

FÉLIX J. LÓPEZ ITURRIAGA

*Profesor de Economía Financiera
y Contabilidad
Universidad de Valladolid*

MAURICIO A. JARA BERTIN

Doctorando Universidad de Valladolid



*Félix J. López
Iturriaga*



*Mauricio A. Jara
Bertin*

Este trabajo ha obtenido el **1.º Premio Estudios Financieros 2006** en la Modalidad de **CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**.

El Jurado ha estado compuesto por: don José Ramón GONZÁLEZ GARCÍA, doña María Teresa DEL VAL NÚÑEZ, doña María Antonia GARCÍA BENAÚ, don Alejandro LARRIBA DÍAZ ZORITA, don Juan Antonio MAROTO ACÍN y don Jesús URÍAS VALIENTE.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato de los autores.

Extracto:

EN el presente trabajo se analiza hasta qué punto algunos rasgos de la comisión de auditoría –como son su tamaño y su composición– y del auditor externo –como la duración de la relación o las características del mismo– afectan a las prácticas directivas de gestión de beneficios. También contrastamos el efecto de las prácticas de gestión de beneficios sobre el valor de la empresa y cómo la estructura de capital de la empresa, su estructura de propiedad y la existencia de oportunidades de crecimiento afectan a tal relación.

Nuestros resultados ponen de manifiesto la existencia de una estrecha relación entre la independencia de la comisión de auditoría y la fiabilidad de la información contable y un menos claro pero también beneficioso efecto del tamaño de dicha comisión. Asimismo, se observa que el prestigio de la empresa auditora mejora la calidad de los estados financieros y que, si bien el auditor externo puede carecer del conocimiento o experiencia necesarios en los primeros momentos de la relación, un contrato de auditoría de duración más prolongada reduce la discrecionalidad contable directiva.

En su vertiente informativa, los ajustes por devengo discrecionales actúan como señal emitida en los mercados financieros para complementar el contenido informativo de los beneficios y, por tanto, tienen un efecto

.../...

.../...

positivo sobre el valor de la empresa. Esta positiva relación es reforzada por otro efecto específico –y también positivo– de la concentración de la propiedad y de la participación directiva en la propiedad. Por el contrario, los ajustes discrecionales transmiten una información negativa en las empresas más endeudadas, si bien esta relación se halla condicionada por la disponibilidad de oportunidades de crecimiento.

Sumario:

1. Introducción.
2. Discrecionalidad contable, auditoría y gobierno corporativo.
 - 2.1. Tamaño de la comisión.
 - 2.2. Independencia de la comisión.
 - 2.3. Auditores externos.
3. Discrecionalidad contable y valor de la empresa.
 - 3.1. Gestión de beneficios y valor de la empresa.
 - 3.2. Gestión de beneficios y estructura de propiedad.
 - 3.3. Gestión de beneficios y estructura de capital.
4. Muestra, variables y metodología.
 - 4.1. Muestra y variables.
 - 4.2. Metodología.
 - 4.3. Método de estimación.
5. Resultados.
 - 5.1. Auditoría y gestión de beneficios.
 - 5.2. Efecto valorativo de la gestión de beneficios.
6. Conclusiones.

Bibliografía.

1. INTRODUCCIÓN

Según cuentan las crónicas de la época, don Gonzalo Fernández de Córdoba, ilustre militar español, fue requerido por el rey Fernando el Católico para que detallara las cuentas de la campaña de Italia que culminó con la conquista del reino de Nápoles en 1498. El Gran Capitán, molesto por lo que él consideraba un excesivo celo fiscalizador del monarca, respondió, con una ironía que la leyenda se ha encargado de magnificar, con una enumeración en la que figuraban conceptos tan variados como extraños: *«Por picos, palas y azadones para enterrar los cadáveres del adversario, cien millones de ducados; ciento cincuenta mil ducados en frailes, monjas y pobres, para que rogasen a Dios por la prosperidad de las armas españolas; cien mil ducados en guantes perfumados para preservar a las tropas del mal olor de los cadáveres de los enemigos tendidos en el campo de batalla; ciento sesenta mil ducados en poner y reponer campanas destruidas por el uso continuo de repicar todos los días por nuevas victorias conseguidas sobre el enemigo; y, finalmente, cien millones por mi paciencia en escuchar ayer que el Rey pedía cuentas al que le había regalado un reino»*. Ciertas o no, las cuentas del Gran Capitán han llegado a nuestros días como expresión de gastos desorbitados y arbitrarios.

Con no poca dosis de exageración, pero también con un innegable fundamento, podríamos decir que la información financiera proporcionada hoy en día por algunas empresas recuerda las cuentas del Gran Capitán. No hace falta remontarse mucho en el tiempo para evocar escándalos como *Enron*, *Worldcom* o *Parmalat* que han sacudido a la opinión pública y han generado la desconfianza de los inversores. En sólo quince años *Enron* pasó de ser una pequeña empresa de gas en Texas a la compañía más grande de Estados Unidos y a estar implantada en más de cuarenta países. Su compleja estructura organizativa, un entramado de más de tres mil sociedades, dificultaba sobremedida las labores de auditoría y control y, en cambio, facilitaba la manipulación de beneficios y el maquiillaje de estados financieros. La exhaustiva investigación realizada por la *Securities and Exchange Commission*, varias comisiones del Congreso, el Departamento de Justicia de Estados Unidos y el *Federal Bureau of Investigation* desveló un fraude de más de 35.000 millones de dólares, concluyó con el procesamiento del presidente ejecutivo Kenneth Lay, del responsable de finanzas de la empresa Andrew Fastow y del auditor jefe David Duncan y el presidente ejecutivo Joseph Berardino de la auditora Arthur Andersen e, indirectamente, trajo consigo la desaparición de esta última.

No muy distinto fue el caso de *Worldcom*, que logró ser la segunda operadora de telefonía de larga distancia en Estados Unidos y cuyo director financiero David Myers, así como los responsables del departamento de contabilidad, fueron acusados y condenados por manipulaciones contables próximas a los 4.000 millones de dólares. Los escándalos financieros se han producido a ambos lados del Atlántico, como atestigua el caso *Parmalat*. Esta multinacional italiana, cuya propiedad se hallaba altamente concentrada en las manos de su presidente y principal accionista,

presentaba un diseño organizativo en el que Calisto Tanzi gozaba de un poder casi absoluto de decisión sin necesidad de contar con el consejo de administración. Las supuestas reservas de 3.950 millones depositadas en las Islas Caimán se transformaron en unas deudas no contabilizadas por valor de once mil millones de euros y generaron un sentimiento de estafa en cerca de 115.000 inversores. Este escándalo salpicó a empresas auditoras como *Deloitte & Touche* y *Grant Thornton* o bancos como *Citigroup*, cuyo buen nombre ha quedado de alguna manera mancillado.

Estos sucesos nos remiten a la separación entre la propiedad y el control de los activos, tan frecuente en las grandes empresas actuales, y que conlleva un asimétrico reparto de información entre las partes intervinientes. Los directivos de las compañías cuentan con mejor información y surge así la necesidad de proveer de una información veraz a los mercados para limitar la discrecionalidad directiva, atenuar las asimetrías informativas y facilitar elementos de referencia que permitan una valoración más correcta de la empresa. Entre los procedimientos para aportar esta información se encuentran los estados financieros, instrumentos que desempeñan un papel clave para ofrecer una imagen fiel de la situación de la empresa. Pero, a pesar de esta intención inicial, cabe una utilización desvirtuada de los mismos por parte de los directivos orientándolos en su propio interés. Por tanto, *grosso modo* cabría distinguir dos tipos de motivaciones para la realización de modificaciones contables. Una de ellas trataría de mejorar el contenido informativo de los estados financieros y de transmitir al mercado información relevante para la valoración de la empresa, mientras que la otra buscaría la satisfacción de la función de utilidad directiva y la presentación de estados financieros más acordes con los intereses de los gestores. Se entiende así la doble motivación de nuestro trabajo en el que, por una parte, contrastaremos el efecto sobre el valor de la empresa de los ajustes contables discrecionales y, por otro lado, estudiaremos las características de la función de auditoría que limitan la utilización discrecional de tales ajustes.

Este estudio ha de enmarcarse en la preocupación, surgida en los últimos años tanto en el ámbito académico como entre los profesionales y las autoridades reguladoras, por el gobierno corporativo, entendido como el conjunto de mecanismos que tratan de garantizar a los aportantes de recursos la remuneración correspondiente a sus inversiones (SHLEIFER y VISHNY, 1997). La legislación española se ha hecho eco de esta inquietud a través de normas de distinto rango, entre las que cabría citar las leyes 44/2002 de Medidas de Reforma del Sistema Financiero Español y 26/2003 de Transparencia de las Sociedades Anónimas Cotizadas, leyes que tratan de incorporar recomendaciones contenidas en los llamados Informe Olivencia, Informe Aldama y el Proyecto de código unificado de recomendaciones sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas ¹.

En estas normas late el intento de mejorar la eficacia de los órganos de administración de las empresas y, más específicamente, de garantizar un comportamiento más transparente de los administradores de las mismas. No ha de extrañar que un aspecto destacado de tales normas sea su preocupación por la información transmitida tanto en términos cuantitativos como en la fiabilidad y puntualidad de la misma.

En un nivel mayor de concreción, tanto el Derecho español como la normativa comunitaria (recogida en las Recomendaciones de 16 de mayo de 2002 de la Comisión de las Comunidades Europeas sobre la independencia de los auditores de cuentas en la Unión Europea y de 15 de noviem-

¹ También conocido como código Conthe.

bre de 2000 sobre el control de la calidad de la auditoría legal en la UE, y en la Comunicación de 21 de mayo de 2003 de la Comisión de las Comunidades Europeas al Consejo y al Parlamento Europeo sobre refuerzo de la auditoría legal en la UE) han asumido la necesidad de articular nuevos mecanismos y de mejorar los ya existentes para recuperar la credibilidad de la función de auditoría.

Desde una perspectiva menos jurídica, la literatura previa ha prestado igualmente bastante atención a la función de auditoría en el contexto de los problemas de gobierno de la empresa (KLEIN, 1998; KARAMANOU y VAPEAS, 2005), no faltando referencias a cómo los mecanismos de gobierno corporativo influyen en las prácticas de manipulación de beneficios (BUSHMAN y SMITH, 2002; PEASNELL *et al.*, 2001), a cómo la calidad de la auditoría se relaciona con la gestión de beneficios (BUTLER *et al.*, 2004; NAVARRO y MARTÍNEZ, 2004) e, incluso, se ha propuesto una reflexión sobre la función de auditoría ante los escándalos financieros anteriormente aludidos (GARCÍA y VICO, 2003).

Esta preocupación discurre en paralelo con todo un desarrollo de la literatura centrado en la posibilidad de influir sobre el valor de la empresa mediante procedimientos puramente contables, entre los que destaca la denominada gestión de beneficios o *earnings management* (ERICKSON y WANG, 1999; HEALY y WAHLEN, 1999). La dirección de beneficios se enmarca en el contexto de la discrecionalidad directiva y se entiende como la alteración del resultado empresarial por parte del equipo gestor con intenciones tales como complementar y mejorar la información transmitida al mercado o para satisfacer su propia función de utilidad, a modo de ejemplo. La evidencia empírica disponible revela que tales prácticas tienen un patente efecto en la valoración de la empresa (DECHOW, 1994; DECHOW *et al.*, 1998; DECHOW y DICHEV, 2002) y, por lo tanto, interactúan con las decisiones financieras.

Nuestro trabajo, se centra en las prácticas de gestión de beneficios y discurre en una doble dirección analizando cómo tales prácticas se ven afectadas por la función de auditoría y cómo esas prácticas repercuten sobre el valor de la empresa. Más específicamente, tratamos de valorar hasta qué punto algunos rasgos de la comisión de auditoría –como son su tamaño y su composición– y del auditor externo –como la duración de la relación o las características del mismo– afectan a las prácticas directivas de gestión de beneficios. También deseamos contrastar el efecto de las prácticas de gestión de beneficios sobre el valor de la empresa y cómo la estructura de capital de la empresa, su estructura de propiedad y la existencia de oportunidades de crecimiento afectan a tal relación.

Nuestra investigación se suma así a trabajos previos realizados en España acerca de la gestión de beneficios (GARCÍA y GISBERT, 2003; PASTOR y POVEDA, 2004; RUIZ *et al.*, 2003; ARCAS y VIDAL, 2004; NAVARRO y MARTÍNEZ, 2004; GALLÉN y GINER, 2005; GARCÍA, GARCÍA y MORA, 2005; GARCÍA, GILL y GISBERT, 2005; GINER y MORA, 2005) y trata de complementar la evidencia existente sobre el efecto de los mecanismos de gobierno sobre la discrecionalidad contable (AZOFRA *et al.*, 2002; GARCÍA y GILL DE ALBORNOZ, 2005) y sobre el efecto valorativo de prácticas contables o auditoras (VICO *et al.*, 2004).

Este objetivo presenta una gran actualidad en nuestro país, habida cuenta del cambio normativo que ha tenido lugar recientemente en nuestro país. Por tanto, nos encontramos ante una gran ocasión para valorar con qué eficacia la nueva legislación ha mejorado la calidad y la transparencia informativa. Además, como ponen de manifiesto GABRIELSEN *et al.* (2002), la mayor parte de la investigación relativa al contenido informativo de los beneficios y de los ajustes por devengo se ha centrado en el ámbito anglosajón (SUBRAMANYAM, 1996; AHMED *et al.*, 2001; RICHARDSON

et al., 2002 y 2004; LUI, 2003; LOUIS y ROBINSON, 2004; FRANCIS *et al.*, 2004). Las notables diferencias que existen, tanto en lo referente a la importancia de los mercados financieros como en lo relativo a la estructura corporativa de endeudamiento y de propiedad, entre España y los países del área anglosajona contribuyen a destacar más aún el interés de la investigación en este campo.

Tales diferencias se pueden concretar en tres grandes aspectos: el entorno institucional-legal, la estructura de propiedad de las empresas y la actuación de los mercados de capitales.

Por lo que se refiere al entorno institucional-legal, España pertenece al grupo de países cuya tradición legal se funda en la ley civil (LA PORTA *et al.*, 1997 y 1998). A diferencia de los países basados en el derecho consuetudinario, los países del entorno de ley civil ofrecen una peor protección legal a los inversores y muestran inferiores niveles de calidad contable, lo que incide en la amplitud de los mercados de capitales y en la valoración de las empresas en dichos mercados (LA PORTA *et al.*, 2000).

Parcialmente relacionado con lo anterior –o, incluso, como consecuencia de ello–, la estructura de propiedad de las empresas fuera del ámbito anglosajón presenta dos notas características: una mayor concentración de la propiedad y una superior participación directiva en el capital de la empresa. Mientras que la proporción de propiedad poseída por los cinco principales accionistas es, por término medio, un 25,4 por 100 en Estados Unidos y un 20,9 por 100 en el Reino Unido (PROWSE, 1995), nuestros datos muestran que esa proporción asciende al 59 por 100 en España. Además, la mayor participación directiva en el capital de la empresa dota de un perfil peculiar a los conflictos de agencia pues, en lugar de la dominante divergencia de intereses entre directivos y accionistas propia de los países anglosajones, el conflicto más agudo en España y en otros países continentales europeos es el que surge entre los accionistas controladores mayoritarios y los accionistas minoritarios (BECHT y RÖELL, 1999; BIANCO y CASAVOLA, 1999).

Por lo que respecta a la actividad de los mercados financieros, España –al igual que Japón y los países de Europa Continental– pertenece al grupo de naciones en las que el canal dominante de financiación de la actividad industrial es el bancario y en el que, por tanto, los intermediarios bancarios desempeñan un papel preponderante en comparación con los mercados de capitales (ALLEN, 1995; ALLEN y GALE, 2001). En España el volumen de activos bancarios triplica la financiación recabada en mercados, mientras que en Estados Unidos y el Reino Unido esa proporción se sitúa entre 0,85 y 0,90 (DEMIRGÜC-KUNT y LEVINE, 2001). Estas mismas diferencias se observan en la propiedad de la empresa pues, mientras que el 14,5 por 100 de las empresas industriales españolas cuentan como principal accionista con una entidad de crédito, esta proporción cae hasta el 5,5 y el 4,3 por 100 cuando nos referimos a Estados Unidos y al Reino Unido, respectivamente. Esta menor actividad de los mercados de capitales también va acompañada por una menor eficiencia de dichos mercados en cuanto a la incorporación al valor de los títulos de la información disponible (MARHUENDA, 1996; DEL BRÍO *et al.*, 2002).

Parece, por tanto, pertinente preguntarnos por algunos aspectos que condicionan los ajustes por devengo así como por su contenido informativo en un entorno como el español, caracterizado por una peor protección de los derechos de los inversores, una menor calidad informativa de los estados financieros y un funcionamiento menos eficiente de los mercados de capitales.

Nuestros resultados ponen de manifiesto la existencia de una estrecha relación entre la independencia de la comisión de auditoría y la fiabilidad de la información contable y un menos claro pero también beneficioso efecto del tamaño de dicha comisión. Asimismo, se observa que el prestigio de la empresa auditora mejora la calidad de los estados financieros y que, si bien el auditor externo puede carecer del conocimiento o experiencia necesarios en los primeros momentos de la relación, un contrato de auditoría de duración más prolongada reduce la discrecionalidad contable directiva. En su vertiente informativa, demostramos que los ajustes por devengo discrecionales actúan como señal emitida en los mercados financieros para complementar el contenido informativo de los beneficios y, por tanto, tienen un efecto positivo sobre el valor de la empresa. Esta positiva relación es reforzada por otro efecto específico –y también positivo– de la concentración de la propiedad y de la participación directiva en la propiedad. Por el contrario, encontramos evidencia de que los ajustes discrecionales transmiten una información negativa en las empresas más endeudadas, si bien esta relación se halla condicionada por la disponibilidad de oportunidades de crecimiento.

Para acometer esta tarea articularemos nuestro trabajo en seis epígrafes, los tres primeros de índole más teórica o expositiva y los tres últimos de marcada orientación empírica. Tras la introducción, en el segundo de ellos realizamos una revisión de la literatura referente a la discrecionalidad contable directiva y de sus interacciones con los mecanismos de gobierno, especialmente con los relacionados con la función de auditoría. Este repaso se imbrica con la formulación de las hipótesis que trataremos de contrastar empíricamente. En el tercer epígrafe abordamos una tarea semejante pero centrándonos en la dimensión informativa de la discrecionalidad contable directiva. La descripción de la muestra objeto de estudio así como la presentación de la metodología y de las variables utilizadas para el análisis constituyen el contenido del cuarto epígrafe, mientras que en el quinto expondremos los resultados obtenidos y comentaremos algunas de sus implicaciones. El trabajo finaliza con un apartado en el que se exponen las conclusiones alcanzadas y se apuntan algunas líneas futuras de investigación.

