSTEIN, L. y SIEGEL, J., 1979. *The Concept of Earnings Quality. Financial Analysts Journal*, 35(4), pp. 72-75.

BEUSELINCK, C. y MANIGART, S., 2007. Financial reporting quality in private equity backed companies: The impact of ownership concentration. *Small Business Economics*, 29(3), pp. 261-274.

BIRLEY, S., NG, D. y GODFREY, A., 1999. The family and the business. *Long Range Planning*, 32(6), pp. 598-608.

BONA, C., PÉREZ, J. y SANTANA, D., 2007. Manipulación contable y propiedad familiar. *Working Paper*. Universidad de Las Palmas de Gran Canaria.

BONA, C., PÉREZ, J. y SANTANA, D., 2009. Capacidad informativa de los resultados contables en la empresa familiar. *Revista Cuadernos de Gestión*, 9(2), pp. 17-30.

BOOTH, G., KALLUNKI, J.P. y MARTIKAINEN, T., 1996. Post-announcement Drift and Income Smoothing: Finish Evidence, *Journal of Business Finance and Accounting*, 23(8), pp. 1197-1211.

BOYNTON, C., DOBBINS, P. y PLESKO, G., 1992. Earnings Management and the corporate AMT. *Journal of Accounting Research*, 30, pp. 131-160.

BRUNS, W., MERCHANT, K., 1990. The dangerous morality of managing earnings. *Management Accounting*, 72(2), pp. 22-25.

BUSHEE, B., 1998. The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *The Accounting Review*, 73(3), pp. 305-333.

CARLSON, S. y BATHALA, C., 1997: Ownership Differences and Firm's Income Smoothing Behavior. *Journal of Business Finance and Accounting*, 24(2), pp. 179-196.

CASCINO, S., PUGLIESE, A., MUSSOLINO, D. y SANSONE, C., 2010. The Influence of Family Ownership on the Quality of Accounting Information. *Family Business Review*, 23(3), pp. 246-265.

CHANEY, P. y LEWIS, C., 1995. Earnings management and firm valuation under asymmetric information. *Journal of Corporate Finance*, 1(3-4), pp. 319-345.

CHANEY, P., JETER, D. y LEWIS, C., 1998. The use of accruals in earnings management: a permanent earnings hypothesis. *Working paper*, Vanderbilt University.

CHE-AHMAD, A., y MANSOR, N., 2009. Board Independence, Ownership Structure, Audit Quality and Income Smoothing Activities: A Study on Malaysian Market. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 5, pp. 1-13.

CHEN, S., CHEN, X. y CHENG, Q., 2008. Do family firms provide more or less voluntary disclosure? *Journal of Accounting Research*, 46(3), 499-536.

CHRISMAN, J., CHUA, J. y LITZ, R., 2004. Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence. *Entrepreneurship: theory and practice*, 28(4), pp. 335-354.

CHRISMAN, J., CHUA, J. y SHARMA, P., 2005. Trends and directions in the development of a strategic management theory of the family firm. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 29(5), pp. 555-575.

COLLIS, F., y JARVIS, R., 2002. Financial information and management of small private companies. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 9(2), pp. 100-110.

CORBETTA, G. y SALVATO, C., 2004. Self-serving or self-actualizing? Models of man and agency costs in different types of family firms: A commentary on "Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence". *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 28(4), pp. 355-362.

DEANGELO, H. y DEANGELO, L., 2000. Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy: a study of the Times Mirror Company. *Journal of Financial Economics*, 56(2), pp. 153-207.

DECHOW, P.M. y DICHEV, I.D., 2002. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77(Supplement), pp. 35-59.

DECHOW, P.M., KOTHARI, S.P. y WATTS, R.L., 1998. The relation between earnings and cash flows. *Journal of Accounting & Economics*, 25(2), pp. 133-168.

DECHOW, P.M. y SCHRAND, C., 2004. Earnings Quality. CFA Institute.