2. DISCRECIONALIDAD CONTABLE, AUDITORÍA Y GOBIERNO CORPORATIVO

La separación entre la propiedad y el control de los activos, tan frecuente en las grandes empresas, conlleva la aparición de una serie de relaciones de agencia, siendo un rasgo común a todas ellas el asimétrico reparto de información entre las partes intervinientes. Los directivos de las empresas cuentan con mejor información no sólo sobre la situación actual y perspectivas de la empresa sino también sobre su propia actuación e implicación en la creación de valor. Por tanto, los directivos disponen de la posibilidad de orientar la gestión de la empresa en su propia utilidad.

Surge así la necesidad de proveer de una información veraz a los mercados con el fin de limitar la discrecionalidad directiva, atenuar las asimetrías informativas y facilitar elementos de referencia que permitan una valoración más apropiada de la empresa. Entre los procedimientos para aportar esta información se encuentran los estados financieros, con los que se supone que la empresa trata de ofrecer una imagen fiel de su situación.

A pesar de que inicialmente los estados financieros responden a esa intención, cabe una utilización desvirtuada de los mismos por los directivos modificando de alguna manera su utili-

dad y orientándolos en su propio interés. Una de las posibles formas de intervención sobre esta información es la denominada gestión de beneficios, entendida como la alteración del resultado contable en función de los intereses de la dirección (DECHOW *et al.*, 1996). Como ha mostrado la investigación (HEALEY y WAHLEN, 1998), esta gestión de beneficios puede obedecer a distintos motivos como pueden ser el deseo de influir en el valor de mercado de los títulos (TEOH *et al.*, 1998a; ERICKSON y WANG, 1999), las cláusulas del endeudamiento (DEFOND y JIAMBALVO, 1994; SWEENEY, 1994) o la alteración de la retribución de los directivos (DECHOW y SLOAN, 1997; HOLTHAUSEN *et al.*, 1995).

El análisis de la gestión de beneficios puede acometerse siguiendo distintos métodos (McNICHOLS, 2000; BENEISH, 2001), entre los que cabe destacar el estudio de los ajustes por devengo agregados (JONES, 1991), los ajustes por devengo específicos (PETRONI, 1992) y el estudio de la distribución de la cifra de resultados (BURGSTAHLER y DICHEV, 1997). Nosotros nos centraremos en el primero de ellos, cuya esencia consiste en que los ajustes por devengo nacen para mejorar el contenido informativo de los estados financieros. Las divergencias entre la corriente de beneficios y la corriente de flujos de caja hacen preciso introducir algunos ajustes contables para mejorar la información de los *cash flow* y, en pura teoría, los ajustes por devengo responden al intento de mejorar la calidad contable (HANSEN y NOE, 1998; FRANCIS y KRISHNAN, 1999; BARTH *et al.*, 2001).

Ahora bien, cabe una utilización interesada de esos ajustes por los directivos para favorecer su función de utilidad, por lo que es conveniente distinguir qué parte de los ajustes por devengo corresponde a cada uno de los motivos o, usando otra terminología, qué parte son ajustes normales o no discrecionales y qué parte resultan ajustes anormales o discrecionales (DECHOW, 1994; PEASNELL *et al.*, 2000). Mientras que el componente no discrecional tiene por objetivo mejorar la calidad de la información contable, el elemento discrecional obedece a las motivaciones discrecionales de los directivos. Esta dicotomía de motivos conduce también a diferentes elementos determinantes de unos y otros. Mientras que los ajustes no discrecionales responderán probablemente a motivos ligados con las operaciones habituales de la empresa, los ajustes discrecionales dependerán de los incentivos y capacidad de los directivos para modificar la contabilidad.

Se explica así que el estudio de la discrecionalidad contable directiva se haga vinculado al gobierno corporativo en cuanto que este último limitará o facilitará la posibilidad de gestión de beneficios. Dentro de los mecanismos que configuran el gobierno corporativo, merece especial atención el consejo de administración pues, en opinión de JENSEN (1993), se sitúa en la cúspide de los mecanismos internos de control directivo. De hecho, la mayor parte de los trabajos tendentes a mejorar el gobierno corporativo hacen una mención muy especial y sitúan el centro de su atención en distintos aspectos del consejo de administración.

Así lo atestiguan las dos principales iniciativas en este sentido en nuestro país. Por un lado, es obligada la cita al denominado Informe Olivencia o Código de Buen Gobierno elaborado por la Comisión para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades creada por el Consejo de Ministros el 28 de febrero de 1997 (MELLE, 1999). Por otra parte, hay que referirse al Informe Aldama o Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas creada por acuerdo del Consejo de Ministros el 19 de julio de 2002. Ambos trabajos tienen en común la aceptación de que el núcleo de la misión del consejo es la función de supervisión (recomendación 1 del Informe Olivencia) y

«la necesidad de establecer rigurosos mecanismos de dirección y control de la gestión que salvaguarden los intereses de accionistas e inversores» (Informe Aldama).

Esta preocupación política se ve respaldada por la literatura científica que ha puesto de relieve la relación que existe entre el consejo de administración y la discrecionalidad directiva. En concreto, está demostrado que la discrecionalidad contable presenta una relación negativa con la presencia de consejeros externos (PEASNELL *et al.*, 1999; XIE *et al.*, 2003) y se relaciona positivamente con el tamaño del consejo de administración (BEASLEY, 1996).

Junto a eso, un elemento destacado de la actuación del consejo de administración —especialmente relevante cuando nos referimos a la calidad de los estados contables— es la existencia de comisiones delegadas del consejo y, más específicamente, la comisión de auditoría (DEFOND y JIAMBALVO, 1991). Se ha observado que algunas características del consejo en cuanto tal no tienen influencia sobre la eficiencia de la empresa, pero sí que resultan determinantes las características de las comisiones en que se estructura el consejo (KLEIN, 1998). Igualmente, se puede afirmar que una reducción de la independencia de la comisión de auditoría desemboca en más frecuentes salvedades en el informe de auditoría (CARCELLO y NEAL, 2000), más frecuentes actuaciones de las autoridades del mercado a este respecto (DECHOW *et al.*, 1996) y en mayor gestión de beneficios (KLEIN, 2002; BRADBURY *et al.*, 2004), si bien no existe unanimidad al respecto y algunos autores dudan de que la comisión de auditoría desempeñe adecuadamente la función para la que ha sido nombrada (SPIRA, 1999).

El legislador español se ha hecho eco de esta importancia y tanto el Informe Olivencia como el Informe Aldama dedican una atención muy especial a los órganos delegados del consejo de administración y, muy notablemente, a la denominada comisión de auditoría y cumplimiento o comisión de auditoría y control. Esta iniciativa ha de entenderse en el contexto del llamado Informe Winter o informe del grupo de alto nivel de expertos en derecho de sociedades sobre un marco regulatorio moderno para el derecho de sociedades en Europa. En esta misma línea, el artículo 47 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, establece la existencia obligatoria en las sociedades cotizadas de una comisión de auditoría. Dicha ley no fija una lista cerrada de funciones para esta comisión, aunque indica una serie de competencias mínimas a las que atribuye gran importancia y que podríamos estructurar en información a los accionistas, supervisión interna y relación y comunicación con los auditores externos (LÓPEZ, 2004).

Éste es el punto de inserción de nuestro trabajo pues, entre otros objetivos, tratamos de estudiar la función supervisora de la comisión de auditoría. Más específicamente, nos planteamos analizar hasta qué punto algunas características de la comisión de auditoría tales como su tamaño o su nivel de independencia inciden en la discrecionalidad contable manifestada en la gestión de beneficios. También estudiamos si la gestión de beneficios puede venir afectada por algunas decisiones tomadas o auspiciadas por la comisión de auditoría tales como la duración del período de relación con el auditor externo o el tipo de auditor.

En consonancia con trabajos anteriores, haremos descansar la eficiencia de la comisión de auditoría para la supervisión directiva en tres aspectos principales (JOHN y SENBET, 1998): el tamaño de la comisión, la composición de la misma y las decisiones que la comisión toma referentes al auditor.

2.1. Tamaño de la comisión.

Existe una laguna en la literatura en lo que respecta a la relación entre el tamaño de la comisión de auditoría y su función de supervisión de estados financieros, carencia que contrasta con la abundancia de referencias relativas a la relación entre el tamaño del consejo de administración y la eficiencia de su actuación. La evidencia empírica muestra que el tamaño del consejo mantiene una relación inversa con la eficiencia (YERMACK, 1996; FERNÁNDEZ *et al.*, 1997; EISENBERG *et al.*, 1998) pues los problemas de coordinación y de toma de decisiones parecen compensar las ventajas de contar con más personas dedicadas a la supervisión (LIPTON y LORSCH, 1992), especialmente en unos consejos que han estado tradicionalmente sobredimensionados (JENSEN, 1993). Aplicando este mismo razonamiento *mutatis mutandis* a la comisión de auditoría, podríamos esperar que un mayor número de miembros en la comisión de auditoría dificulte su actuación y su coordinación dentro de la misma. Por lo tanto, nuestra primera hipótesis podría enunciarse de la siguiente forma:

H1: *Es de esperar una relación positiva entre el tamaño de la comisión de auditoría y la discrecionalidad contable de los directivos.*

2.2. Independencia de la comisión.

La comisión de auditoría, en calidad de comisión delegada del consejo de administración, refleja la composición de este último. A grandes rasgos, el consejo suele hallarse integrado por los denominados miembros internos, es decir, aquellos consejeros que a la vez son directivos de la empresa y por miembros externos que no mantienen otra vinculación con la empresa salvo la pertenencia al consejo ². La combinación de ambos tipos de consejeros tiene por objeto explotar óptimamente las ventajas de cada uno de ellos: el mayor conocimiento de la empresa y del sector de los internos (BAYSINGER y HOSKISSON, 1990; BHAGAT y BLACK, 1999) y la mayor independencia de los externos (BAYSINGER y BUTLER, 1985; ROSENSTEIN y WYATT, 1990).

No obstante, la función de la comisión de auditoría es distinta y la independencia de la misma es especialmente importante; de hecho, en este sentido se han pronunciado tanto el Informe Winter como el Informe Aldama (LÓPEZ, 2004). Igualmente, la Ley 44/2002 recoge esta inquietud, estableciendo en su artículo 47 la obligación de que la comisión esté formada por una mayoría de consejeros no ejecutivos y que el presidente de la misma sea también un consejero no ejecutivo.

La literatura también ha demostrado que la independencia de la comisión de auditoría, en el sentido de una mayor proporción de consejeros externos, conduce a una mejor supervisión de la información financiera y de los sistemas de control interno de la empresa, reduciendo la discrecionalidad directiva (KLEIN, 2002). De ahí que se pueda formular la segunda hipótesis:

H2: *Es de esperar una relación negativa entre la independencia de la comisión de auditoría y la discrecionalidad contable de los directivos.*

² Hemos optado por simplificar y considerar únicamente dos tipos de consejeros. No obstante, podrían hacerse distinciones adicionales como aquellos que, aun no siendo directivos de la empresa, mantienen vínculos de carácter profesional o familiar, son poseedores de paquetes accionariales, etc.

2.3. Auditores externos.

Aunque tratamos de estudiar el efecto que, sobre la discrecionalidad contable directiva tienen algunas características de la comisión de auditoría, es igualmente oportuno analizar cómo influyen en la discrecionalidad directiva algunos otros aspectos relacionados con la función de auditoría. De hecho, existe literatura previa centrada en la vinculación entre la función del auditor externo y la gestión del beneficio (BUTLER *et al.*, 2004). En este punto nos referiremos a dos elementos: la duración de la relación con el auditor externo y las características de dicho auditor.

Por lo que se refiere a la relación temporal con el auditor, la cuestión se plantea vinculada a la rotación del mismo (GÓMEZ y RUIZ, 2003). El marco legal básico en España viene determinado por el artículo 8.4 de la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas, según el cual los contratos de auditoría se firmarán por un período de tiempo inicial de tres a nueve años desde la fecha en que se realice el primer ejercicio a auditar, debiéndose esperar un período de tres años para poder realizar un nuevo contrato con ese auditor. No obstante, este artículo fue modificado por la disposición adicional sexta de la Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Sociedades de Responsabilidad Limitada que introdujo la posibilidad de contratar a los auditores, transcurrido el período de nueve años, por períodos de un año de duración sin que medie interrupción alguna.

La última modificación legislativa reseñable a este respecto viene marcada por el artículo 51 de la Ley Financiera que, además de confirmar la posibilidad de renovaciones anuales del contrato de auditor una vez finalizado el período inicial máximo de nueve años, obliga al cambio de auditor y de todo el equipo de auditoría transcurridos siete años³. Como se ve, el espíritu del legislador es el de facilitar la rotación del auditor a fin de garantizar su independencia, reducir las posibles presiones que sobre él se pudieran ejercer y facilitar una auténtica labor de auditoría.

A pesar de tal planteamiento, la evidencia empírica al respecto no es concluyente, pudiéndose apuntar razones tanto a favor como en contra de una relación prolongada con el auditor. Por un lado, las relaciones más prolongadas facilitan la identificación de los auditores con los criterios e interpretaciones contables del cliente, lo que conduce a la pérdida de objetividad en su función de supervisión (DAVIS *et al.*, 2003). Por otro lado, no faltan trabajos que muestran cómo la rotación de auditores reduce la eficacia de las auditorías a causa de la curva de aprendizaje que dicha función requiere (SAINTY *et al.*, 2002; GEIGER y RAGHUNANDAN, 2002; MYERS *et al.*, 2003). Incluso existe evidencia que muestra un diferente patrón a lo largo del tiempo, de modo que la compra de opinión mantendría una relación positiva con la duración del contrato de auditor durante los primeros años y, transcurrido dicho período, la relación tomaría signo negativo (RUIZ *et al.*, 2006).

Todos estos argumentos permiten plantear una relación entre la calidad de la información contable y la duración del contrato de auditoría en los términos formulados en nuestra tercera hipótesis:

H3: *Cabe esperar una relación no lineal entre la discrecionalidad contable y la duración de la relación con el auditor: esta relación será positiva en los primeros momentos para, alcanzado un umbral, tomar signo negativo.*

³ Esta obligación atañe a aquellas empresas cuyos valores estén admitidos a cotización en mercados secundarios oficiales o cuya cifra de negocios supere los 30 millones de euros.

En lo referente a las características del auditor es obvio que la calidad de la información contable de la empresa estará vinculada a la calidad y prestigio del auditor. De hecho, se observa que los auditores de mayor calidad limitan la posibilidad de dirección de resultados (KIM *et al.*, 2003) y que los estados financieros auditados por las principales empresas de auditoría gozan de mayor credibilidad (TEOH y WONG, 1993). La dificultad consiste en identificar la calidad de los auditores, siendo el criterio más habitual el del tamaño del auditor (DECHOW *et al.*, 1996; BECKER *et al.*, 1998; FRANCIS *et al.*, 1999). Esto nos lleva a formular la cuarta hipótesis:

H4: *La discrecionalidad directiva en materia contable será menor cuando aumenta la calidad del auditor.*

3. DISCRECIONALIDAD CONTABLE Y VALOR DE LA EMPRESA

3.1. Gestión de beneficios y valor de la empresa.

La literatura contable y financiera ha mostrado repetidas veces la existencia de un claro vínculo entre la modificación discrecional de la información contable sobre resultados y el valor de la empresa (HEALY, 1985; DEANGELO, 1988; McNICHOLS y WILSON, 1989; DECHOW *et al.*, 1995; TEOH *et al.*, 1998a y 1998b). Mayores discrepancias, no obstante, surgen a la hora de precisar si dicha relación se debe al hecho de que los ajustes por devengo mejoran o, por el contrario, distorsionan la información contenida en la cifra de beneficios (SLOAN, 1996; SUBRAMANYAM, 1996).

No debemos olvidar que las asimetrías informativas entre el equipo gestor y el resto de *stakeholders* animan a los primeros a hacer uso de un cierto margen de discrecionalidad contable con el objeto de señalar información relevante para la determinación del valor corporativo (HEALY y WAHLEN, 1999). Y, aunque cabe una utilización oportunista de los ajustes por devengo (GUAY *et al.*, 1996), la discrecionalidad directiva en materia contable –plasmada en la gestión de beneficios a través de dichos ajustes– puede ser también una herramienta para mejorar el contenido informativo de los beneficios y, por tanto, conducir a una valoración empresarial más exacta. De hecho, se observa que los ajustes por devengo discrecionales influyen positivamente en el precio de los títulos y tienen una elevada capacidad predictiva de los dividendos y de los beneficios futuros (SUBRAMANYAM, 1996; SLOAN, 1996; KASZNICK, 1999 y RICHARDSON *et al.*, 2004).

No obstante, la utilización de los ajustes por devengo como señal exige necesariamente unas condiciones de credibilidad y la existencia de costes asociados a su uso fraudulento (DECHOW, 1994; HEALY y PALEPU, 1993; LOUIS y ROBINSON, 2005). Una característica de los ajustes discrecionales que puede contribuir a este fin tiene naturaleza fiscal y se deriva del incremento de obligaciones tributarias como consecuencia de un aumento en la cifra de beneficios. Por lo tanto, existirá un cierto *trade-off* entre las ventajas de identificarse como empresa cuyos beneficios le hacen merecedora de una mayor valoración y la mayor carga impositiva adicional como consecuencia de una cifra más alta de beneficios. En esta línea, los directivos de las empresas con menor capacidad de crear valor son conscientes de que el pago de impuestos correspondiente a un aumento de la cifra de beneficios puede anular e, incluso, exceder las ventajas informativas del uso de esa señal y optan

por una política contable de minimización de impuestos a través de la reducción de beneficios (CHANEY y LEWIS, 1995).

Todo ello lleva a pensar que, cuando los directivos elevan contablemente la cifra de beneficios, tienen la certeza de que se logra una valoración más acertada de la empresa, aun cuando esta mejor valoración vaya acompañada de mayores cargas fiscales. En otros términos, una reducción contable de beneficios podría venir explicada por el deseo de reducir las obligaciones impositivas en momentos en los que la empresa tiene menor capacidad de creación de valor. En consecuencia, podemos formular la quinta hipótesis de nuestro trabajo del siguiente modo:

H5: *Existe una relación positiva entre los ajustes por devengo discrecionales y el valor de la empresa.*

3.2. Gestión de beneficios y estructura de propiedad.

Mientras que la literatura ha estudiado frecuentemente el contenido informativo de los ajustes por devengo, menos atención se ha prestado a las características de la estructura financiera y de propiedad que pueden afectar al efecto de la dirección de beneficios sobre el valor de la empresa. Así, JIAMBALVO *et al.* (2002) proporcionan evidencia de la mejor información y de la mayor capacidad de procesamiento de información de los inversores institucionales, mostrando cómo el valor de las acciones de las empresas en manos de este tipo de inversores incorpora más eficientemente la información de los beneficios. A fin de analizar el efecto de la estructura de propiedad sobre el contenido informativo de la gestión de beneficios, dividiremos el estudio en dos aspectos: la concentración de la propiedad y la participación directiva en la propiedad.

Por lo que respecta a la primera de ellas, la literatura ha puesto de relieve una inequívoca –aunque no lineal– relación positiva entre la concentración de la propiedad y el valor de la empresa, puesto que incentiva la supervisión directiva (MORCK *et al.*, 1988; MIGUEL *et al.*, 2004). Pero la concentración de la propiedad también puede afectar al contenido informativo de la gestión de beneficios y, por tanto, a su influencia en el valor de la empresa (DYE, 1988). Partiendo de la concepción de los ajustes por devengo como señales que complementan la información transmitida por los beneficios, no es de extrañar que los accionistas demanden una cierta gestión de beneficios para producir una impresión positiva sobre la eficiencia de la empresa a posibles futuros accionistas. En tal caso, los directivos responden tomando decisiones contables encaminadas a aumentar el valor de la empresa y, por tanto, cabe esperar que el nivel de gestión de beneficios relacionado con la concentración de la propiedad influya positivamente sobre el valor de la empresa. Como la capacidad de los accionistas de imponer este criterio a los directivos aumenta conforme se incrementa su poder de control, esto es, la concentración de la propiedad en manos de los mayores accionistas, formularemos nuestra sexta hipótesis de la siguiente manera:

H6: *El efecto positivo de los ajustes por devengo discrecionales sobre el valor de la empresa estará positivamente afectado por la concentración de la propiedad.*

En cuanto a la propiedad directiva, es obvio que los gestores tienen tanto más interés en maximizar el valor de los títulos cuanto mayor sea su participación en la propiedad. Por lo tanto, poseen incentivos a gestionar beneficios como un medio para aumentar el valor de mercado de la empresa en cuya propiedad participan (SUBRAMANYAM, 1996; GRAHAM *et al.*, 2005). En consecuencia, la participación directiva en el capital refuerza la relación positiva existente entre el valor de la empresa y la gestión de beneficios, de modo que los directivos tenderán a revelar informaciones que aumenten el valor de mercado de los títulos y, por consiguiente, que aumenten también el valor de su cartera. No obstante, esta afirmación ha de matizarse dado el posible atrincheramiento de los gestores (MORCK *et al.*, 1988; MIGUEL *et al.*, 2004) y la negativa repercusión sobre el valor de la empresa de su participación en la propiedad. A pesar de ello, pensamos que existen razones para formular nuestra séptima hipótesis de la siguiente manera:

H7: *El efecto de los ajustes por devengo discrecionales sobre el valor de la empresa estará positivamente afectado por la participación directiva en la propiedad.*

3.3. Gestión de beneficios y estructura de capital.

La ligazón entre la deuda y la discrecionalidad contable ha sido repetidas veces probada por la literatura (WATTS y ZIMMERMAN, 1986 y 1990; DECHOW, 1994; AZOFRA *et al.*, 2002) encontrando evidencia de una relación positiva entre el nivel de endeudamiento y la gestión de beneficios. Esta vinculación positiva viene explicada por el intento de obtener mejores condiciones crediticias o de atenuar los eventuales problemas de renegociación de la deuda u otras restricciones financieras (DECHOW y SKINNER, 2000). Los inversores, conscientes de la existencia de este tipo de motivaciones, recibirán con cautela la información transmitida por los ajustes por devengo. Más aún, la práctica de la gestión de beneficios probablemente afectará de forma negativa al valor de mercado de la empresa ya que el mercado, de alguna manera, descuenta la menor fiabilidad y calidad de los estados financieros de las empresas muy endeudadas. Por lo tanto, se puede formular la siguiente hipótesis acerca de la relación entre la deuda y el efecto de la discrecionalidad contable sobre el valor de mercado de los títulos:

H8: *Los ajustes por devengo discrecionales influirán negativamente sobre el valor de las empresas con mayores niveles de endeudamiento.*

4. MUESTRA, VARIABLES Y METODOLOGÍA

4.1. Muestra y variables.

Como ha quedado dicho, nuestro interés es doble ya que, además de estudiar el efecto valorativo de los ajustes contables, pretendemos analizar la influencia de la función de auditoría en la calidad de la información financiera y, más particularmente, valorar la implantación de la nueva Ley Financiera que obliga a la existencia de una comisión de auditoría. Dicha ley data de 2002 y,

por lo tanto, el ámbito temporal de nuestros datos para ese contraste corresponde a los años 2002 y 2003. No obstante, como algunas variables se han definido como un incremento con respecto a los valores de años anteriores, también ha sido preciso utilizar información financiera de 2001.

En total, la base de datos utilizada en nuestro análisis se halla constituida por datos correspondientes a 176 empresas no financieras españolas que han cotizado en las Bolsas de valores durante el período 1991-2001. La conjunción de los 176 individuos con los once cortes transversales practicados ⁴ permite la formación de un panel de datos desequilibrado –no todas las empresas se hallan incluidas en la base de datos durante todos los años– que contiene 1.209 observaciones y que será tratado con la técnica de datos de panel. Como indica HSIAO (1990), el hecho de que el panel sea desequilibrado no impide la obtención de estimaciones consistentes. Las razones de la incompletitud del panel son variadas, tales como la desaparición o incorporación de las empresas a los mercados de capitales en un momento dado, su fusión con otra empresa, etc., sin que esto implique sesgo alguno de selección. La información empleada es de carácter público y se obtuvo del registro de empresas, del registro de participaciones significativas en el capital y de los estados financieros auditados proporcionados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La información sobre el tamaño y la composición de la comisión de auditoría y sobre la duración del contrato con el auditor se obtuvo a partir de la página *web* de Informa S.A., empresa responsable de la mencionada base de datos ⁵. Finalmente, la información relativa a salvedades se recabó directamente de los informes de auditoría publicados en las memorias anuales de cada empresa. Hemos considerado sólo aquellos informes de auditoría que presentan salvedades con errores o incumplimiento de los principios y normas contables generalmente aceptados ⁶, incluyendo omisiones de información necesaria, si bien en muchos casos los informes resultaron favorables a pesar de las salvedades.

La presentación de las variables que vamos a considerar puede resultar algo confusa como consecuencia de las dos vertientes de nuestro trabajo –análisis de la influencia de la auditoría en la discrecionalidad contable y análisis de la discrecionalidad contable en el valor de la empresa– y, por tanto, de la existencia de dos tipos de modelos claramente diferenciados. De hecho, la variable dependiente de uno de los modelos actuará como variable explicativa en otro modelo y existen también solapamientos en las variables de control. En términos generales, las variables se pueden estructurar en cinco grandes bloques: variables relativas a la comisión de auditoría, variables referentes al auditor externo, variables de mecanismos de control, variables de control y variables dependientes.

Comenzando por el primero de esos grupos, definiremos la comisión de auditoría en función de dos aspectos: el tamaño de la misma o número total de miembros (TAMCA) y la composición o proporción de externos sobre el total de miembros (CAEXT).

⁴ A pesar de la disponibilidad de información económico-financiera durante doce años, el hecho de haber definido algunas variables como diferencia entre dos períodos consecutivos obliga a prescindir del primero de los cortes transversales.

⁵ Esta información revela que una buena parte de las empresas analizadas tienen como comisión de auditoría una empresa auditora externa –aparte del auditor de cuentas externo tradicional– con la finalidad de cumplir lo exigido en la Ley 44/2002.

⁶ Las salvedades que no hemos incorporado se refieren a cambios durante el ejercicio con respecto a los principios y normas contables generalmente aceptados utilizados en el ejercicio anterior y salvedades en referencia a la incertidumbre. No hemos encontrado opiniones denegadas del auditor.

La relación con el auditor externo se ha cuantificado mediante dos parámetros: por una parte se ha computado el número de años durante los cuales se mantiene el contrato con el actual auditor (TAUD) y, en segundo lugar, se ha tratado de medir la calidad del actual auditor con una variable dicotómica que señala la pertenencia del mismo a los cuatro principales auditores (BIGA) ⁷. Esta variable *dummy* toma el valor 1 si el auditor pertenece a uno de los cuatro principales auditores y 0 en caso contrario.

Los mecanismos de control se han incorporado a través de tres dimensiones: concentración de la propiedad, propiedad directiva y endeudamiento. La concentración de la propiedad (C1) ha sido medida a través de la proporción de acciones poseída por el principal accionista y la participación directiva en la propiedad (PDP) se ha definido como la proporción de acciones en manos de los miembros del consejo de administración. El nivel de endeudamiento (DTAB) ha sido definido como el cociente entre el valor contable de la deuda y el valor total del activo.

Puesto que en la formulación de las hipótesis se hace referencia a efectos diferenciados de los ajustes por devengo en función de la estructura de capital o de propiedad, se ha hecho preciso definir un conjunto de variables cruzadas que tratan de incorporar esos efectos diferenciados. Para ello se definieron previamente tres variables *dummy* ⁸: AC1 toma el valor 1 cuando los niveles de concentración de la propiedad son altos y 0 en caso contrario; APDP que toma el valor 1 cuando la propiedad directiva es alta y 0 en caso contrario, y ADTAB toma el valor 1 cuando los niveles de endeudamiento son altos y 0 en otro caso. Las tres variables *dummy* así calculadas han sido multiplicadas por el valor de los ajustes discrecionales, obteniéndose de este modo indicadores del efecto específico de los ajustes discrecionales en situaciones de alta concentración de la propiedad, de alta participación directiva en la propiedad de la empresas y de alto endeudamiento ⁹.

La inclusión de una única variable cruzada en el modelo nos permite testar separadamente el efecto específico de los ajustes por devengo discrecionales sobre el valor de la empresa dependiendo de la concentración de la propiedad, de la participación directiva en la propiedad y del nivel de endeudamiento y analizar si estos efectos específicos fortalecen o atenúan el efecto general de los ajustes por devengo discrecionales.

Por lo que se refiere a las variables de control, se han incluido cuatro aspectos en consonancia con investigaciones anteriores (DELGADO, 2003; KLEIN, 2002; ANTLE *et al.*, 2002): estructura de capital ¹⁰, tamaño de la empresa, eficiencia y resultados contables pasados negativos. Estas variables de control tratan de incorporar aspectos que, aunque no están directamente vinculados con la comisión de auditoría o con la función del auditor, podrían afectar a la discrecionalidad directiva

⁷ En la revisión de los informes de auditoría se encontraron dieciséis empresas auditoras, siendo las cuatro firmas con mayor participación en el mercado *Deloitte & Touche*, *Ernst & Young*, *KPMG* y *Price Waterhouse Coopers*.

⁸ Para obtener las variables dicotómicas se ha dividido la muestra en tercios en función de la correspondiente variable continua y hemos atribuido el valor *alto* al tercio superior y el valor *bajo* al resto de la muestra.

⁹ Para evitar problemas de multicolinealidad, nunca se introduce más de una variable cruzada en el modelo simultáneamente.

¹⁰ La estructura de capital desempeña un doble papel ya que, de una parte, interviene como mecanismo de gobierno en el contraste de la capacidad informativa de los ajustes discrecionales y, por otra parte, constituye una variable de control al estudiar el efecto de la función de auditoría.

contable o a la calidad de la información contable. Como no constituyen el objeto central del trabajo, creemos que no es necesario proceder a una exposición muy detallada de los fundamentos teóricos de las mismas.

La estructura de capital se ha medido a través de la ratio de deuda total sobre capitales propios (LEV) y se justifica porque las elecciones contables directivas pueden estar mediatizadas por la presión impuesta por el endeudamiento y la posibilidad de violar las cláusulas de la deuda (WATTS y ZIMMERMAN, 1990). En lo referente a la eficiencia, hemos optado por la rentabilidad sobre los activos (ROA) dada la probabilidad de que los directivos utilicen la eficiencia media del sector como referencia para determinar la rentabilidad de su empresa (FAIRFIELD *et al.*, 2003). En la misma línea, cabría pensar que los resultados contables de un ejercicio pueden estar condicionados por los resultados de períodos pasados, habida cuenta de la posibilidad de *earnings smoothing* o alisado de beneficios. Por este motivo, hemos definido una variable dicotómica $LOSS_{t-1}$ que toma el valor 1 cuando las empresas han registrado pérdidas en el año anterior y 0 en caso contrario. El capítulo de las variables de control se cierra con el tamaño de la empresa, medido a través de LNTAB o logaritmo del valor total del activo, en un intento de incorporar posibles economías de escala y la hipótesis tradicional de costes políticos (WATTS y ZIMMERMAN, 1990).

También hemos incorporado como variables de control una serie de 10 variables *dummy* representativas de los sectores de la actividad (DSEC)¹¹ y cinco variables *dummy* que recogen la naturaleza del principal inversor (DINV)¹². Asimismo, en todos los modelos se ha controlado por las correspondientes variables *dummy* temporales.

Finalmente, las variables dependientes son tres. En primer lugar, la cifra de ajustes por devengo anormales o discrecionales (DA) cuyo proceso de obtención se detalla en el siguiente epígrafe. No obstante, esta variable también actúa como variable independiente en otros modelos en los que hemos incluido tanto los ajustes por devengo discrecionales como los no discrecionales (DA y NDA, respectivamente) obtenidos siguiendo el método de sección cruzada de JONES (1991) –como se detalla en el siguiente epígrafe– y los ajustes por devengo discrecionales obtenidos por el modelo de KOTHARI *et al.* (2005) ajustado por la rentabilidad económica (DAROA). A fin de distinguir el efecto de los ajustes realizados al alza de los efectuados a la baja, hemos dividido la muestra en dos tipos de ajustes discrecionales: aquellos que toman valores positivos (DAPOS) y aquellos que toman valores negativos, expresados en valor absoluto (ABSDANEG).

Una segunda variable dependiente viene dada por las salvedades en el informe de auditoría (SALV). Esta última es una variable *dummy* que toma el valor 1 cuando en dicho informe se encuentran referencias a salvedades con errores o incumplimiento de los principios y normas contables generalmente aceptadas (SALV).

En tercer lugar, dada nuestra intención de explicar el efecto de los ajustes por devengo sobre el valor de los títulos, en consonancia con la literatura precedente (CHUNG *et al.*, 2004), usaremos

¹¹ Los sectores considerados son los siguientes: 1. Alimentación y bebidas; 2. Textil, vestido y calzado; 3. Construcción; 4. Materiales de construcción; 5. Inmobiliarias y otros; 6. Autopistas y aparcamientos; 7. Comercio, ocio, turismo y hostelería; 8. Petróleo y energía; 9. Otros bienes de consumo; y 10. Minerales, metales y bienes de equipo.

¹² Las posibles categorías de propietario son: familia o particular, entidad financiera, empresa nacional, empresa multinacional y el Estado.

también como variable dependiente (P) el valor de mercado de los capitales propios complementado con los dividendos correspondientes (*cum-dividend price*) y normalizado por el valor contable del activo a principios del período. Otros trabajos han utilizado como medida de la creación de valor la ratio q de Tobin o una aproximación al mismo (McCONNELL y SERVAES, 1990; MAURY y PAJUSTE, 2005; HILLIER y MCCOLGAN, 2002) o la ratio precio-beneficios (CHEN, 2002). A diferencia de ellos, creemos que existen dos razones que aconsejan definir la variable dependiente en los términos por nosotros empleados: 1) una formulación análoga a la nuestra ha sido utilizada en otros trabajos de valoración de los ajustes por devengo discrecionales (CHUNG *et al.*, 2004), por lo que así se facilita la comparación internacional de nuestra investigación y 2) realizaremos posteriormente un análisis diferenciado en función de la presencia o ausencia de oportunidades de crecimiento, aspecto este que la literatura ha medido de manera mayoritaria mediante la ratio q de Tobin o alguna variante de la relación entre valor de mercado y valor contable. En cualquier caso, a fin de asegurarnos de la robustez de nuestros resultados, replicaremos el análisis usando como medidas alternativas de creación de valor la ratio PER y una aproximación a la ratio q de Tobin.

Por eso, siguiendo a la principal literatura al respecto, hemos asimilado la existencia de oportunidades de crecimiento (MTB) al cociente entre el valor de mercado y el valor contable de los recursos propios (*market-to-book ratio*), suponiendo que aquellas empresas cuya ratio es superior a la unidad disponen de tales oportunidades, mientras que las que presentan un valor inferior a la unidad carecen de posibilidades rentables de crecimiento¹³.

Una primera aproximación a los valores de las distintas variables se presenta en la **tabla 1**.

4.2. Metodología.

Dado el objetivo de nuestro trabajo, un elemento clave de la investigación es identificar y medir adecuadamente la discrecionalidad contable directiva. Para acometer esta tarea haremos uso de dos medidas alternativas. La primera de ella tiene un carácter más a priori y se basa en la gestión de beneficios, mientras que la segunda es una medida a posteriori como son las salvedades en el informe de auditoría.

Por lo que se refiere a la primera medida, el estudio de la gestión de beneficios se fundamentará, en consonancia con literatura precedente, en los ajustes por devengo (PEASNELL *et al.*, 1999, 2000 y 2001). Como ya quedó indicado, un elemento clave en este contexto es la distinción entre los ajustes por devengo que podrían considerarse normales o no discrecionales y aquellos que resultan anormales o discrecionales. Por lo tanto, estructuraremos este primer tipo de análisis en dos pasos: el cálculo de los ajustes totales por devengo y la desagregación de tales ajustes en su componente discrecional y no discrecional.

El método empleado para la estimación de los ajustes por devengo se basa en el modelo de sección cruzada de JONES (1991), modelo que ha sido ampliamente utilizado como aproximación a la discrecionalidad contable y es uno de los más populares dentro de la literatura (DECHOW *et al.*, 1996;

¹³ Este criterio permite dividir la muestra en dos grupos de 629 y 580 observaciones, respectivamente.

BANNISTER y NEWMAN, 1996; SUBRAMANYAM, 1996; BARTOV *et al.*, 2000; GARCÍA y GISBERT, 2003; GARCÍA *et al.*, 2005; GARCÍA y GILL DE ALBORNOZ, 2005; GALLÉN y GINER, 2005). Como es conocido, en este modelo se intenta explicar los ajustes por devengo totales (TA) en función de la variación de la cifra neta de negocios respecto del año anterior ($\Delta VTAS$) y del valor del inmovilizado susceptible de amortización, tanto material como inmaterial (INM). Para evitar problemas de heterocedasticidad todas las variables se dividen por el activo total a principio del período.

Los ajustes por devengo totales (TA) se definen como la variación de los activos circulantes que no son activos monetarios –existencias y derechos de cobro–. Por lo tanto, TA indica el nivel total de ajustes por devengo efectuados a fin de matizar la información proporcionada por las corrientes de movimientos de tesorería.