DEFOND, M.L. y JIAMBALVO, J., 1994. Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals. *Journal of Accounting & Economics*, 17(1-2), pp. 145-176.

DEFOND, M.L. y PARK, C.W., 1997. Smoothing income in anticipation of future earnings. *Journal of Accounting & Economics*, 23(2), pp. 115-139.

DIAMOND, D.W. y VERRECCHIA, R.E., 1991. Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *Journal of Finance*, 46(4), pp. 1325-1359.

DIÉGUEZ, J., LÓPEZ, P y ROJO, A., 2011. Importancia del concepto de Empresa Familiar en investigación: utilización de la base de datos SABI para su clasificación. *Revista de Empresa Familiar*, 1(1) pp. 53-67.

ELLIOTT, J.A. y HANNA, J.D., 1996. Repeated accounting write-offs and the information content of earnings. *Journal of Accounting Research*, 34, pp. 135-155.

EWERT, R. y WAGENHOFER, A., 2004. Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. *Accounting Review*, 80(4), pp. 1101-1124.

FACCIO, M. y LANG, L.H.P., 2002. The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3), pp. 365-395.

FAN, J.P.H. y WONG, T.J., 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting & Economics*, 33(3), pp. 401-425.

FRANCIS, J., LAFOND, R., OLSSON, P. y SCHIPPER, K., 2004. Costs of Equity and Earnings Attributes. *The Accounting Review*, 79, pp. 967-1010.

FRANCIS, J., LAFOND, R., OLSSON, P. y SCHIPPER, K., 2005. The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting & Economics*, 39(2), pp. 295-327.

FRIEDLAN, J., 1994. Accounting choices by issuers of initial public offerings. *Contemporary Accounting Research*, 11, pp. 1-31.

GABÁS, F. y PINA, V., 1991. El Alisamiento de Beneficios en el Sector Eléctrico: Un Estudio Empírico. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 20(66), pp. 265-283.

GARCÍA DE LA BORBOLLA, A., HERRERA, J., LARRÁN, M., SÁNCHEZ, G. y SUÁREZ, A., 2007. Análisis Empírico de las Diferencias de Eficiencia entre las Empresas Familiares y las no Familiares. *Investigaciones Europeas en Dirección y Economía de la Empresa*, 13(1), pp. 103-116.

GILL DE ALBORNOZ, B., 2003. Alisamiento Del beneficio y manipulación de ajustes por devengo: análisis empírico en el contexto español. *Working Paper*, Universidad Jaume I.

GARCÍA, B y GILL DE ALBORNOZ, B., 2005. El Gobierno Corporativo y las Practicas de Earnings Management: Evidencia Empírica en España. *Working Paper*, Universidad Jaume I.

GARCÍA, B, GILL DE ALBORNOZ, B. y GISBERT, A., 2005. La investigación sobre “Earnings Management”. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 127, pp. 1001-1034.

GARCÍA, J., GARCÍA, B. y PEÑALVA, F, 2009. Accounting conservatism and corporate governance. *Review of Accounting Studies*, 14(1), pp. 161-201.

GARCÍA, J., GARCÍA, B. y PEÑALVA, F, 2011. Conditional conservatism and cost of capital. *Review of Accounting Studies*, 16, pp. 247-271.

GARCÍA, J., GARCÍA, B. y PEÑALVA, F, 2012. Accounting conservatism and firm investment efficiency. *Working Paper*. IESE Business School.

GARCÍA, B., 2008. Board independence and real earnings management: The case of R&D expenditure. *Corporate Governance*, 16, pp. 116-131.

GILL DE ALBORNOZ, B. y ALCARRIA, J., 2003 Analysis and diagnosis of income smoothing in Spain. *European Accounting Review*, 12(3), pp. 443-463.

GINER, B. y REES, W., 2002. On the asymmetric recognition of good and bad news in France, Germany and the United Kingdom. *Journal of Business, Finance and Accounting*, 28, pp. 1285-1331.