No obstante, la estimación de los ajustes por devengo discrecionales puede hallarse sesgada por la eficiencia de la empresa (DECHOW *et al.*, 1995). La posibilidad de reversión a la media o de *momentum* en el valor previsto de las ventas o de los beneficios¹⁴ aconsejan la inclusión de una variable de eficiencia (KOTHARI *et al.*, 2005; LOUIS y ROBINSON, 2005). Por este motivo, se ha introducido en nuestro modelo la rentabilidad del activo (ROA), variable que resulta preferible a otros indicadores de eficiencia operativa o de rendimiento de las acciones (BARBER y LYON, 1996; LYON *et al.*, 1999; IKENBERRY *et al.*, 1995).

Por consiguiente estimaremos una ecuación en la que TA actúa como variable dependiente. Dado que los ajustes por devengo se conciben como una forma de mejorar la calidad informativa de los estados financieros a fin de corregir las deficiencias derivadas de posibles desajustes entre las corrientes de cobros, pagos, ingresos y gastos, introduciremos como variables explicativas los factores a los que nos acabamos de referir. El subíndice *i* identifica el individuo y el subíndice *t* el período temporal. ε_{it} representa la perturbación aleatoria de cada observación.

$$TA_{it} = \alpha + \beta_1 \Delta VTAS_{it} + \beta_2 INM_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \varepsilon_{it} \quad [1]$$

Un elemento clave en los modelos de ajustes por devengo es el desglose en sus componentes discrecional y no discrecional. Para ello, los valores estimados en la ecuación [1] se entienden como aquellos niveles de ajustes por devengo que resultan normales o no discrecionales. Por consiguiente, el error de la regresión se corresponde con los ajustes motivados por actuaciones discrecionales de los directivos y recibirá la denominación de ajustes anormales o discrecionales (DA):

$$DA_{it} = TA_{it} - (a + b_1 \Delta VTAS_{it} + b_2 INM_{it} + b_3 ROA_{it}) \quad [2]$$

donde a , b_1 , b_2 y b_3 son los estimadores de los coeficientes de regresión α , β_1 , β_2 y β_3 .

Dado que estos DA constituyen una aproximación a la intervención directiva interesada en la contabilidad, nos permitirán conocer hasta qué punto los mecanismos legalmente previstos y, más en

¹⁴ La reversión a la media, *momentum* u otras desviaciones aparecen en las empresas con un irregular historial de eficiencia. En tales casos, la utilización del incremento de la facturación como variable explicativa es insuficiente para predecir los ajustes por devengo no discrecionales, haciéndose necesario la incorporación de medidas de eficiencia.

concreto, la función de auditoría puede modelar esa discrecionalidad. Es de destacar que la gestión de beneficios no implica únicamente el aumento artificial de la cifra de beneficios sino que puede tomar la forma de *alisado de beneficios*, consistente en transferir beneficios de un período a otro con el fin de mantener un patrón estable de beneficios. Por lo tanto, podríamos encontrar casos de una reducción interesada de beneficios con el objeto de aprovechar esos beneficios en períodos futuros o como consecuencia de incrementos anormales en los beneficios de años anteriores. De ahí que caractericemos doblemente la gestión de beneficios a través del valor absoluto de los ajustes por devengo y del valor de dichos ajustes propiamente dicho. Los ajustes discrecionales orientados al incremento de los beneficios son los más destacados (PEASNELL *et al.*, 2001), pero un análisis completo de la gestión de beneficios exige, ante todo, estudiar el valor absoluto de los ajustes discrecionales.

Por ese motivo, el segundo paso de nuestro trabajo consiste en analizar la relación que existe entre DA y las distintas variables a las que hacen referencia las cuatro primeras hipótesis siguiendo las expresiones [3] y [4], en las que se han introducido simbólicamente aquellas variables independientes que mantienen una relación más estrecha con el núcleo de nuestro interés:

$$\begin{aligned} \text{ABSDA}_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{TAMCA}_{it} + \beta_2 \text{CAEXT}_{it} + \beta_3 \text{BIGA}_{it} + \beta_4 \text{TAUD}_{it} + \\ & + \beta_5 \text{TAUD}_{it}^2 + \beta_6 \text{LNTAB}_{it} + \beta_7 \text{LEV}_{it} + \eta_i + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad [3]$$

$$\begin{aligned} \text{DA}_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{TAMCA}_{it} + \beta_2 \text{CAEXT}_{it} + \beta_3 \text{BIGA}_{it} + \beta_4 \text{TAUD}_{it} + \\ & + \beta_5 \text{TAUD}_{it}^2 + \beta_6 \text{LNTAB}_{it} + \beta_7 \text{LEV}_{it} + \eta_i + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad [4]$$

De esta manera, el análisis de los estimadores obtenidos nos permitirá conocer hasta qué punto las características de la comisión de auditoría o la relación con el auditor pueden afectar a la actuación discrecional de los directivos en materias contables.

En relación con la segunda de las medidas de discrecionalidad contable propuestas, las salvedades en el informe de auditoría, hay que recordar que la credibilidad de los estados financieros depende críticamente de la actuación de los auditores externos (RUIZ y GÓMEZ, 1998). La responsabilidad asumida por éstos se plasma en los informes de auditoría, en donde queda expresada su opinión respecto de la fidelidad de los estados financieros y se verifica la pertinencia de los procedimientos contables utilizados.

En caso de que estos procedimientos sean inadecuados o se encuentren fuera de los principios generalmente aceptados, los auditores mostrarán sus reservas, comunicarán a la dirección sus objeciones instando a enmendar los errores y, en caso de persistencia, podrán llegar incluso a no emitir el informe. Es de esperar que en esos casos los responsables de la empresa realicen las rectificaciones oportunas para evitar las salvedades o la no emisión del informe de auditoría dado el coste que esos hechos tendrían (NELSON *et al.*, 2002). La evidencia empírica muestra que los auditores tienden a ser conservadores y se muestran escépticos ante una modificación exagerada en la cifra de beneficios (CHUNG *et al.*, 2003 y 2005), si bien no es éste el único motivo que influye en la aparición de salvedades en el informe de auditoría (LYS y WATTS, 1994; BARTOV *et al.*, 2000). Como muestran BUTLER *et al.* (2004), el descubrimiento de la manipulación de resultados, con el consiguiente peligro de salvedad en el informe, se resuelve frecuentemente siguiendo las indicaciones del auditor externo.

Por tanto, aunque la relación no sea unívoca, las salvedades pueden ser consideradas una manifestación de la gestión de beneficios o, para ser más precisos, reflejan el hecho de que la gestión de beneficios ha sido detectada. Desde esta perspectiva, las hipótesis que anteriormente formulamos acerca de la gestión de beneficios son de aplicación en este caso y es de esperar que la existencia de salvedades en el informe de auditoría venga afectada por los mismos factores a los que se hizo alusión. Por eso, el modelo objeto de contraste tomará la forma:

$$\begin{aligned} \text{SALV}_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{TAMCA}_{it} + \beta_2 \text{CAEXT}_{it} + \beta_3 \text{TAUD}_{it} + \beta_4 \text{TAUD}^2 + \\ & + \beta_5 \text{BIGA}_{it} + \beta_6 \text{LOSS}_{it} + \eta_i + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad [5]$$

Por lo que se refiere al efecto de los ajustes discrecionales sobre el valor de la empresa, los modelos que serán objeto de contraste revisten la siguiente forma, diferenciándose el modelo [6] de [7] en que se ha dado entrada a las variables cruzadas y se ha eliminado DTAB como variable de control¹⁵. En el modelo [4] hemos sintetizado en DX cada una de las variables *dummy* indicativas de la estructura de capital o de propiedad (AC1, ADTAB, APDP):

$$\begin{aligned} P = & \beta_0 + \beta_1 \text{DA}_{it} + \beta_2 \text{NDA}_{it} + \beta_3 \text{LNTAB}_{it} + \beta_4 \text{DTAB} + \beta_5 \text{DSEC}_{it} + \\ & \beta_6 \text{DINV}_{it} + \eta_i + \eta_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad [6]$$

$$\begin{aligned} P = & \beta_0 + (\beta_1 + \alpha_x \text{DX}_{it}) \text{DA}_{it} + \beta_2 \text{LNTAB}_{it} + \beta_3 \text{DSEC}_{it} + \\ & + \beta_4 \text{DINV}_{it} + \eta_i + \eta_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad [7]$$

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

4.3. Método de estimación.

Por lo que respecta al método de estimación, la estructura de la base de datos, formada por datos procedentes de las mismas empresas durante distintos períodos, permite la construcción de un panel de datos y la estimación de las ecuaciones [1], [3], [4], [6] y [7] siguiendo el método de datos de panel. En esencia, este método parte de la consideración de peculiaridades específicas de cada empresa y que permanecen constantes a lo largo del tiempo, que serán denominadas heterogeneidad inobservable constante (ARELLANO y BOVER, 1990; ARELLANO y BOND, 1991). El control de esta heterogeneidad permite la obtención de estimadores más eficientes que la regresión ordinaria.

A la hora de elegir el método de estimación según el procedimiento de datos de panel se hace preciso algún comentario. Un elemento básico del procedimiento es el tratamiento otorgado

¹⁵ Se ha eliminado el nivel de endeudamiento como variable de control pues se introducen variables cruzadas con las que se incorpora el efecto del nivel de endeudamiento.

al término de efectos fijos. Habitualmente este efecto es, como ya se dijo, inobservable y, por lo tanto, queda subsumido dentro de la perturbación aleatoria. En tales casos es clave conocer el tipo de relación que mantiene el término de efectos fijos con las restantes variables aleatorias porque esa relación se hará extensiva a la perturbación aleatoria.

Habitualmente suele existir correlación entre el término de efectos fijos y las variables explicativas. Esta correlación se detecta a través del test de Hausman y, en tales casos, el método más apropiado de estimación es la estimación intra-grupos (*within-groups*). Cuando el test de Hausman no aconseje rechazar la hipótesis nula de ausencia de correlación, se procede a la estimación mediante el método de mínimos cuadrados generalizados.

En lo referente a los factores que influyen sobre las salvedades del informe de auditoría, hemos optado por un análisis *logit* puesto que la variable dependiente (SALV) es una variable dicotómica, mientras que las variables explicativas serán las propuestas anteriormente.

En el caso del análisis *logit*, el control de la heterogeneidad inobservable constante es más necesario que en los otros modelos, puesto que en estos últimos la ausencia de correlación entre el término de efectos fijos y las variables independientes garantiza la consistencia de los estimadores, propiedad que no puede asegurarse necesariamente en el caso de los modelos *logit* (GREENE, 1999; ZÚÑIGA *et al.*, 2002). La estimación del modelo [5] se ha hecho usando el método de efectos aleatorios ya que la estimación máximo-verosímil del modelo de efectos fijos excluye aquellas observaciones cuya variable dependiente no se ha modificado en distintos períodos y, por tanto, omitiría aquellas empresas que no han sufrido salvedades de auditoría en ningún período. La significación conjunta del modelo se evalúa a través del contraste de la razón de verosimilitud que se distribuye siguiendo una función χ^2 con tantos grados de libertad como variables explicativas tiene el modelo (MORA, 1994).

Por lo que respecta al método de estimación de la relación entre ajustes discrecionales y valor de la empresa, los posibles problemas de heterogeneidad inobservable y de endogeneidad aconsejan la utilización del método generalizado de momentos (GMM) a través del estimador de sistemas (*system estimator*) de ARELLANO y BOND (1998). Aunque la estimación GMM en primeras diferencias elimina el sesgo derivado de la existencia de efectos fijos y específicos de cada individuo y, al mismo tiempo, permite tratar los problemas de endogeneidad (ARELLANO y BOVER, 1990; ARELLANO y BOND, 1991; BOND, 2002), presenta algunas deficiencias (ALONSO y ARELLANO, 1999) que pueden ser enmendadas mediante la utilización de un estimador GMM ampliado, en el cual las primeras diferencias retardadas de las series sean también utilizadas como instrumentos por las ecuaciones en niveles (BLUNDELL y BOND, 2000; BLUNDELL *et al.*, 2000; BOND, 2002). En nuestro caso, hemos tratado de solventar los problemas de endogeneidad mediante el recurso a un mínimo de dos retardos para el empleo de las variables explicativas como instrumentos.

La consistencia de los estimadores GMM depende de la ausencia de autocorrelación serial de segundo orden del término de error de los residuos de las regresiones y de la validez de los instrumentos. Por ese motivo, en las **tablas 6-11** se presentan las pruebas de especificación del modelo (ARELLANO y BOND, 1991 y 1998). La validez de los instrumentos se prueba a través del test de

sobre-identificación de restricciones de Hansen que evalúa la validez conjunta de los instrumentos seleccionados. Se realiza también otra prueba para comprobar que el término de error de las regresiones no presenta correlación serial de segundo orden, ya que la propia definición del modelo hace muy probable la existencia de correlación serial de primer orden.

5. RESULTADOS

5.1. Auditoría y gestión de beneficios.

El análisis empírico comienza con la estimación del modelo de sección cruzada de JONES (1991). Los resultados recogidos en la **tabla 2** proceden de la estimación de las distintas regresiones para cada año y sector, con un requisito mínimo de seis observaciones por sector ¹⁶. $\Delta VTAS$ presenta en la mayoría de los casos un signo positivo tanto para el modelo de Jones como para su equivalente ampliado con ROA, lo que está en consonancia con la literatura previa (PEASNELL *et al.*, 2000), y muestra que habitualmente un aumento en las operaciones de la empresa va acompañado de unos ajustes en las partidas de activo superiores a los que se practican en las cuentas de pasivo. Asimismo, de acuerdo a lo esperado, el signo de INM es negativo en ambos modelos, lo que significa que un aumento en el inmovilizado bruto supone un aumento en los gastos por amortización, que son un componente negativo de los ajustes por devengo. Tanto el coeficiente de $\Delta VTAS$ como el de INM presentan unos niveles de confianza semejantes e incluso superiores a investigaciones similares (GARCÍA y GILL, 2005).

Teniendo presente nuestro objetivo de estudiar la influencia que la comisión de auditoría tiene sobre la discrecionalidad directiva en materia contable y sobre la calidad de la información financiera, pasamos ahora a la estimación de las ecuaciones [3] y [4], en las que el nivel de ajustes discrecionales se hace depender de los distintos aspectos cuya influencia se desea contrastar. Los resultados de las estimaciones se recogen en las **tablas 3** y **4**. Mientras que en la **tabla 3** se hace la estimación utilizando como variable dependiente el valor absoluto de los ajustes discrecionales, en la **tabla 4** se utiliza simplemente el valor de los ajustes discrecionales. Asimismo, hemos preferido comenzar con estimaciones aisladas de cada uno de los elementos de la función de auditoría (columnas 1-5) para, posteriormente, realizar una estimación conjunta de todas las variables consideradas.

Por lo que se refiere a la primera de las hipótesis propuestas, las estimaciones recogidas en las columnas 1 y 4 de las **tablas 3** y **4** muestran que TAMCA aparece desprovista de significación estadística y, por tanto, no existen argumentos para justificar una relación entre la discrecionalidad contable directiva y el tamaño de la comisión de auditoría.

Esta evidencia contrasta con el respaldo obtenido para la segunda hipótesis planteada. Los resultados de las columnas 2 y 6 de las **tablas 4** y **5** muestran la influencia de la composición de la

¹⁶ En total, se realizaron 156 regresiones, 78 para el modelo de Jones tradicional y 78 para la estimación del modelo de Jones ampliado con la variable ROA.

comisión de auditoría. En primer lugar, CAEXT mantiene una relación positiva con ABSDA y, por tanto, la presencia de externos en la comisión de auditoría facilita la gestión de beneficios, lo que entraría en colisión con la hipótesis 2. No obstante, el análisis de la **tabla 4** nos muestra una relación de signo opuesto entre la independencia de la comisión (CAEXT) y el valor de los ajustes por devengo discrecionales (DA). La interpretación conjunta de estos dos resultados indica que ciertamente la presencia de externos alienta la alteración contable, pero estas modificaciones toman la forma de reducciones del beneficio. Desde esta perspectiva podríamos afirmar que la independencia de la comisión conduce a la aplicación de unos criterios contables más conservadores con los que se reduce la cifra de beneficios, en coherencia con la evidencia semejante al respecto (CHUNG *et al.*, 2003 y 2005).

En lo que se refiere a la influencia de la relación con el auditor externo, la columna 3 de las tablas no muestra ninguna relación significativa entre la calidad de la empresa auditora (en el sentido de su pertenencia a las principales empresas) y su capacidad de reducción de la discrecionalidad contable. Sin embargo, la evidencia es otra cuando se valora la duración del contrato con el auditor. Como pone de manifiesto la columna D, TAUD mantiene una relación positiva tanto con ABSDA como con DA y, por consiguiente, en principio cabe suponer que una duración más prolongada facilita la *entente* entre directivos y auditores y amplía el margen de discrecionalidad contable. No obstante, la inclusión de una especificación cuadrática TAUD² conduce a conclusiones notablemente distintas (columnas 5 y 6) pues, en ese caso, se observa un efecto no lineal de la duración de la relación con el auditor. Este juego de signos deja entrever que los auditores tienen iniciales dificultades para realizar una correcta auditoría de los estados financieros (facilitando la discrecionalidad) hasta llegar a un cierto punto a partir del cual la experiencia o el aprendizaje adquiridos les capacitan para un desempeño más eficiente de su función, lo que se traduce en una reducción de la discrecionalidad contable directiva ¹⁷.

Por lo tanto, a modo de resumen parcial de los resultados hasta este punto obtenidos, podemos afirmar que la función de auditoría influye sobre la actuación directiva en materias contables, si bien esa influencia es heterogénea. En consonancia con la segunda y tercera hipótesis planteadas, mientras que la composición de la comisión de auditoría y la duración del contrato con la empresa auditora parecen ejercer cierta influencia, no sucede lo mismo con el número de miembros de esa comisión o con algunos rasgos del auditor.

Nuestro análisis empírico tiene su prolongación en el estudio de los elementos determinantes de la aparición de salvedades en el informe de auditoría, pues dichas salvedades son indicadores de objeciones del auditor ante actuaciones contables discutibles. Los resultados se corresponden con la estimación del modelo [5] y se recogen en la **tabla 5**. Siguiendo con el esquema argumental anterior, procederemos al análisis individualizado de cada uno de los aspectos en que hemos desglosado la función de auditoría y finalizaremos con una estimación conjunta de la actuación de todos ellos.

En lo tocante a la comisión de auditoría, objeto de nuestras dos primeras hipótesis, el análisis de las columnas 1, 2 y 6 de la **tabla 5** pone de relieve el significativo y negativo impacto que tiene tanto el tamaño de la comisión de auditoría como su composición en la probabilidad de aparición de salvedades en el informe de auditoría. Estos resultados han de entenderse como una demostración de la

¹⁷ Un cálculo algebraico simple indica que la reducción de los ajustes discrecionales se produce a partir de un punto intermedio situado entre el segundo y el tercer año.

función disciplinante de la comisión de auditoría, de modo que una comisión de mayor tamaño o con mayor proporción de consejeros externos contribuye a la elaboración de una información financiera que refleja más fielmente la situación de la empresa y, por tanto, se hace menos necesaria la inclusión de salvedades en el informe de auditoría. El tamaño de la comisión tiene un efecto opuesto a lo inicialmente esperado, aunque existen razones para justificar tal influencia. Como se recordará, se supuso que el tamaño de la comisión influye sobre la discrecionalidad contable en un sentido semejante al del tamaño del consejo de administración. Sin embargo, el consejo de administración y su comisión delegada de auditoría presentan una situación totalmente distinta en relación con su tamaño. El menor número de miembros de esta última probablemente excluya los problemas de sobredimensionamiento y de falta de coordinación en la toma de decisiones que aquejan al consejo de administración. Más bien, hay razones fundadas para afirmar lo contrario, pues una comisión de mayor tamaño (siempre que se trate de un número relativamente pequeño de miembros como sucede en nuestra muestra) permitirá una mejor supervisión y, en consecuencia, reduce la discrecionalidad contable.

Por su parte, las columnas 3 y la 6 de la misma tabla presentan una relación positiva entre las variables BIGA y SALV indicando que las características del auditor desempeñan una función digna de mención en la elaboración del informe de auditoría. Más en concreto, aquellas empresas auditoras que gozan de mayor prestigio serán más exigentes en la supervisión de los estados financieros sabedoras de que su prestigio proviene de la fiabilidad de dichos estados financieros. En consecuencia, las auditoras de mayor tamaño propenden en mayor medida que las otras empresas auditoras a presentar salvedades y mostrarán menos reparos para actuar de esa manera en caso de que lo consideren oportuno. Por el contrario, no sería arriesgado suponer que las empresas auditoras que gozan de menos autoridad se avengan a negociar los términos del informe de auditoría con los consejeros y otro personal directivo con mayor facilidad.

Finalmente, la duración del contrato con la empresa auditora no parece afectar a la probabilidad de aparición de salvedades. Este último resultado, aunque pueda parecer divergente del que se obtuvo anteriormente al analizar los ajustes discrecionales, es coherente con él en la medida en que pone en duda los inconvenientes de un período excesivamente prolongado de contrato con el auditor y muestra que la expresión de salvedades por parte del auditor no viene afectada por la duración de la relación con la empresa cliente.

A modo de resumen parcial de este segundo grupo de estimaciones, los resultados del análisis de los factores determinantes de la aparición de salvedades suponen la confirmación de la hipótesis 2, relativa a la influencia de la comisión de auditoría y de la hipótesis 4 referente al efecto del prestigio de la empresa auditora. Por otra parte, se ha demostrado que el tamaño de la comisión de auditoría tiene un impacto contrario a lo inicialmente previsto.

Aunque el endeudamiento y el tamaño de la empresa se han incorporado en el modelo únicamente como variables de control, puede ser oportuno hacer algún comentario acerca de las mismas y probar así su coherencia con estudios anteriores¹⁸. El endeudamiento (LEV) muestra en la **tabla 3** una relación positiva con la gestión de beneficios, confirmando el hecho de que uno de los motivos que

¹⁸ Puesto que la literatura ha analizado los ajustes por devengo anormales en valores absolutos, circunscribiremos nuestros comentarios al modelo [3] cuyos resultados se recogen en la **tabla 4**, junto con la explicación de las salvedades que aparece en la **tabla 6**.

conducen a la alteración contable es la elaboración de unos estados financieros que permitan obtener mejores condiciones crediticias (AZOFRA *et al.*, 2002). Las empresas que operan con altos niveles de apalancamiento financiero pueden encontrarse tan sometidas a esa presión que adoptarán incluso criterios inapropiados de contabilización, lo que se traducirá en una mayor frecuencia de salvedades en el informe de auditoría, como pone de relieve la **tabla 5**. Por lo que se refiere al tamaño (LNTAB), de acuerdo con la explicación de visibilidad política (DELGADO, 2003), no parece desempeñar un papel relevante en la elección de criterios contables (**tabla 4**); más bien podría afirmarse lo contrario: las grandes empresas son conscientes de que se encuentran sometidas a un seguimiento más intenso y tratarán, en consecuencia, de evitar incumplimientos contables (**tablas 4 y 5**). Asimismo, la existencia de pérdidas contables en períodos anteriores alienta la gestión de beneficios, tanto en su vertiente de ajustes por devengo anormales o en su vertiente de salvedades en los informes de auditoría.

5.2. Efecto valorativo de la gestión de beneficios.

Pasamos ahora a la segunda vertiente del trabajo, orientada a indagar en la repercusión que los ajustes discrecionales tienen sobre el valor de la empresa. Con respecto a nuestra quinta hipótesis, los resultados reportados en todas las **tablas 6-11** ponen de manifiesto unánimemente una relación positiva y estadísticamente significativa entre el valor de la empresa y los ajustes por devengo discrecionales. Este resultado se verifica independientemente de si los ajustes por devengo discrecionales se obtienen mediante el modelo de Jones tradicional (columnas 1-3 de la **tabla 6**) o mediante su versión ampliada con ROA (columna 5). Este hecho indica que los inversores valoran positivamente la información contenida en los ajustes discrecionales, información que sirve de complemento a la ya disponible sobre la eficiencia de la empresa¹⁹. Asimismo, como se deduce de las columnas 6 y 7 de la **tabla 6**, los ajustes discrecionales poseen un efecto diferenciado dependiendo de su signo: el valor de los títulos se ve positivamente afectado por los ajustes positivos (DAPOS), mientras que el valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales negativos (ABSDANEG) guarda una relación negativa con el valor de los títulos, indicativo de que las manipulaciones contables para reducir los resultados reportados reducen también el valor de la empresa.

En relación con la concentración de la propiedad –objeto de nuestra sexta hipótesis–, el coeficiente de AC1*DA recogido en las dos primeras columnas de la **tabla 7** muestra un positivo efecto de los ajustes por devengo discrecionales sobre el valor en aquellas empresas con un mayor grado de concentración de la propiedad. Este efecto, confirmatorio de la hipótesis planteada, se añade a la positiva influencia de DA anteriormente apuntada y pone de relieve la intención de los grandes accionistas –en muchos casos con capacidad efectiva de control– de demandar cierto nivel de ajustes por devengo con la finalidad de incrementar el valor de los títulos y así producir buena impresión a posibles futuros accionistas acerca de la eficiencia de la empresa.

También la **tabla 7** (columnas 3 y 4) permite afirmar que existe una relación positiva y estadísticamente significativa entre los niveles de ajustes por devengo discrecionales de las empresas con mayor

¹⁹ Aunque no constituya el objetivo central del trabajo, es bueno hacer notar que los resultados de la columna 4 de las **tablas 6, 8 y 10** muestran que los ajustes no discrecionales –es decir, aquellos que se derivan de la actividad normal de la empresa y de su estructura de activos– influyen también positivamente en el valor de la empresa, si bien esta relación no siempre es significativa.

participación directiva en la propiedad (APDP*DA) y el valor de la empresa (P), relación que refuerza el ya de por sí positivo vínculo que liga a los ajustes discrecionales con el valor de las acciones. Este resultado, que corrobora nuestra séptima hipótesis, sugiere dos posibles motivaciones –parcialmente relacionadas– para la manipulación contable de los beneficios por parte de los directivos. De un lado, los directivos cuentan con incentivos al utilizar ajustes por devengo discrecionales para incrementar a corto plazo el valor de mercado de su participación en la empresa. Asimismo, en la medida en que la remuneración directiva puede venir ligada a los resultados de la empresa y a su valor de mercado, los gestores de la empresa estarán interesados en generar una información positiva al respecto.

Por lo que se refiere a la influencia del endeudamiento en el contenido informativo de los ajustes por devengo, el coeficiente de ADTAB*DA en las columnas 5 y 6 de la **tabla 7** evidencia una relación negativa y significativa entre los ajustes discrecionales y el valor de las acciones. Más aún, si atendemos al valor absoluto de los coeficientes, se puede afirmar que este efecto negativo compensa el positivo impacto que DA tiene sobre P, de modo que se obtiene un efecto neto negativo sobre el valor de la empresa del ejercicio de la discrecionalidad contable sobre los beneficios en las empresas de mayor apalancamiento financiero. Esto puede entenderse como un indicio de la menor credibilidad de la información contenida en los estados financieros cuando el nivel de endeudamiento es alto, ya que los inversores descuentan el uso de una cierta discrecionalidad contable por parte de los prestatarios para reducir tipos de interés considerablemente elevados y evitar problemas de renegociación de la deuda o la imposición de rígidas cláusulas contractuales en los créditos.

Si recapitulamos nuevamente los resultados hasta este punto obtenidos podríamos afirmar que los ajustes por devengo discrecionales guardan una relación positiva con el valor de los títulos; esta relación es compatible y se ve reforzada por un efecto diferenciado en las empresas de mayor concentración de la propiedad y de más alta participación directiva en el capital y resulta compensada por un efecto contrario en las empresas más endeudadas.

La importancia que tiene la presencia o ausencia de oportunidades rentables de inversión en la capacidad de las decisiones financieras para crear valor nos lleva a cuestionarnos su posible relevancia en el efecto valorativo de los ajustes por devengo. Por este motivo, nos basaremos en la variable MTB para segmentar la muestra en dos grupos: empresas que poseen oportunidades de crecimiento –cuyos valores de MTB son superiores a 1– y empresas que carecen de dichas oportunidades –valores de MTB inferiores a 1–.

En el primero de esos escenarios, es razonable pensar que la empresa desea enviar al mercado señales de su capacidad de generar proyectos rentables y que, posiblemente, uno de sus problemas sea el envío de señales creíbles. Dado el contenido informativo que inspira la realización de ajustes por devengo, cabe suponer que los directivos utilizan el componente discrecional de los mismos como señal y, en consecuencia, este último guardará una relación positiva con el precio de los títulos. Así parecen indicarlo los resultados de todas las columnas del panel A de la **tabla 8**, resultados que también muestran el significativo efecto adicional de los ajustes discrecionales en situaciones de gran concentración de la propiedad (columnas 1 y 2), elevada participación directiva en la propiedad (columnas 3 y 4) y de alto nivel de endeudamiento (columnas 5 y 6). Estos resultados, cuyos signos son plenamente coherentes con las anteriores estimaciones, revisten gran lógica si se tiene en cuenta el interés del accionista mayoritario y de los directivos propietarios de acciones en revelar al mercado la disponibilidad de esas oportunidades de negocio.

El segundo de los posibles escenarios, el definido por la ausencia de oportunidades de crecimiento, origina unos resultados que, aunque ratifican las tres primeras hipótesis (columnas 1-4 del panel B de la **tabla 8**), se desvían de los obtenidos hasta este momento al no atribuir influencia alguna a la variable $ADTAB*DA$, representativa del contenido informativo de los ajustes discrecionales en las empresas más endeudadas (columnas 5 y 6). La interpretación de este resultado ha de hacerse a la luz del efecto disciplinante del endeudamiento en las empresas con menores oportunidades de crecimiento, pues en tales situaciones el uso de mayores niveles de apalancamiento tiene buena acogida por el mercado y, en consecuencia, las manipulaciones contables de los beneficios pierden ese efecto adicional negativo que presentaban.

Si bien los resultados anteriormente expuestos muestran el patente contenido informativo de los ajustes por devengo discrecionales y la repercusión que en ese contenido posee la estructura de capital y de propiedad de la empresa, parece oportuno plantearse la posibilidad de que estos resultados sean específicos del modelo contrastado o, por el contrario, presenten la suficiente robustez como para ser aplicados, sin pérdida de generalidad. Con el fin de contrastar dicha robustez, en los párrafos siguientes expondremos el análisis de sensibilidad de nuestros resultados basándonos en dos estimaciones adicionales, ambas consistentes en la sustitución de la variable dependiente P por otras medidas del valor de las acciones.

La primera aproximación al valor de la empresa utilizada ha sido la ratio PER (**tabla 9**). Como puede observarse, salvo los evidentes cambios en la escala de los coeficientes, los resultados de las nuevas estimaciones son plenamente coherentes con los anteriormente obtenidos, por lo que no creemos necesario realizar comentario alguno acerca de los mismos. En segundo lugar, hemos probado la robustez de nuestros resultados cuando el valor de las acciones se mide a través de una aproximación a la ratio q de Tobin consistente en dividir la suma del valor de mercado de los capitales propios y del valor contable de la deuda por la suma de los valores contables de ambos tipos de fondos. Los resultados, recogidos en la **tabla 10**, se hallan igualmente en la línea de los anteriormente obtenidos.

Finalizaremos nuestro análisis de sensibilidad combinando el efecto de la estructura de capital y de propiedad con estas nuevas medidas de valor corporativo (**tabla 11**). Como se infiere de dicha tabla, el efecto general de los ajustes por devengo y su efecto adicional en situaciones de gran concentración de la propiedad, alta propiedad directiva o elevado endeudamiento se mantienen en los términos ya conocidos, tanto con respecto a la ratio PER (panel A) como con respecto a la ratio q (panel B).

6. CONCLUSIONES

La creciente persuasión de que la creación de valor es el objetivo que debe guiar la toma de decisiones financieras en la empresa colisiona en ocasiones con las imperfecciones informativas de los mercados financieros pues el asimétrico reparto de información entre accionistas internos y externos a la dirección dificulta el proceso de valorar adecuadamente los títulos de la empresa. Dicha valoración, basada en la información económico-financiera disponible sobre la empresa en los mercados de capitales, se encuentra sometida a las limitaciones de tal información e, incluso, sesgada por intereses divergentes entre los distintos *stakeholders*.

Los directivos de la empresa, conscientes de la importancia crítica del valor de las acciones, tomarán iniciativas para facilitar la correcta valoración por el mercado pero también para transmitir una información acorde con su propia función de utilidad. Se explica así la gestión de beneficios, entendida como la realización de ajustes contables que mejoren el contenido informativo de los beneficios. Esta gestión, que en primera instancia trata de suplir las limitaciones de la información financiera, puede obedecer a pretensiones directivas tendentes a sesgar esa información en su propio beneficio. De ahí que el estudio de la gestión de beneficios esté con frecuencia ligado a los mecanismos de control corporativo –con particular relevancia al consejo de administración y a su comisión de auditoría– y que quepa hacer una distinción entre ajustes contables discrecionales –motivados por intereses directivos– y ajustes contables no discrecionales –orientados a mejorar el contenido informativo de los beneficios–.

Una de las finalidades de nuestro trabajo ha sido precisamente el estudio de la actuación de dicha comisión y, en un nivel más amplio de análisis, la incidencia de la función de auditoría sobre la discrecionalidad directiva en materia contable. Creemos que, transcurrido un tiempo prudencial, ha llegado el momento de hacer una valoración de la eficacia de los cambios legales y estudiar hasta qué punto han logrado los objetivos previstos.

Partiendo de una muestra de empresas cotizadas en las Bolsas españolas nuestros resultados revelan un funcionamiento variado de los mecanismos de gobierno y se pueden estructurar en dos aspectos: las características de la comisión de auditoría y la relación de la empresa con los auditores externos. En primer lugar, hemos obtenido una evidencia clara de la estrecha relación entre la independencia de la comisión de auditoría y la mejor calidad de la información contable, tanto en términos de ajustes por devengo discrecionales como de salvedades al informe de auditoría. Asimismo, el número de miembros de dicha comisión –en contraste con evidencia semejante referente al tamaño del consejo de administración– parece guardar una relación positiva con la calidad de la información contable.

En lo referente a la relación con la empresa auditora, nuestros resultados muestran que el prestigio de esta última afecta a la fiabilidad de la información financiera y que la duración del contrato entre el cliente y el auditor también tiene una influencia digna de mención. Sin embargo, lejos de alentar la rotación de la firma auditora, se observa una relación no lineal de modo que, mientras que en los primeros años la empresa auditora no cuenta con el conocimiento suficiente de los procedimientos contables de su cliente, al cabo de unos años contribuye eficazmente a la transparencia informativa y a la reducción de la discrecionalidad.

La segunda finalidad del trabajo ha sido analizar el efecto sobre el valor de la empresa española de las prácticas de gestión de beneficios en conjunción con dos mecanismos de control corporativo como son la estructura de capital y la estructura de propiedad, y distinguiendo asimismo dos escenarios caracterizados por la presencia y la ausencia de oportunidades de crecimiento para la empresa. Nuestros resultados, en coherencia con la evidencia disponible para el entorno anglosajón, ponen de manifiesto que los ajustes por devengo discrecionales actúan como señal emitida en los mercados de capitales para complementar el contenido informativo de los beneficios y, por tanto, tienen un efecto positivo sobre el valor de la empresa. Esta positiva relación entre ajustes discrecionales y valor de la empresa se ve reforzada por el efecto específico de la concentración de la propiedad y de la propiedad directiva, de modo que la positiva influencia de dichos ajustes en el

valor es tanto mayor cuanto más concentrada se halla la propiedad y mayor es la participación de los gestores en el capital. Por el contrario, los ajustes discrecionales transmiten una información negativa en las empresas más endeudadas, dada la posible utilización de dichos ajustes para la obtención de condiciones crediticias más blandas. Esta última relación se encuentra condicionada por la disponibilidad de oportunidades de crecimiento dado el diferente papel que la deuda desempeña en función de la existencia o no de dichas oportunidades.

Son varias las líneas futuras de investigación que surgen a partir de nuestro trabajo atendiendo a una u otra de las vertientes consideradas. Por una parte, sería aconsejable valorar hasta qué punto la obligación de contar con una comisión de auditoría formalmente constituida y cumpliendo unos requisitos legales ha supuesto una ruptura con ciertas prácticas contables anteriormente existentes y si ese hecho ha tenido su repercusión en la valoración que el mercado hace de la empresa. Por otro lado, es interesante profundizar en las características de la comisión teniendo en cuenta otros aspectos más allá de su tamaño y composición como puede ser el funcionamiento interno de la misma, su dinámica de reuniones, etc. Del mismo modo, una mejor identificación de la empresa auditora, y no sólo su tamaño y el tiempo de contrato con la empresa cliente, también podría aportar interesantes claves interpretativas. Asimismo, la dimensión informativa de los ajustes discrecionales nos lleva a plantearnos si éstos constituyen complementarios o sustitutivos de otras formas de transmitir información al mercado como son el reparto de dividendos o las recompras de acciones.

BIBLIOGRAFÍA

AHMED, A.; BILLINGS, B. y MORTON, R. [2004]: «Extreme Accruals, Earnings Quality, and Investor Mispricing». <http://ssrn.com/abstract=544984>

ALDAMA y MIÑÓN, E. [2003]: *Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y la seguridad en los mercados financieros y las sociedades cotizadas*.

ALLEN, F. y GALE, D. [1995]: «A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Markets in Germany and the U.S.». *European Economic Review*. N.º 39, págs. 179-209.

– [2001]: *Comparing financial systems*, MIT Press, Cambridge.