GOMEZ-MEJIA, L., NUNEZ-NICKEL, M. y GUTIERREZ, I., 2001. The role of family ties in agency contracts. *The Academy of Management Journal*, 44(1), pp. 81-95.

GORE, P., POPE, P. y SINGH, A., 2002. Earnings management and the distribution of earnings relative to targets. *Working Paper*. Lancaster University.

GRAHAM, J., HARVEY, C. y RAJGOPAL, S., 2005. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1-3), pp. 3-73.

GUAY, W. Y VERRECHIA, R., 2007. Conservative Disclosure. *Working Paper*, Wharton Business School, University of Pennsylvania.

GUENTHER, D., 1994. Earnings Management in Response to Corporate Tax Rate Changes: Evidence from the 1986 Tax Reform Act. *The Accounting Review*, 69(1), pp. 230-243.

HABBERSHON, T.G. y WILLIAMS, M.L., 2000. A model for understanding the competitiveness of family-controlled companies. In: *Poutziouris, P. (Ed.), Tradition or Entrepreneurship in the New Economy*. Manchester Business School, pp. 94–115.

HEALY, P.M., 1985. The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7, pp. 85-107.

HEALY, P.M. y WAHLEN, M.W., 1999. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), pp. 365-383.

HUTTON, A.P., 2007. A discussion of ‘corporate disclosure by family firms’. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1-2), pp. 287-297.

IMHOFF, E., 1992. The relation between perceived accounting quality and economic characteristics of the firm. *Journal of Accounting and Public Policy*, 11(2), pp. 97-118.

IMHOFF, E. y THOMAS, J., 1989. “Accounting Quality”. *Working Paper*.

JARA, M. y LÓPEZ, F., 2007 Auditoría y discrecionalidad contable en la gran empresa no financiera española. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 36(135), pp. 569-594.

JAGGI, B., LEUNG, S. y GUL, F., 2009. Family control, board independence and earnings management: Evidence based on Hong Kong firms. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(4), pp. 281-300.

JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H., 1976. Theory of Firm - Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360.

JIRAPORN, P. y DADALT, P.J., 2009. Does founding family control affect earnings management? *Applied Economics Letters*, 16(2), pp. 113-119.

JONES, J., 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), pp. 193-228.

JUNG, K. y KWON, S. Y., 2002. Ownership structure and earnings informativeness. Evidence from Korea. *International Journal of Accounting*, 37, pp. 301-325.

KAPLAN, S.E., 1985. An Examination of the Effects of Environment and Explicit Internal Control Evaluation on Planned Audit Hours. *Auditing-a Journal of Practice & Theory*, 5(1), pp. 12-25.

KARAMANOU, I. y VAFEAS, N., 2005. The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: An empirical analysis. *Journal of Accounting Research*, 43(3), pp. 453-486.

KASANEN, E., KINNUNEN, J. y NISKANEN, J., 1996. Dividend-based earnings management: Empirical evidence from Finland. *Journal of Accounting & Economics*, 22(1-3), pp. 283-312.

KINNEY, M., y R. TREZEVANT, 1997. The Use of Special Items to Manage Earnings and Perceptions. *Journal of Financial Statement Analysis*, 3, pp. 45-53.

KOTHARI, S., LEONE, A. y WASLEY, C., 2005, Performance Matched Discretionary Accrual Measures. *Journal of Accounting & Economics*, 39(1), pp. 163-197.

LAPORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A., 1999. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), pp. 471-517

LEE, J., 2006. Family firm performance: Further evidence. *Family Business Review*, 19(2), pp. 103-114.

LEUZ, C., NANDA, D. y WYSOCKI, P.D., 2003. Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), pp. 505-527.

LEV, B., 1989. On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research. *Journal of Accounting Research*, 27(Sup.).