ALONSO-BORRERO, C. y ARELLANO, M. [1999]: «Symmetrically normalized instrumental variable estimation using panel data», *Journal of Business & Economic Statistics*. N.º 17, págs. 36-49.

ANTLE, R.; GORDON, E.; NARAYANAMOORTHY, G. y ZHOU L. [2002]: «The Joint Determination of Audit Fees, Non-Audit Fees, and Abnormal Accruals». *International Center for Finance*, Yale University. Working paper. N.ºs 2-21.

ARCAS PELLICER, M.J. y VIDAL BLANCO, M.A. [2004]: «Actuación discrecional sobre el resultado ante un cambio en la normativa fiscal». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Vol. 33, n.º 122, págs. 603-636.

- ARELLANO, M. y BOND, S. [1991]: «Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations». *Review of Economic Studies*. Vol. 58, n.º 2, págs. 277-297.
- [1998]: *Dynamic panel data estimation using DPD98 for Gauss: A guide for users*, págs. 1-27.
- ARELLANO, M. y BOVER, O. [1990]: «La econometría de datos de panel». *Investigaciones Económicas*. Vol. 14, n.º 1, págs. 3-45.
- AZOFRA, V.; CASTRILLO, M.J. y DELGADO, M.M. [2002]: «Ownership concentration, debt financing and the investment opportunity set determinants of accounting discretion: empirical evidence from Spain». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. N.º 115, págs. 215-255.
- BARBER, B. y LYON, J. [1995]: «Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics». *Journal of Financial Economics*. Vol. 41, págs. 359-399.
- BARTH, M.E.; CRAM, D.P. y NELSON, K.K. [2001]: «Accruals and the prediction of future cash flows». *The Accounting Review*. Vol. 76, n.º 1, págs. 27-58.
- BARTOV, E.; GUL, F. y TSUI, J. [2000]: «Discretionary-accruals models and audit qualifications». *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 30, n.º 3, págs. 421-452.
- BAYSINGER, B.D. y BUTLER, H. [1985]: «Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition». *Journal of Law, Economics and Organization*. Vol. 1, n.º 1, págs. 101-134.
- BAYSINGER, B.D. y HOSKISSON, R.E. [1990]: «The composition of boards of directors and strategic control: effects on corporate strategy». *Academy of Management Review*. Vol. 15, págs. 72-81.
- BEASLEY, M.S. [1996]: «An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud». *The Accounting Review*. Vol. 71, n.º 4, págs. 443-465.
- BECHT, M. y RÖELL, A. [1999]: «Blockholdings in Europe: An international comparison». *European Economic Review*. Vol. 43, págs. 1.049-1.056.
- BECKER, C.L.; DEFOND, M.L.; JIAMBALVO, J. y SUBRAMANYAM, K.R. [1998]: «The effect of audit quality on earnings management». *Contemporary Accounting Research*. Vol. 15, págs. 1-24.
- BENEISH, M. [2001]: «Earnings Management: A Perspective». *Managerial Finance*. Vol. 27, n.º 12, págs. 3-17.
- BHAGAT, S. y BLACK, B. [1999]: «The uncertain relationship between board composition and firm performance». *Business Lawyer*. Vol. 54, págs. 921-963.
- BIANCO, M. y CASAVOLA, P. [1999]: «Italian corporate governance: Effects on financial structure and firm performance». *European Economic Review*. Vol. 43, págs. 1.057-1.069.
- BLUNDELL, R.W. y BOND, S.R. [2000]: «GMM estimation with persistent panel data: an application to production functions». *Econometric Reviews*. Vol. 19, págs. 321-340.
- BLUNDELL, R.W.; BOND, S.R. y WINDMEIJER, F. [2000]: *Estimation in dynamic panel data models: improving on the performance of the standard GMM estimator*, In: BALTAGI, B. (Ed.): *Nonstationary Panels, Panel Cointegration, and Dynamic Panels*, Advances in Econometrics 15, págs. 53-91.

- BOND, S. [2002]: «Dynamic panel data models: A guide to micro data methods and practice». *Working Paper*, The Institute for fiscal Studies.
- BRADBURY, M.E., MAK, Y.T. y TAN, S.M. [2004]: «Board characteristics, audit committee characteristics and abnormal accruals». <http://ssrn.com/abstract=535764>
- BURGSTALLER, D. y DICHEV, I. [1997]: «Earnings management to avoid earnings decreases and losses». *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 24, n.º 1, págs. 99-126.
- BUSHMAN, R.M. y SMITH, A.J. [2002]: «Financial accounting information and corporate governance». *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 32, págs. 237-333.
- BUTLER, M.; LEONE, A.J. y WILLENBORG, M. [2004]: «An empirical analysis of auditor reporting and its association with abnormal accruals». *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 37, págs. 139-165.
- CARCELLO, J.V. y NEAL, T.L. [2000]: «Audit committee composition and auditor reporting». *Accounting Review*. Vol. 75, n.º 4, págs. 453-467.
- CHANEY, P. y LEWIS, C. [1995]: «Earnings management and firm valuation under asymmetric information», *Journal of Corporate Finance*. Vol. 1, págs. 319-345.
- CHEN, K. [2002]: «The Influence of Capital Structure on Company Value with Different Growth Opportunities». *EFMA Annual Meeting*.
- CHUNG, R.; FIRTH, M. y JEONG-BON, K. [2003]: «Auditor conservatism and reported earnings». *Accounting Business Research*. Vol. 33, n.º 1, págs. 19-32.
- [2005]: «Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring». *Journal of Business Research*. Vol. 58, n.º 6, págs. 766-776.
- CHUNG, R.; HO, S. y KIM, J.B. [2004]: «Ownership Structure and the Pricing of Discretionary Accruals in Japan». *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. Vol. 13, n.º 1, págs. 1-20.
- DAVIS, L.; SOO, B. y TROMPETER, G. [2003]: «Auditor tenure, auditor independence and earnings management». *Working paper*. Boston College.
- DEANGELO, L. [1988]: «Managerial competition, information costs, and corporate governance: the use of accounting performance measures in proxy contests». *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 10, págs. 3-36.
- DECHOW, P.M. [1994]: «Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance. The role of accounting accruals». *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 18, n.º 1, págs. 3-42.
- DECHOW, P. y DICHEV, I. [2002]: «The quality of accruals and earnings». *The Accounting Review*. Vol. 77, págs. 35-59.
- DECHOW, P.; KOTHARI, S. y WATTS, R. [1998]: «The relation between earnings and cash flows». *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 25, págs. 133-168.
- DECHOW, P. y SKINNER, D. [2000]: «Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators». *Accounting Horizons* (June), págs. 235-250.

- DECHOW, P.M. y SLOAN, R.G. [1997]: «Returns to contrarian investment strategies: Tests of naïve expectations hypotheses». *Journal of Financial Economics*. Vol. 43, n.º 1, págs. 3-27.
- DECHOW, P.; SLOAN, R. y SWEENEY, A.P. [1995]: «Detecting earnings management», *The Accounting Review*. Vol. 70, n.º 2, págs. 193-225.
- [1996]: «Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC». *Contemporary Accounting Research*. Vol. 13, n.º 2, págs. 1-36.
- DEFOND, M.L. y JIAMBALVO, J. [1991]: «Incidence and circumstances of accounting errors». *The Accounting Review*. Vol. 66, págs. 643-655.
- [1994]: «Debt covenant violation and manipulation of accruals». *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 17, n.ºs 1-2, págs. 145-176.
- DEL BRÍO, E.B.; MIGUEL, A. DE Y PEROTE, J. [2002]: «An investigation of insider trading profits in the Spanish stock market». *Quarterly Review of Economics and Finance*. Vol. 42, n.º 1, págs. 73-94.
- DELGADO, M.M. [2003]: *Factores determinantes de la discrecionalidad contable: Una aplicación empírica a las empresas cotizadas españolas*. Universidad de Burgos. Burgos.
- DEMIRGÜC-KUNT, A. y LEVINE, R. [2001]: «Bank-based and market-based financial systems: Cross-country comparisons», en DEMIRGÜC-KUNT, A. y LEVINE, R. (Ed.): *Financial structure and economic growth. A cross-country comparison of banks, markets, and development*. MIT Press. Cambridge, págs. 81-140.
- DYE, R. [1988]: «Earnings management in an overlapping generations model». *Journal of Accounting Research*. Vol. 26, págs. 195-235.
- EISENBERG, T.; SUNDGREN, S. y WELLS, M.T. [1998]: «Larger board size and decreasing firm value in small firms». *Journal of Financial Economics*. Vol. 48, págs. 35-54.
- ERICKSON, M. y WANG, S. [1999]: «Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers». *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 27, n.º 2, págs. 149-176.
- FAIRFIELD, P.M.; WHISENANT, J.S. y YOHAN, T.L. [2003]: «The differential persistence of accruals and cash flows for future operating income versus future profitability». *Review of Accounting Studies*. Vol. 8, págs. 221-243.
- FERNÁNDEZ, A.I.; GÓMEZ, S. y FERNÁNDEZ, C. [1997]: «The effect of board size and composition on corporate performance», en BALLING, M. et al. (Eds.): *Corporate Governance, Financial Markets and Global Convergence*. Kluwer Academic Publishers, Boston.
- FRANCIS, J.R. y KRISHNAN, J. [1999]: «Accounting accruals and auditor reporting conservatism». *Contemporary Accounting Research*. Vol. 16, primavera: 135-165.
- FRANCIS, J.R.; MAYDEW, E.L. y SPARKS, H.C. [1999]: «The role of Big 6 auditors in the credible reporting of accruals». *Auditing: A Journal of Practice and Theory*. Vol. 18, n.º 18, págs. 17-34.
- GABRIELSEN, G.; GRAMLICH, J.D. y PLENBORG, T. [2002]: «Managerial ownership, information content of earnings, and discretionary accruals in a non-US setting». *Journal of Business Finance & Accounting*. Vol. 29, n.ºs 7-8, págs. 967-988.

- GALLÉN, M.L. y GINER, B. [2005]: «La alteración del resultado para evitar pérdidas y descensos: evidencia empírica». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Vol. 34, n.º 124, págs. 141-181.
- GARCÍA BENAÚ, M.A. y VICO MARTÍNEZ, A. [2003]: «Los escándalos financieros y la auditoría: pérdida y recuperación de la confianza en una profesión en crisis». *Revista Valenciana de Economía y Hacienda*. N.º 7, págs. 25-48.
- GARCÍA OSMA, B. y GILL DE ALBORNOZ, B. [2005]: «El gobierno corporativo y las prácticas de *earnings management*: Evidencia empírica en España». *Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas* WP-EC 2005-11.
- GARCÍA OSMA, B.; GILL DE ALBORNOZ, B. y GISBERT, A. [2005]: «La literatura sobre la manipulación del resultado: Estado del arte y perspectivas», en CAÑIBANO, L. y MORA, A. (Ed.): *Lecturas sobre Contabilidad Europea*. Ormag. Madrid, págs. 267-296.
- GARCÍA OSMA, B. y GISBERT, A. [2003]: «Earnings management». *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 115, págs. 311-323.
- GARCÍA LARA, J.M.; GARCÍA OSMA, B. y MORA, A. [2005]: «The effects of earnings management on the asymmetric timeliness of earnings». *Journal of Business, Finance & Accounting*. Vol. 32, n.ºs 3-4, págs. 691-726.
- GEIGER, M.A. y RAGHUNANDAN, K. [2002]: «Auditor tenure and audit reporting failures». *Auditing: A Journal of Practice & Theory*. Vol. 21, n.º 1, págs. 67-78.
- GINER, B. y MORA, A. [2005]: «Accounting and financial reporting in Spain», en CAÑIBANO, L. y MORA, A. (Ed.): *Lecturas sobre Contabilidad Europea*. Ormag. Madrid, págs. 19-56.
- GÓMEZ, N. y RUIZ, E. [2003]: «El debate sobre la rotación obligatoria de los auditores». *AECA: Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*. N.º 62, págs. 30-33.
- GRAHAM, J.R.; HARVEY, H.R. y RAJGOPAL, S. [2005]: «The economic implication of corporate financial reporting». *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 40, n.ºs 1-3, págs. 3-37.
- GREENE, W.H. [1999]: *Análisis econométrico*. Prentice-Hall. Madrid.
- GUAY, W.; KOTHARI, S. y WATTS, R. [1996]: «A market-based evaluation of discretionary accruals models». *Journal of Accounting Research*. Vol. 34, págs. 83-105.
- HANSEN, G.A. y NOE, C.F. [1998]: «Do managers' accrual decisions speak louder than words?» <http://ssrn.com/abstract=66273>
- HARRIS, M. y RAVIV, A. [1991]: «The theory of capital structure». *Journal of Finance*. Vol. 46, n.º 1, págs. 297-355.
- HEALY, P.M. [1985]: «The impact of bonus schemes on the selection of accounting principles», *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 7, págs. 85-107.
- HEALY, P. y PALEPU, K. [1993]: «The effect of firms' financial disclosure strategies on stockprices». *Accounting Horizons*. Vol. 7, n.º 1, págs. 11-28.
- HEALY, P.M. y WAHLEN, J.M. [1999]: «A review of the earnings management literature and its implication for standard setting». *Accounting Horizons*. Vol. 13, n.º 4, págs. 365-383.

- HILLIER, D. y MCCOLGAN, P. [2001]: «Insider ownership and corporate value: An empirical test from the United Kingdom corporate sector». *Financial Management Association (FMA) Meeting*, Paris.
- HOLTHAUSEN, R.W.; LARKER, D.F. y SLOAN, R.G. [1995]: «Annual bonus schemes and the manipulation of earnings». *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 19, n.º 1, págs. 29-74.
- HSIAO, C. [2003]: *Analysis of Panel Data*. University Press, Cambridge.
- IKENBERRY, D.; LAKONISHOK, J. y VERMAELEN, T. [1995]: «Market underreaction to open market share repurchases». *Journal of Financial Economics*. Vol. 39, págs. 181-208.
- JENSEN, M. [1986]: «Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers». *American Economic Review*. Vol. 76, n.º 2, págs. 323-329.
- [1993]: «The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems». *The Journal of Finance*. Vol. 25, n.º 3, págs. 831-873.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. [1976]: «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure». *Journal of Financial Economics*. Vol. 3, págs. 305-360.
- JIAMBALVO, J.; RAJGOPAL, S. y VENKATACHALAM, M. [2002]: «Institutional Ownership and the Extent to which Stock Prices Reflect Future Earnings». *Contemporary Accounting Research*. Vol. 19, págs. 177-145.
- JOHN, K. y SENBET, L. [1998]: «Corporate governance and board effectiveness». *Journal of Banking & Finance*. Vol. 22, n.º 4, págs. 371-403.
- JONES, J.J. [1991]: «Earnings management during import relief investigations». *Journal of Accounting Research*. Vol. 29, n.º 2, págs. 193-228.
- KARAMANOU, I. y VAPEAS, N. [2005]: «The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: An empirical analysis». *Journal of Accounting Research*. Vol. 43, n.º 3, págs. 453-486.
- KIM, J.B.; CHUNG, R. y FIRTH, M. [2003]: «Auditor conservatism, asymmetric monitoring, and discretionary accrual choices». *Contemporary Accounting Research*. Vol. 20, págs. 323-359.
- KLEIN, A. [1998]: «Firm performance and board committee structure». *Journal of Law and Economics*. Vol. 41, n.º 1, págs. 275-303.
- [2002]: «Audit committee, board of director characteristics, and earnings management». *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 33, n.º 3, págs. 375-400.
- KOTHARI, S.P.; LEONE, A. y WASLEY, C.E. [2005]: «Performance matched discretionary accrual measures». *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 39, págs. 163-197.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. [1997]: «Legal determinants of external finance». *Journal of Finance*. Vol. 52(3): págs. 1.131-1.150.
- [1998]: «Law and finance». *Journal of Political Economy*. Vol. 106, págs. 1.113-1.155.
- [2002]: «Investor protection and corporate valuation». *Journal of Financ.* Vol. 52, n.º 3, págs. 1.147-1.170.
- LANG, L.; OFEK, E. y STULZ, R. [1996]: «Leverage, Investment, and Firm Growth». *Journal of Financial Economics*. Vol. 40, págs. 3-29.

- LIPTON, M. y LORSCH, J.W. [1992]: «A modest proposal for improved corporate governance». *The Business Lawyer*. Vol. 59, noviembre: 59-77.
- LÓPEZ, J.L. [2004]: «Los comités de auditoría». BUENO CAMPOS, E. (ed.). *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza*. Pirámide. Madrid, págs. 259-268.
- LOUIS, H. y ROBINSON, D. [2005]: «Do managers credibly use accruals to signal private information? Evidence from the pricing of discretionary accruals around stock splits». *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 39, págs. 361-380.
- LUI, D. [2004]: «When Accruals Meet Growth: Do Analysts' Forecasts Fully Reflect the Future Earnings Implications of Accruals and Growth?». *Working Paper Series*. London Business School.
- LYON, J.; BARBER, B. y TSUI, C. [1999]: «Improved methods for tests of long-run abnormal stock returns». *Journal of Finance*. 54, págs. 165-201.
- LYS, T. y WATTS, R. [1994]: «Lawsuits against auditors». *Journal of Accounting Research*. Vol. 32, págs. 65-93.
- MARHUENDA, J. [1996]: *Anomalías en los modelos de valoración de activos*. University of Alicante, Alicante.
- MAURY, B. y PAJUSTE, A. [2005]: «Multiple large shareholders and firm value». *Journal of Banking & Finance*. Vol. 29, págs. 1.813-1.834.
- MCCONNELL, J.J. y SERVAES, H. [1990]: «Additional evidence on equity ownership and corporate value». *Journal of Financial Economics*. Vol. 26, págs. 595-612.
- McNICHOLS, M. [2000]: «Research design issues in earnings management studies». *Journal of Accounting and Public Policy*. Vol. 19, n.º 4-5, págs. 313-345.
- McNICHOLS, M. y WILSON, G.P. [1988]: «Earnings management from the provision of bad debts». *Journal of Accounting Research*. Vol. 26, págs. 1-31.
- MELLE HERNÁNDEZ, M. [1999]: «El gobierno de empresas cotizadas: código de buen gobierno y reglamento tipo del consejo de administración». *Papeles de Economía Española*. N.º 78-79, págs. 282-300.
- MIGUEL, A.; PINDADO, J. y DE LA TORRE, C. [2004]: «Ownership structure and firm value: new evidence from Spain». *Strategic Management Journal*. Vol. 25, n.º 12, págs. 1.199-1.208.
- MORA, A. [1994]: «Los modelos de predicción del fracaso empresarial: una aplicación empírica del logit». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Vol. 23, n.º 79, págs. 203-233.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. [1988]: «Management ownership and market valuation: An empirical analysis». *Journal of Financial Economics*. Vol. 20, págs. 293-315.
- MYERS, J.; MYERS, L. y OMER, T. [2003]: «Exploring the term of the auditor-client relationship and the quality of earnings: a case for mandatory auditor rotation?». *The Accounting Review*. Vol. 78, n.º 3, págs. 779-799.
- MYERS, S.C. [1977]: «Determinants of corporate borrowing». *Journal of Financial Economics*. 5, págs. 147-175.
- NAVARRO, J.C. y MARTÍNEZ, I. [2004]: «Manipulación contable y calidad del auditor». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Vol. 33, n.º 123, págs. 1.025-1.064.

- NELSON, M.; ELLIOTT, J. y TARPLEY, R. [2002]: «Evidence from auditors about managers' and auditors' earnings management decisions». *The Accounting Review*. Vol. 77, págs. 175-202.
- OLIVENCIA RUIZ, M. [1998]: *El gobierno de las sociedades cotizadas*. Comité especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades.
- [2004]: «El gobierno de las sociedades y el código de buen gobierno». BUENO CAMPOS, E. (ed.). *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza*. Pirámide. Madrid, págs. 21-39.
- PASTOR, M.J. y POVEDA, F. [2004]: «Earnings management as explanation of the equity issue puzzle». *XII Foro de Finanzas*. Barcelona.
- PEASNELL, K.V.; POPE, P.F. y YOUNG, S. [1999]: «Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?». *Journal of Business Finance Accounting*. Vol. 32, n.º 7-8, págs. 1.311-1.346.
- [1999]: «Outside directors, board effectiveness, and abnormal accruals». *Working paper 99/006*. Lancaster University.
 - [2000]: «Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models». *Accounting and Business Research*. Vol 30, n.º 4, págs. 313-326.
 - [2001]: «Board monitoring & earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?». *Lancaster University Management School Working Paper*. LUMSWP2001/016.
- PETRONI, K. [1992]: «Optimistic reporting in the property-casualty insurance industry». *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 15, n.º 4, págs. 485-508.
- PROWSE, S. [1995]: «Corporate governance in an internacional perspectiva: A survey of corporate control mechanisms among large firms in the U.S., U.K., Japan and Germany». *Financial Markets, Institutions and Instruments*. Vol. 4, págs. 1-63.
- RICHARDSON, S.; SLOAN, R.; SOLIMAN, M. y TUNA, I. [2005]: «Accrual Reliability, Earnings Persistence and Stock Prices». *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 39, págs. 437-485.
- ROSENSTEIN, S. y WYATT, J.G. [1997]: «Inside Directors, Board Effectiveness, and Shareholder Wealth». *Journal of Financial Economics*. Vol. 44, n.º 2, págs. 229-250.
- RUIZ, E. y GÓMEZ, N. [1998]: «El informe de auditoría como medida de la calidad de información contable». *Actualidad financiera*. N.º 11, págs. 69-84.
- RUIZ, E.; GÓMEZ, N. y CARRERA, N. [2006]: «Evidencia empírica sobre el efecto de la duración del contrato en la calidad de la auditoría: análisis de las medidas de retención y rotación obligatoria de auditores». *Investigaciones Económicas*. En prensa.
- RUIZ, I.; ZAMORA, C. y GARCÍA-AYUSO, M. [2003]: «Una aproximación empírica a las relaciones de gobierno corporativo en las empresas españolas». *XII Congreso de AECA*. Cádiz.
- SAINTY, B.; TAYLOR, G. y WILLIAMS, D. [2002]: «Investor dissatisfaction toward auditors». *Journal of Accounting, Auditing and Finance*. Vol. 17, n.º 2, págs. 111-136.

- SHLEIFER, A. y VISHNY, R. [1986]: «Large Shareholders and Corporate Control». *Journal of Political Economy*. Vol. 94, n.º 3, págs. 461-488.
- [1997]: «A survey of corporate governance». *Journal of Finance*. Vol. 52, n.º 2, págs. 737-783.
- SLOAN, R.G. [1996]: «Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings». *The Accounting Review*. Vol. 71, págs. 289-315.
- SPIRA, L.F. [1999]: «Ceremonies of governance: perspectives on the role of the audit committee». *Journal of Management and Governance*. Vol. 3, págs. 231-260.
- STULZ, R. [1990]: «Managerial discretion and optimal financing policies». *Journal of Financial Economics*. Vol. 26, págs. 3-27.
- SUBRAMANYAM, K.R. [1996]: «The pricing of discretionary accruals». *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 22, págs. 249-281.
- SWEENEY, A. [1994]: «Debt covenant violation and managers' responses». *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 17, mayo, págs. 281-308.
- TEOH, S.; WELCH, I. y WONG, T. [1998a]: «Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings». *Journal of Financial Economics*. Vol. 50, n.º 1, págs. 63-99.
- [1998b]: «Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings». *Journal of Finance*. Vol. 53, n.º 6, págs. 1.935-1.974.
- TEOH, S. y WONG, T.J. [1993]: «Perceived auditor quality and earnings response coefficient». *The Accounting Review*. Vol. 68, págs. 346-367.
- VICO MARTÍNEZ, A.; GARCÍA BENAÚ, M.A. y PUCHETA MARTÍNEZ, M.C. [2004]: «Reactions of the Spanish capital market to qualified audit reports». *European Accounting Review*. Vol. 13, n.º 4, págs. 689-711.
- WATTS, R.L. y ZIMMERMAN, J.L. [1986]: *Positive accounting theory*. Prentice Hall, Englewood Cliffs.
- [1990]: «Positive accounting theory: A ten year perspective». *The Accounting Review*. Vol. 65, n.º 1, págs. 175-195.
- XIE, B.; DAVIDSON III, W. y DADALT, P. [2003]: «Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee». *Journal of Corporate Finance*. Vol. 9, n.º 3, págs. 295-316.
- YERMACK, D. [1996]: «Higher market valuation of companies with a small board of directors». *Journal of Financial Economics*. Vol. 40, n.º 2, págs. 185-211.
- ZÚÑIGA J.; DE LA FUENTE J. y SUÁREZ, I. [2002]: «Principales factores facilitadores e inerciales del cambio estratégico: Evidencia en la banca privada española». *Documento de Trabajo de Universidad de Valladolid, Burgos y Salamanca*. N.º 6.

Tabla 1. Estadística descriptiva de la muestra.

Media, desviación estándar, mínimo y máximo valor para cada variable. El panel A corresponde a la totalidad de la muestra, el panel B a las empresas con oportunidades de crecimiento y el panel C a las empresas sin oportunidades. P representa el cociente del valor de mercado más los dividendos entre el activo total, TA los ajustes por devengo totales sobre el activo total, $\Delta VTAS$ el incremento en la cifra de negocios normalizado por el activo total, INM el nivel de inversión en inmovilizado amortizable sobre el activo total al inicio del período, ROA la rentabilidad económica, DA los ajustes por devengo discrecionales estimados a través del modelo de Jones, NDA los ajustes por devengo no discrecionales, C1 el porcentaje de acciones en posesión del principal accionista, PDP la participación directiva en la propiedad, DTAB el nivel de deuda total sobre el valor del activo, LNTAB el tamaño de la empresa, PER la ratio precio-beneficio, ABSDA los ajustes por devengo discrecionales en valor absoluto, TAMCA el tamaño de la comisión de auditoría, CAEXT composición de la comisión de auditoría, BIGA la *dummy* del tamaño del auditor, TAUD la duración de la relación con el auditor, $LOSS_{t-1}$ una *dummy* que toma el valor 1 cuando existieron pérdidas el año anterior y q la ratio q de Tobin.

PANEL A					
Variable	N.º observac.	Media	Desv. est.	Mínimo	Máximo
P	1209	0.145	0.203	0.0001	0.998
TA	1209	-0.007	0.128	-0.700	0.801
$\Delta VTAS$	1209	0.729	0.728	0.010	3.534
INM	1209	0.028	0.168	-0.961	0.880
ROA	1209	0.032	0.071	-0.36	0.512
DA	1209	-0.007	0.089	-0.582	0.616
DAROA	1209	-0.007	0.093	-0.579	0.617
NDA	1209	0.0002	0.091	-0.490	0.617
C1	1209	0.420	0.266	0.000	0.996
PDP	1209	0.091	0.176	0.000	0.984
DTAB	1209	0.292	0.195	0.000	0.909
LNTAB	1209	10.285	1.758	6.324	17.781
PER	1209	14.95	14.71	-14.98	74.56

.../...

.../...

ABSDA	302	0.430	0.262	0.0005	1.991
TAMCA	295	1.688	0.854	1	5
CAEXT	273	0.703	0.399	0	1
BIGA	302	0.691	0.462	0	1
TAUD	269	3.425	1.959	1	9
LOSS _{t-1}	302	0.144	0.352	0	1
<i>q</i>	1209	1.094	0.470	0.065	2.92
PANEL B					
P	629	0.166	0.222	0.0001	0.998
DA	629	- 0.004	0.084	- 0.532	0.342
C1	629	0.425	0.268	0.002	0.996
PDP	629	0.081	0.167	0.000	0.985
DTAB	629	0.286	0.205	0.000	0.909
LNTAB	629	10.490	1.632	6.497	17.117
PANEL C					
P	580	0.123	0.180	0.0023	0.991
DA	580	- 0.010	0.093	- 0.582	0.616
C1	580	0.414	0.262	0.000	0.992
PDP	580	0.103	0.184	0.000	0.984
DTAB	580	0.296	0.183	0.000	0.805
LNTAB	580	10.490	1.632	6.497	17.117

Tabla 2. Resultados de la estimación del modelo de Jones de ajustes por devengo totales y ajustes por devengo totales ajustado por el ROA.

Medianas de los coeficientes, del estadístico t y del R² ajustado de las regresiones de sección cruzada del modelo de Jones (Panel A) y del modelo de Jones ajustado por ROA (Panel B). La variable dependiente corresponde a los ajustes por devengo totales (TA) y las variables explicativas son el incremento en la cifra de negocios normalizado por el activo total (Δ VTAS), el nivel de inversión en inmovilizado amortizable sobre el activo total al inicio del período (INM) y la rentabilidad económica (ROA).

Panel A									
	Constante		Δ VTAS		INM		R ²		Ajustado
	Coefficiente	t	Coefficiente	t	Coefficiente	t			
1991	0.016	0.29	0.202	1.26	-0.002	-2.19			28.61%
1992	0.122	1.96	0.437	1.39	-0.212	-1.92			39.39%
1993	-0.007	-0.11	0.177	0.77	-0.012	-1.23			18.70%
1994	-0.201	-3.81	0.050	0.88	-0.232	-2.28			37.28%
1995	-0.044	-0.97	0.009	2.03	-0.087	-1.05			26.48%
1996	-0.047	-0.17	0.827	1.30	-0.160	-1.24			17.87%
1997	0.051	1.30	0.130	0.59	-0.077	-1.38			13.43%
1998	-0.075	-1.14	0.004	1.67	-0.140	-1.20			29.44%
1999	0.054	0.80	0.489	1.48	-0.076	-0.95			10.33%
2000	0.024	0.47	0.240	0.62	-0.312	-0.38			43.99%
2001	0.019	0.44	0.072	1.31	-0.008	-1.43			36.33%

Panel B									
	Constante		Δ VTAS		INM		ROA		R ²
	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t	Coef.	t	Ajustado
1991	-0.132	-3.33	0.104	0.60	-0.054	-0.68	-1.043	-1.44	30.0%
1992	0.130	1.82	0.551	1.23	-0.213	-1.74	0.085	0.24	19.2%
1993	-0.019	-0.29	0.195	0.99	-0.085	-1.97	-0.090	-0.17	13.1%
1994	-0.215	-3.99	-0.080	-0.52	-0.200	-2.43	0.224	0.39	33.1%
1995	-0.046	-1.20	0.055	1.52	-0.037	-0.35	-0.096	-0.49	20.8%
1996	-0.042	-0.23	0.064	0.17	-0.008	-0.23	-0.003	-0.31	14.5%
1997	0.044	0.99	0.098	0.57	-0.077	-1.25	-0.017	-0.08	18.9%
1998	-0.076	-1.05	-0.063	-1.03	-0.134	-1.12	0.181	0.29	24.2%
1999	0.052	0.78	0.347	1.33	-0.061	-0.94	-0.080	-0.14	9.9%
2000	0.029	0.11	0.218	0.64	-0.269	-1.85	-0.318	-0.20	58.0%
2001	0.017	0.32	0.573	0.62	-0.008	-0.12	0.061	0.13	48.20%

Tabla 3. Determinantes de la gestión de beneficios.

Coefficientes y estadísticos t y Z [entre paréntesis] de la estimación del modelo [3]. La variable dependiente corresponde a los ajustes por devengo discrecionales en valor absoluto [ABSDA]. Las variables explicativas son el tamaño de la comisión de auditoría [TAMCA], composición de la comisión de auditoría [CAEXT], *dummy* del tamaño del auditor [BIGA], duración de la relación con el auditor [TAUD], ratio de endeudamiento [LEV], tamaño de la empresa [LNTAB], una *dummy* que toma el valor 1 cuando existieron pérdidas el año anterior [LOSS_{t-1}] y la rentabilidad sobre los activos [ROA]. *** indica un nivel de confianza superior al 99%, ** superior al 95% y * superior al 90%. El estadístico de Wald sigue una distribución χ^2 .

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	0.193 *** (1.61)	-0.955 ** (-2.21)	0.667 *** (6.99)	-1.408 (-0.66)	1.001 * (1.91)	0.364 0.61
TAMCA	-0.027 (-1.22)					0.015 0.06
CAEXT		2.343 *** (2.86)				2.239 *** 2.89
BIGA			-0.040 (-0.48)			0.287 1.22
TAUD				0.150 * (1.76)	0.134 * (1.88)	0.128 * 1.83
TAUD ²					-0.024 ** (-2.33)	-0.026 ** -2.57
LEV	0.114 (1.29)	0.392 (0.99)	0.321 * (1.93)		0.715 * (1.77)	0.187 1.03
LNTAB	0.020 ** (2.05)	0.295 * (1.64)		0.174 (0.72)	0.262 (1.44)	0.649 * 1.64
LOSS _{t-1}	0.135 *** (2.82)	0.159 (1.3)	0.056 (0.64)		0.187 * (1.74)	0.187 * 1.78
ROA	-0.178 (-0.97)	-0.676 (-1.29)	-0.676 * (-1.95)		-0.501 (-1.08)	-0.470 -1.03
N.º empresas	153	148	159	147	147	147
Observaciones	295	273	302	269	269	269
R ² ajustado	0.090	0.1203	0.089	0.142	0.1022	0.1476
Estadístico Wald	18.54 ***		12.00 **			
Estadístico F		3.56 ***		6.53 ***	3.64 ***	3.28 ***
Hausman test	3.68	13.13 **	6.29	8.03 **	14.36 **	24.69 ***
Estimación	Ef. aleatorios	Ef. fijos	Ef. aleatorios	Ef. fijos	Ef. fijos	Ef. fijos

Tabla 4. Determinantes de los ajustes discrecionales para aumentar beneficios.

Coefficientes y estadísticos t y Z [entre paréntesis] de la estimación del modelo [4]. La variable dependiente corresponde a los ajustes por devengo discrecionales [DA]. Las variables explicativas son el tamaño de la comisión de auditoría [TAMCA], composición de la comisión de auditoría [CAEXT], *dummy* del tamaño del auditor [BIGA], duración de la relación con el auditor [TAUD], ratio de endeudamiento [LEV] y tamaño de la empresa [LNTAB], una *dummy* que toma el valor 1 cuando existieron pérdidas el año anterior [$LOSS_{t-1}$] y la rentabilidad sobre los activos [ROA]. *** indica un nivel de confianza superior al 99%, ** superior al 95% y * superior al 90%. El estadístico de Wald sigue una distribución χ^2 .

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	0.581 ** (2.43)	-1.167 ** (-2.55)	0.443 *** (3.73)	-1.686 *** (-2.88)	-1.058 *** (-3.36)	-1.231 ** (-2.37)
TAMCA	0.012 (0.28)					-0.143 (-0.46)
CAEXT		-0.707 * (-1.73)				-1.741 * (-1.7)
BIGA			-0.052 (-0.52)			0.171 (0.55)
TAUD				0.153 * (1.64)	0.181 * (1.96)	0.179 * (1.93)
TAUD ²					-0.028 ** (-2.12)	-0.028 ** (-2.06)
LEV	-0.110 (-0.66)	-0.998 ** (-2.26)	-0.577 ** (-2.73)		-1.004 ** (-2.21)	-0.673 *** (-3.13)
LNTAB	-0.059 *** (-3.05)	-0.676 *** (-3.39)		0.561 ** (2.82)	-0.715 *** (-3.38)	-1.012 ** (-2.22)
LOSS _{t-1}	-0.168 ** (-2.19)	-0.213 * (-1.6)	-0.311 *** (-3.54)		-0.247 * (-1.78)	-0.247 * (-1.78)
ROA	0.095 (0.32)	0.463 (0.81)	0.348 (0.93)		0.638 (1.1)	0.670 (1.15)
N.º empresas	153	148	159	147	147	147
Observaciones	295	273	302	269	269	269
R ² ajustado	0.1201	0.1353	0.094	0.0713	0.1507	0.1659
Estadístico Wald	14.39 **		23.23 ***			
Estadístico F		5.07 ***		4.15 **	4.62 ***	3.36 ***
Hausman test	3.71	23.37 ***	2.98	25.28 ***	14.36 **	26.55 ***
Estimación	Ef. aleatorios	Ef. fijos	Ef. aleatorios	Ef. fijos	Ef. fijos	Ef. fijos

Tabla 5. Determinantes de las salvedades en el informe de auditoría.

Coefficientes y estadísticos t [entre paréntesis] de la estimación por máxima verosimilitud del modelo [5]. La variable dependiente es SALV. Las variables explicativas son el tamaño de la comisión de auditoría [TAMCA], composición de la comisión de auditoría [CAEXT], *dummy* del tamaño del auditor [BIGA], duración de la relación con el auditor [TAUD], ratio de endeudamiento [LEV], tamaño de la empresa [LNTAB], una *dummy* que toma el valor 1 cuando existieron pérdidas el año anterior [$LOSS_{t-1}$] y la rentabilidad sobre los activos [ROA]. *** indica un nivel de confianza superior al 99%, ** superior al 95% y * superior al 90%

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	1.277 (0.56)	0.822 (0.42)	0.189 (0.09)	0.453 (0.21)	0.359 (0.15)	4.118 (1.57)
TAMCA	-0.828 ** (-1.96)					-0.973 ** (-1.99)
CAEXT		-1.642 * (-1.74)				-1.356 * (-1.81)
BIGA			2.389 ** (2.31)			2.686 *** (2.71)
TAUD				-0.185 (-1.01)	-0.220 (-0.49)	-0.401 (-0.8)
TAUD ²					0.016 (0.38)	0.040 (0.81)
LNTAB	-0.367 * (-1.65)	-0.201 (-0.98)	-0.455 ** (-2.38)	-0.337 * (-1.68)	-0.345 (-1.55)	-0.592 ** (-2.32)
LEV	1.141 * (1.69)	1.134 ** (1.98)		0.944 * (1.65)	1.067 ** (2.49)	0.931 * (1.76)
ROA	-12.326 ** (-2.46)	-10.646 ** (-2.61)	-15.089 *** (-3.28)	-10.570 ** (-2.57)	-11.647 *** (-2.66)	-16.202 ** (-2.24)
$LOSS_{t-1}$	1.702 * (1.92)	1.593 * (1.91)	1.962 ** (2.01)	1.673 ** (2.03)	1.574 * (1.94)	1.682 * (1.7)
N.º empresas	153	148	159	147	147	147
Observaciones	295	273	302	269	269	269
Razón verosimilitud	12.75 **	16.64 ***	16.51 ***	15.13 ***	15.01 *	17.37 **

Tabla 6. Estimación del modelo [3].