MA, C.K., 1988. Loan Loss Reserves and Income Smoothing: the Experience in the U.S. Banking Industry, *Journal of Business Finance and Accounting*, 15(4), pp. 487-497.

McNICHOLS, M.F., 2002. Discussion of the quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *Accounting Review*, 77(Supplement), pp. 61-69.

McNICHOLS, M.F. y STUBBEN, S.R., 2008. Does Earnings Management Affect Firms' Investment Decisions? *Accounting Review*, 83(6), pp. 1571-1603.

MICHELSON, S.E., JORDAN-WAGNER, J. y WOOTTON, C.W., 1995. A Market Analysis of Income Smoothing, *Journal of Business Finance and Accounting*, 22(8), pp. 1179-1193.

MILLER, D. y LE BRETON-MILLER, I., 2006. Family governance and firm performance: Agency, stewardship, and capabilities. *Family Business Review*, 19, pp. 73-87.

MOEHRLE, S.R., 2002. Do firms use restructuring charge reversals to meet earnings targets? *Accounting Review*, 77(2), pp. 397-413.

MONTERREY, J. y SÁNCHEZ, A., 2008. Gobierno corporativo, conflictos de agencia y elección de auditor. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 37(137), pp. 113-156.

MORCK, R., SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W., 1988. Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1-2), pp. 293-315.

MOSES, O.D., 1987. Income Smoothing and Incentives - Empirical Tests using Accounting Changes. *Accounting Review*, 62(2), pp. 358-377.

NAVARRO, J. y MARTÍNEZ, I., 2004. Manipulación Contable y Calidad del Auditor. Un Estudio Empírico de la Realidad Española. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 33(123), pp. 1025-1061.

NIEHAUS, G.R., 1989. Ownership Structure and Inventory Method Choice. *Accounting Review*, 64(2), pp. 269-284.

PERRINI, F., ROSSI, G. y ROVETTA, B., 2008. Does ownership structure affect performance? Evidence from the Italian market. *Corporate governance*, 16(4), pp. 312-325.

PERRY, S. y WILLIAMS, T., 1994. Earnings management preceding management buyout offers. *Journal of Accounting & Economics*, 18(2), pp. 157-179.

PETERSEN, M.A., 2009. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *Review of Financial Studies*, 22, pp. 435-480.

POPE, P. F. y WALKER, M., 2003. Ex-ante and ex-post accounting conservatism, asset recognition and asymmetric earnings timeliness. *Working Paper*, Lancaster University y University of Manchester, UK.

POUTZIOURIS, P., O'SULLIVAN, K. y NICOLESCU, L., 1997. The [Re]-Generation of Family-Business Entrepreneurship in the Balkans. *Family Business Review*, 10(3), pp. 239-262

PRENCIPE, A., MARKARIAN, G. y POZZA, L., 2008. Earnings management in family firms: Evidence from R&D cost capitalization in Italy. *Family Business Review*, 21, pp. 71-88.

RANGAN, S., 1998. Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50(1), pp. 101-122.

REYNOLDS, J. y FRANCIS, J., 2000. Does size matter? The influence of large clients on office-level auditor reporting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 30(3), pp. 375-400.

RONEN, J. Y SADAN, S., 1975: Classificatory Smoothing: Alternative Income Models. *Journal of Accounting Research*, Primavera, pp. 133-149.

RONEN, J. y SADAN, S., 1977: Income Smoothing: A Review. *Accounting Journal*, Primavera, pp. 11-27.

ROYCHOWDHURY, S., 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting & Economics*, 42(3), pp. 335-370.

SAITO, T., 2008. Family firms and firm performance: Evidence from Japan. *Journal of the Japanese and International Economies*, 22(4), pp. 620-646.

SANCHEZ-BALLESTA, J.P. y GARCIA-MECA, E., 2007. Ownership structure, discretionary accruals and the informativeness of earnings. *Corporate Governance: An International Review*, 15(4), pp. 677-691.