Coefficientes estimados de la ecuación [3] y estadísticos *t* de cada coeficiente. *** denota un nivel de confianza superior al 99%, ** al 95% y * al 90%. La variable dependiente (P) representa el cociente del valor de mercado más los dividendos entre el activo total. Las variables explicativas son ajustes por devengo discrecionales (DA, DAROA, DAPOS y ABSDANEG), los ajustes no discrecionales (NDA), el nivel de deuda total sobre el valor del activo (DTAB), el tamaño de la empresa (LNTAB), variables *dummy* de naturaleza del principal inversor, variables *dummy* sectoriales y variables *dummy* temporales. Se proporciona también los test de autocorrelación serial de los términos de error de primer y segundo orden [Auto (1) y Auto (2)] y el test de Hansen de sobreidentificación de restricciones con sus correspondientes grados de libertad entre paréntesis. Se ha realizado para cada modelo (aunque no se presente) el test de Wald de significación conjunta de los parámetros, cuyo resultado ha sido siempre significativo.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
						DA>0	DA<0
Constante	0.556 *** 9.25	0.781 *** 11.53	0.955 *** 7.21	0.355 ** 2.01	0.581 *** 9.7	0.950 *** 16.37	0.464 *** 16.97
DA	0.146 *** 4.31	0.137 *** 3.57	0.190 *** 5.09				
DAROA					0.132 *** 4.19		
NDA				0.089 ** 2.11			
DAPOS						0.139 *** 3.63	
ABSDANEG							-0.054 *** -2.89
LNTAB	-0.039 *** -7.77	-0.052 *** -8.99	-0.059 *** -7.36	-0.037 *** -4.48	-0.041 *** -8.08	-0.078 *** -14.74	-0.030 *** -11.55
DTAB	-0.066 *** -2.43	-0.057 -1.28	-0.026 -0.63	-0.127 *** -4.09	-0.076 -2.87	-0.189 *** -7.34	-0.127 *** -4.81
Efecto inversor	NO	SÍ	NO	NO	NO	NO	NO
Efecto sectorial	NO	NO	SÍ	SÍ	NO	NO	NO
N.º observac.	1209	1209	1209	1209	1209	566	640
Auto (1)	-2.46 **	-2.15 **	-2.00 **	-2.15 **	-2.42 **	-1.37	-1.44
Auto (2)	-0.22	-0.31	-0.29	-0.46	-0.17	-0.006	-1.05
Hansen test (Chi² grados lib.)	77.4 (86)	68.22 (81)	69.33 (79)	70.72 (79)	78.93 (86)	77.39 (86)	80.56 (86)

Tabla 7. Estimación del modelo [4].

Coefficientes estimados de la ecuación [4] y estadísticos *t* de cada coeficiente. *** denota un nivel de confianza superior al 99%, ** al 95% y * al 90%. La variable dependiente (P) representa el cociente del valor de mercado más los dividendos entre el activo total. Las variables explicativas son los ajustes por devengo discrecionales (DA), los ajustes por devengo discrecionales cuando la concentración de propiedad es alta (AC1*DA), los ajustes por devengo discrecionales cuando la participación directiva en la propiedad es alta (APDP*DA), los ajustes por devengo discrecionales cuando el nivel de endeudamiento es alto (ADTAB*DA), el nivel de deuda total sobre el valor del activo (DTAB), el tamaño de la empresa (LNTAB), variables *dummy* de naturaleza del principal inversor, variables *dummy* sectoriales y variables *dummy* temporales. Se proporciona también los test de autocorrelación serial de los términos de error de primer y segundo orden [Auto (1) y Auto (2)] y el test de Hansen de sobreidentificación de restricciones con sus correspondientes grados de libertad entre paréntesis. Se ha realizado para cada modelo (aunque no se presente) el test de Wald de significación conjunta de los parámetros, cuyo resultado ha sido siempre significativo.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	1.046 *** 3.11	0.875 *** 3.87	0.905 *** 3.79	0.860 *** 4.56	1.089 *** 3.99	0.727 *** 3.7
DA	0.166 ** 2.16	0.107 ** 2.22	0.255 *** 4.92	0.277 *** 3.65	0.403 *** 3.05	0.389 *** 3.24
AC1*DA	0.226 * 1.82	0.224 * 1.77				
APDP*DA			0.524 *** 4.46	0.404 ** 2.01		
ADTAB*DA					-0.500 *** -2.63	-0.466 ** -2.32
LNTAB	-0.064 ** -1.9	-0.069 *** -3.37	-0.052 *** -3.23	-0.059 *** -3.37	-0.048 ** -2.46	-0.043 ** -2.36
Efecto inversor	NO	SÍ	NO	SÍ	NO	SÍ
Efecto sectorial	SÍ	NO	SÍ	NO	SÍ	NO
N.º observac.	1209	1209	1209	1209	1209	1209
Auto (1)	-1.79 * -1.79	-2.44 ** -2.44	-1.84 * -1.84	-2.54 ** -2.54	-1.75 * -1.75	-2.46 ** -2.46
Auto (2)	-0.19	-0.27	-0.27	-0.08	-0.40	-0.06
Hansen test (Chi² grados lib.)	33.13 (45)	38.63 (50)	40.56 (46)	37.80 (48)	34.52 (46)	34.68 (48)

Tabla 8. Influencia de las oportunidades de crecimiento.

Coefficientes estimados de la ecuación [4] y estadísticos t de cada coeficiente. *** denota un nivel de confianza superior al 99%, ** al 95% y * al 90%. El panel A incluye los resultados de la submuestra de observaciones con oportunidades de crecimiento ($MTB > 1$) y el panel B los resultados de la submuestra de observaciones sin oportunidades de crecimiento ($MTB \leq 1$). La variable dependiente (P) representa el cociente del valor de mercado más los dividendos entre el activo total. Las variables explicativas son los ajustes por devengo discrecionales (DA), los ajustes por devengo discrecionales cuando la concentración de propiedad es alta ($AC1*DA$), los ajustes por devengo discrecionales cuando la participación directiva en la propiedad es alta ($APDP*DA$), los ajustes por devengo discrecionales cuando el nivel de endeudamiento es alto ($ADTAB*DA$), el nivel de deuda total sobre el valor del activo (DTAB), el tamaño de la empresa (LNTAB), variables *dummy* de naturaleza del principal inversor, variables *dummy* sectoriales y variables *dummy* temporales. Se proporciona también los test de autocorrelación serial de los términos de error de primer y segundo orden [Auto (1) y Auto (2)] y el test de Hansen de sobreidentificación de restricciones con sus correspondientes grados de libertad entre paréntesis. Se ha realizado para cada modelo (aunque no se presente) el test de Wald de significación conjunta de los parámetros, cuyo resultado ha sido siempre significativo. El panel A incluye 629 observaciones y el panel B 580.

Panel A						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	0.095 0.53	0.691 *** 7.49	0.654 *** 4.07	0.496 *** 3.45	0.132 0.74	0.487 *** 3.32
DA	0.087 ** 2.04	0.154 ** 2.59	0.271 *** 4.87	0.253 *** 11.14	0.282 *** 2.98	0.450 *** 4.47
AC1*DA	0.150 ** 2.36	0.180 * 1.66				
APDP*DA			1.009 *** 4.03	0.669 *** 11.89		
ADTAB*DA					-0.350 *** -3.16	-0.465 *** -3.64
LNTAB	-0.014 -1.1	-0.050 *** -6.12	-0.059 *** -4.25	-0.035 *** -2.75	-0.016 -1.02	-0.033 ** -2.56
Efecto inversor	NO	SÍ	NO	SÍ	NO	SÍ
Efecto sectorial	SÍ	NO	SÍ	NO	SÍ	NO
Auto (1)	-2.70 **	-2.77 **	-2.64 **	-3.39 ***	-2.60 ***	-2.90 ***
Auto (2)	-0.52	-0.23	-0.78	-0.48	-0.78	-0.65
Hansen test (Chi ² grados lib.)	33.06 (46)	36.43 (50)	38.54 (46)	37.54 (48)	30.52 (46)	38.95 (48)

.../...

.../...

Panel B

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	0.629 *** 4.35	0.607 *** 10.16	0.434 *** 2.77	0.642 *** 6.11	0.427 ** 2.53	0.697 *** 6.13
DA	0.089 *** 6.1	0.048 *** 2.8	0.145 *** 2.14	0.183 *** 2.94	0.258 *** 2.99	0.286 *** 4.28
AC1*DA	0.661 *** 5.04	0.417 *** 3.23				
APDP*DA			0.359 ** 2.37	0.434 ** 2.39		
ADTAB*DA					-0.100 -0.52	0.045 0.28
LNTAB	-0.054 *** -3.69	-0.042 *** -7.8	-0.029 *** -1.83	-0.042 *** -4.38	-0.029 * -1.71	-0.049 ** -4.78
Efecto inversor	NO	SÍ	NO	SÍ	NO	SÍ
Efecto sectorial	SÍ	NO	SÍ	NO	SÍ	NO
Auto (1)	-1.12	-1.21	-1.27	-1.60	-1.16	-1.45
Auto (2)	-0.13	-0.17	-0.19	-0.28	-0.21	-0.25
Hansen test (Chi ² grados lib.)	38.55 (46)	52.16 (58)	36.29 (46)	49.41 (48)	36.51 (46)	46.40 (48)

Tabla 9. Análisis de sensibilidad.

Coefficientes estimados de la ecuación [3] y estadísticos *t* de cada coeficiente. *** denota un nivel de confianza superior al 99%, ** al 95% y * al 90%. La variable dependiente es la ratio PER. Las variables explicativas son ajustes por devengo discrecionales (DA, DAROA, DAPOS y ABSDANEG), los ajustes no discrecionales (NDA), el nivel de deuda total sobre el valor del activo (DTAB), el tamaño de la empresa (LNTAB), variables *dummy* de naturaleza del principal inversor, variables *dummy* sectoriales y variables *dummy* temporales. Se proporciona también los test de autocorrelación serial de los términos de error de primer y segundo orden [Auto (1) y Auto (2)] y el test de Hansen de sobreidentificación de restricciones con sus correspondientes grados de libertad entre paréntesis. Se ha realizado para cada modelo (aunque no se presente) el test de Wald de significación conjunta de los parámetros, cuyo resultado ha sido siempre significativo.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
						DA > 0	DA < 0
Constante	164.1 *** 3.13	139.54 *** 5.11	1.76 0.18	727.31 ** 2.09	13.59 1.45	30.88 *** 0.51	-14.10 -0.76
DA	157.2 *** 7.8	124.11 *** 9.12	120.27 *** 8.41				
DAROA					67.85 *** 5.12		
NDA				660.42 ** 14.41			
DAPOS						108.19 *** 2.10	
ABSDANEG							-71.16 *** -4.35
LNTAB	-10.2 *** -3.58	-9.17 *** -4.86	0.44 0.6	-28.33 *** -3.13	-0.59 -0.78	2.17 *** 0.55	-0.45 -0.28
DTAB	40.1 1.2	-15.13 -1.09	-25.83 *** -4.51	469.22 0.82	-19.92 *** -3.64	2.97 *** 0.11	-2.59 -0.31
Efecto inversor	NO	SÍ	NO	NO	NO	NO	NO
Efecto sectorial	SÍ	NO	NO	SÍ	NO	NO	NO
N.º observac.	1209	1209	1209	1209	1209	566	640
Auto (1)	0.09	0.16	0.39	-3.99 ***	0.66	-1.78 *	0.48
Auto (2)	-0.53	-0.29	-0.89	-0.43	-0.51	0.96	0.63
Hansen test (Chi² grados lib.)	75.07 (79)	76.03 (81)	86.96 (86)	43.93 (46)	82.57 (86)	25.76 (46)	69.97 (79)

Tabla 10. Análisis de sensibilidad.

Coefficientes estimados de la ecuación [3] y estadísticos t de cada coeficiente. *** denota un nivel de confianza superior al 99%, ** al 95% y * al 90%. La variable dependiente es una aproximación a la q de Tobin. Las variables explicativas son ajustes por devengo discrecionales (DA, DAROA, DAPOS y ABSDANEG), los ajustes no discrecionales (NDA), el nivel de deuda total sobre el valor del activo (DTAB), el tamaño de la empresa (LNTAB), variables *dummy* de naturaleza del principal inversor, variables *dummy* sectoriales y variables *dummy* temporales. Se proporciona también los test de autocorrelación serial de los términos de error de primer y segundo orden [Auto (1) y Auto (2)] y el test de Hansen de sobreidentificación de restricciones con sus correspondientes grados de libertad entre paréntesis. Se ha realizado para cada modelo (aunque no se presente) el test de Wald de significación conjunta de los parámetros, cuyo resultado ha sido siempre significativo.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
						DA > 0	DA < 0
Constante	2.465 *** 5.28	1.553 *** 4.54	1.876 *** 11.28	1.313 *** 3.37	1.938 *** 10.66	1.310 *** 4.21	1.067 *** 16.15
DA	0.476 *** 3.62	0.238 ** 2.33	0.409 *** 3.92				
DAROA					0.320 *** 3.68		
NDA				0.167 0.95			
DAPOS						0.531 ** 2.58	
ABSDANEG							-0.361 *** -10.84
LNTAB	-0.119 *** -3.91	-0.058 ** -2.35	-0.084 *** -6.81	-0.015 -0.67	-0.087 *** -6.19	-0.021 -0.71	-0.017 *** -3.02
DTAB	0.049 0.49	0.188 1.27	0.153 1.59	0.125 1.18	0.020 0.21	0.069 0.35	-0.029 -0.45
Efecto inversor	NO	SÍ	NO	NO	NO	NO	NO
Efecto sectorial	SÍ	NO	NO	SÍ	NO	NO	NO
N.º observac.	1209	1209	1209	1209	1209	566	640
Auto (1)	-1.06	-1.04	-1.03	-0.45 ***	-1.03	0.60	0.83
Auto (2)	-0.92	-1.33	-0.84	-0.23	-0.97	-1.29	-0.23
Hansen test (Chi² grados lib.)	78.55 (79)	69.68 (81)	94.60 (86)	75.38 (79)	93.46 (86)	48.47 (53)	96.16 (86)

Tabla 11. Análisis de sensibilidad.

Coefficientes estimados de la ecuación [4] y estadísticos *t* de cada coeficiente. *** denota un nivel de confianza superior al 99%, ** al 95% y * al 90%. La variable dependiente es la ratio PER (Panel A) o una aproximación a la *q* de Tobin (Panel B). Las variables explicativas son los ajustes por devengo discrecionales (DA), los ajustes por devengo discrecionales cuando la concentración de propiedad es alta (AC1*DA), los ajustes por devengo discrecionales cuando la participación directiva en la propiedad es alta (APDP*DA), los ajustes por devengo discrecionales cuando el nivel de endeudamiento es alto (ADTAB*DA), el nivel de deuda total sobre el valor del activo (DTAB), el tamaño de la empresa (LNTAB), variables *dummy* de naturaleza del principal inversor, variables *dummy* sectoriales y variables *dummy* temporales. Se proporciona también los test de autocorrelación serial de los términos de error de primer y segundo orden [Auto (1) y Auto (2)] y el test de Hansen de sobreidentificación de restricciones con sus correspondientes grados de libertad entre paréntesis. Se ha realizado para cada modelo (aunque no se presente) el test de Wald de significación conjunta de los parámetros, cuyo resultado ha sido siempre significativo.

Panel A						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	204.04 *** 4.42	120.06 *** 4.06	128.74 ** 2.37	137.15 *** 5.93	73.84 * 1.81	27.74 *** 1.03
DA	74.28 *** 4.44	41.22 *** 3.41	100.09 *** 4.57	55.91 *** 3.54	103.55 *** 8.19	123.26 *** 9.57
AC1*DA	515.88 *** 6.46	403.81 *** 5.72				
APDP*DA			121.89 ** 2.56	83.42 ** 1.97		
ADTAB*DA					-133.65 *** -4.18	-131.76 *** -3.24
LNTAB	-10.80 *** -5.47	-7.79 *** -3.87	-6.32 ** -2.31	-9.20 *** -6.06	-2.02 -0.76	-1.55 ** -0.77
Efecto inversor	NO	SÍ	NO	SÍ	NO	SÍ
Efecto sectorial	SÍ	NO	SÍ	NO	SÍ	NO
N.º observac.	1209	1209	1209	1209	1209	1209
Auto (1)	-0.96	-0.46	0.18	0.44	0.65	0.83
Auto (2)	0.34	0.42	-0.38	0.25	-1.24	-0.53
Hansen test (Chi² grados lib.)	67.32 (79)	58.71 (81)	71.25 (79)	66.73 (81)	70.72 (79)	63.23 (81)

.../...

.../...

Panel B						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	0.653 *** 3.20	1.854 *** 5.51	3.435 *** 5.77	0.618 *** 3.90	0.678 1.02	2.679 *** 5.68
DA	0.330 *** 2.93	0.577 *** 5.95	1.287 *** 6.26	0.273 *** 2.78	0.467 * 1.74	0.575 ** 2.00
AC1*DA	0.767 *** 2.78	0.874 ** 2.21				
APDP*DA			2.204 *** 4.49	0.960 *** 3.24		
ADTAB*DA					-0.803 ** -2.19	-1.204 ** -2.14
LNTAB	0.031 1.01	-0.075 *** -3.00	-0.079 ** -1.92	0.008 0.74	-0.009 -0.17	-0.164 *** -3.91
Efecto inversor	NO	SÍ	NO	SÍ	NO	SÍ
Efecto sectorial	SÍ	NO	SÍ	NO	SÍ	NO
N.º observac.	1209	1209	1209	1209	1209	1209
Auto (1)	-0.51	-1.04	-1.06	-2.02 **	-0.82	-0.81
Auto (2)	-0.97	-1.15	-1.07	-0.87	-0.18	-0.33
Hansen test (Chi ² grados lib.)	77.48 (79)	63.79 (81)	71.12 (79)	70.81 (81)	55.39 (46)	58.15 (53)