SCHIPPER, K., 1989. Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4), pp. 91-102.

SCHMID, T., AMPENBERGER, M., KASERER, C. y ACHLEITNER, A.K., 2010. Controlling Shareholders and Payout Policy: Do Founding Families Have a Special 'Taste for Dividends'? *Working Paper*, Technische Universität München.

SETIA-ATMAJA, L., TANEWSKI, G.A. y SKULLY, M., 2009. The Role of Dividends, Debt and Board Structure in the Governance of Family Controlled Firms. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(7-8), pp. 863-898.

SIEGEL, J., 1982. The "quality of earnings" concept. A survey. *Financial Analysts Journal*, 38(2), pp. 60-68.

TAGIURI, R y DAVIS, J., 1996. Bivalent Attributes of the Family Firm. *Family Business Review*, 9(2), pp. 199-208.

TAPIES, J., 2009. Empresa familiar: ni tan pequeña, ni tan joven. *Fundación Jesús Serra*.

TEOH, S., WELCH, I. y WONG, T., 1998. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50(1), pp. 63-99.

TISCINI, R., 2008. Le aziende di famiglia 'quotate'. Teoria del governo d'impresa. *Luiss University Press*.

TONG, Y., 2007. Financial Reporting Practices of Family Firms. *Advances in Accounting*, 23, pp. 231-261.

TSANG, E., 2002. Learning from overseas venturing experience: The case of Chinese family businesses. *Journal of Business Venturing*, 17(1), pp. 21-40.

VILLALONGA, B. y AMIT, R., 2006. How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), pp. 385-417.

WANG, D.C., 2006. Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research*, 44(3), pp. 619-656.

WARFIELD, T.D., WILD, J.J. y WILD, K.L., 1995. Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings. *Journal of Accounting & Economics*, 20(1), pp. 61-91.

WATTS, R.L. y ZIMMERMAN, J.L. 1986. "Positive Accounting Theory". *Englewood Cliffs: Prentice Hall*.

YANG, M. L., 2010. The impact of controlling families and family CEOs on earnings management. *Family Business Review*, 23(3), pp. 266-279.

YEO, G., TAN, P., HO, K., CHEN, S., 2002. Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Earnings. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(7-8), pp. 1023-1046.

ZHAO, R. y MILLET-REYES, B. (2007). Ownership structure and accounting information content: Evidence from France. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 18(3), pp. 223-246.

8 Anexos

Anexo 2: Equivalencias entre las Cuentas de Resultados según el PGC de 1990 y el PGC de 2007

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS PGC 2007	2007	2007	CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS PGC 1990
OPERACIONES CONTINUADAS			
1. Importe neto de la cifra de negocios	12.984.925	12.984.925	B.1. Importe neto de Cifra de Ventas
a) Ventas	12.984.925	12.984.925	B.1. a) Ventas - c) Devoluciones y ""rappels"" sobre ventas
b) Prestaciones de servicios	0	0	B.1. b) Prestaciones de servicios
2. Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación	0	0	B.2. Aumento exist. Prod. Term., curso fabric. - A.1. Reduc. Exist. Produc. termin., curso fabric.
3. Trabajos realizados por la empresa para su activo	0	0	B.3. Trabajos efect. por empresa para inmov.
4. Aprovisionamientos	-9.749.297	-9.749.297	A.2. Aprovisionamientos
a) Consumo de mercaderías	-9.749.297	-9.749.297	A.2. a) Consumo de mercaderías
b) Consumo de materias primas y otras materias consumibles	0	0	A.2. b) Consumo mat. primas y otras mat. Consum.
c) Trabajos realizados por otras empresas	0	0	A.2. c) Otros gastos externos
d) Deterioro de mercaderías, materias primas y otros aprovisionamientos	0	0	A.5.a) Variación de provisiones de existencias
5. Otros ingresos de explotación	25.375	25.375	B.4. Otros ingresos de explotación
a) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	20.000	20.000	B.4. a) Ingr. acces. y otros gestión corriente + B.12. Ingr. extra. + B.13. Ingresos y benef. de otros ejerc.
b) Subvenciones de explotación incorporadas al resultado del ejercicio	5.375	5.375	B.4. b) Subvenciones
6. Gastos de personal	-1.587.424	-1.587.424	A.3. Gastos de personal
a) Sueldos, salarios y asimilados	0	-1.217.023	A.3. a) Sueldos, salarios y asimilados
b) Cargas sociales	0	-370.401	A.3. b) Cargas sociales
c) Provisiones	0	0	
7. Otros gastos de explotación	-821.608	-821.608	A.5. Var. provis. tráfico y perd. créditos incob. + A.6. Otros gastos de explotación
a) Servicios exteriores	-799.840	-799.840	A.6. a) Servicios exteriores
b) Tributos	-17.218	-17.218	A.6. b) Tributos
c) Pérdidas, deterioro y variación de provisiones por operaciones comerciales	128	128	A.5. b) Variación de provis., pérdidas créd. Incob. + c) Variación de otras provisiones de tráfico
d) Otros gastos de gestión corriente	-4.678	-4.678	A.6. c) Otros gastos de gestión corriente + A.13. Gastos extra. + A.14. Gastos y pérdidas de otros ejerc.
8. Amortización del inmovilizado	-390.390	-390.390	A.4. Dotaciones para amortiz. de inmovil.
9. Imputación de subvenciones de inmovilizado no financiero y otras	0	0	
10. Excesos de provisiones	0	0	B.4. c) Exceso provisiones riesgos y gastos
11. Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado	-2.161	-2.161	
a) Deterioro y pérdidas	-3.861	-3.861	A.10. Var. prov. Inmov. Inmat., mat., cart. cont.
b) Resultados por enajenaciones y otras	1.700	1.700	B.9. Benef. enaj. Inmov. Inmat., mat., cart. cont. - A.11. Pérd. proced. Inmov. Inmat., mat., cart. cont.
12. Diferencia negativa de combinaciones de negocio	0	0	
13. Otros resultados	0	0	
A1) RESULTADO DE EXPLOTACIÓN (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8 + 9 + 10 + 11 + 12 + 13)	459.420	459.420	

Nota: Las cifras que figuran son las correspondientes a la empresa Mercadona en el año 2007 (Fuente: SABI).

Anexo 2: Equivalencias entre las Cuentas de Resultados según el PGC de 1990 y el PGC de 2007 (cont.)

14. Ingresos financieros	38.600	38.600	
a) De participaciones en instrumentos de patrimonio	775	775	
a) En empresas del grupo y asociadas	0	0	B.5. a) En empresas del grupo + b) En empresas asociadas
b) En terceros	775	775	B.5. c) En empresas fuera del grupo
b) De valores negociables y otros instrumentos financieros	37.819	37.819	
a) De empresas del grupo y asociadas	0	0	B.6. a) En empr. del grupo + b) En empr. asociadas + B.7. a) En empr. del grupo + b) En empr. asociadas
b) De terceros	37.819	37.819	B.6. c) En empresas fuera del grupo + B.7. c) En empresas fuera del grupo
c) Imputación de subvenciones, donaciones y legados de carácter financiero	6	6	B.11. Subvenc. Cap. Transf. Result. Ejercicio
15. Gastos financieros	-26.380	-26.380	
a) Por deudas con empresas del grupo y asociadas	0	0	A.7. a) Por deudas con empresas del grupo + b) Por deudas con empresas asociadas
b) Por deudas con terceros	-26.380	-26.380	A.7. c) Por deudas terceros y gastos asimilados
c) Por actualización de provisiones	0	0	
16. Variación de valor razonable en instrumentos financieros	0		
a) Cartera de negociación y otros	0	0	(A.8. Podría estar aquí en algún caso)
b) Imputación al resultado del ejercicio por activos financieros disponibles para la venta	0	0	
17. Diferencias de cambio	0	0	B.8. Diferencia positiva de cambio - A.9. Diferencia negativa de cambio
18. Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros	0	0	
a) Deterioros y pérdidas	0	0	A.8. Var. prov. de inversiones financieras + A.10. Var. prov. Inmov. Inmat., mat., cart. cont.
b) Resultados por enajenaciones y otras	0	0	B.10. Benef. Oper. acciones y oblig. Propias - A.12. Pérd. Oper. acciones y oblig. Propias B.9. Benef. enaj. Inmov. Inmat., mat., cart. cont. - A.11. Pérd. proced. Inmov. Inmat., mat., cart. cont. B.7. d) Beneficios en inversiones financieras - A.7. d) Pérdidas de inversiones financieras
A2) RESULTADO FINANCIERO (14 + 15 + 16 + 17 + 18)	12.220	12.220	
A3) RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS (A1 + A2)	471.640	471.640	
19. Impuestos sobre beneficios	-135.440	-135.440	A.15. Impuestos sobre sociedades + A.16 Otros impuestos
A4) RESULTADO DEL EJERCICIO PROCEDENTE DE OPERACIONES CONTINUADAS (A3 + 19)	336.200	336.200	
OPERACIONES INTERRUMPIDAS			
20. Resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas neto de impuestos	0	0	
A5) RESULTADO DEL EJERCICIO (A4 + 20)	336.200	336.200	

Anexo 3: Ejemplo de cálculo de la CGO a partir del PGC de 2007 y comparativa con la CGO real según el EFE

	2010	2009	2008	2007
Resultado de Explotación según PGC 2007	560.147	369.640	429.543	459.420
- Deterioro y resultado por enajenaciones del inmovilizado (11)	3.087	6.530	19.841	2.161
Resultado de Explotación según PGC 1990 (incluye ingresos y gastos extraordinarios)	563.234	376.170	449.384	461.581
Resultado Financiero según PGC 2007	3.401	-9.108	14.501	12.220
- Imputación de subvenciones, donaciones y legados de carácter financiero (14. c)	0	0	0	-6
- Deterioro y resultado por enajenaciones de instrumentos financieros (18)	14.000	6.285	8.256	0
Resultado Financiero según PGC 1990	17.401	-2.823	22.757	12.214
Resultado de actividades ordinarias calculado según PGC 1990	580.635	373.347	472.141	473.795
Amortizaciones (8)	406.328	348.609	387.614	390.390
Variación de valor razonable en instrumentos financieros (16)	0	0	0	0
Diferencias de cambio (17)	0	0	0	0
Ajustes del Resultado	406.328	348.609	387.614	390.390
Existencias	560.003	540.868	531.096	485.022
Dedudores comerciales y otras cuentas a cobrar (incluye accionistas por desembolsos exigidos)	75.837	68.224	47.256	60.651
Periodificaciones a corto plazo	6.552	8.440	12.379	10.428
Activo Circulante Operativo	642.392	617.532	590.731	556.101
Acreeedores comerciales y otras cuentas a pagar	2.602.072	2.543.811	2.633.378	2.446.539
Periodificaciones a corto plazo	0	0	0	0
Provisiones a corto plazo	0	0	0	0
Provisiones a largo plazo	23.446	15.099	22.891	15.254
Ingresos a distribuir en varios ejercicios	0	0	0	0
Pasivo Circulante Operativo	2.625.518	2.558.910	2.656.269	2.461.793
CGO calculada = Bº act. Ordinarias + Ajustes del Resultado - ΔAOper. + ΔPOper.	1.028.711	597.796	1.019.601	-
CGO real según EFE (PGC 2007)	925.499	585.488	974.174	-

Nota: Las cifras que figuran son las correspondientes a la empresa Mercadona en el año 2007 (Fuente: SABI).

