



FACULTAT D'ECCNOMIA

Fecha de Entrada *28 de Mayo 2001*

Fecha de Lectura *18 Julio 2001*

Calificaci3n *Sobresaliente cum laude -*

BID. T 5084

VNIVERSITAT D VALÈNCIA

DEPARTAMENT DE COMPTABILITAT

**LA ELECCIÓN CONTABLE: AJUSTES  
DISCRECIONALES ANTE PÉRDIDAS Y  
DESCENSOS DEL RESULTADO**

Tesis Doctoral

Presentada por: D<sup>a</sup> María Luisa Gallén Ortiz

Dirigida por: Dra. D<sup>a</sup> Begoña Giner Inchausti

*Departament*

Valencia, mayo de 2001

UMI Number: U607501

All rights reserved

INFORMATION TO ALL USERS

The quality of this reproduction is dependent upon the quality of the copy submitted.

In the unlikely event that the author did not send a complete manuscript and there are missing pages, these will be noted. Also, if material had to be removed, a note will indicate the deletion.



UMI U607501

Published by ProQuest LLC 2014. Copyright in the Dissertation held by the Author.  
Microform Edition © ProQuest LLC.

All rights reserved. This work is protected against  
unauthorized copying under Title 17, United States Code.



ProQuest LLC  
789 East Eisenhower Parkway  
P.O. Box 1346  
Ann Arbor, MI 48106-1346



A Carlos, mi marido, por su ayuda y en recuerdo  
a la que me dedicó hace ya 18 años.

A Carlos, mi hijo.



UNIVERSITAT DE VALENCIA  
CC. SOCIALS  
BIBLIOTECA  
Nº Registre 38770  
DATA 15-3-2002  
SIGNATURA BID.T 5084  
Nº LIBIS: 1260034

D. 1260028

## **AGRADECIMIENTOS**

Quiero agradecer muy especialmente a Begonia Giner la ayuda que en todo momento me ha prestado. Esta tesis no habría podido concluirse sin sus orientaciones, sus consejos y sus sugerencias. El esfuerzo y el tiempo que me ha dedicado es una deuda de gratitud que siempre tendré con ella.

Al profesor Krish Menon le agradezco los comentarios que me hizo durante mi estancia en *Boston University*, los cuales me permitieron reformular diferentes aspectos del trabajo empírico.

A Araceli Mora quiero agradecerle sus estímulos y sus opiniones sobre la tesis.

A mis compañeros, pero ante todo amigos, por la docencia que me cubrieron, sin pedirme jamás la contraprestación, en el curso académico que estuve en *Boston University* y por su ayuda en general. Así, pues, mi gratitud a Miguel Arce, Natividad Cervera, Rosa Dasí, Amparo Gimeno, Begonia Giner, Lola Montagud, Francisca Pardo y a Amparo Ruiz.

También quiero agradecer a Juan Manuel García su ayuda en el diseño de la base de datos utilizada en el trabajo empírico.



ÍNDICE

**ÍNDICE**

**INTRODUCCIÓN..... 1**

**CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA**

**I.1. Introducción ..... 11**

**I.2. De la teoría neoclásica a las teorías de los derechos de la propiedad..... 13**

I.2.1. La teoría neoclásica..... 13

I.2.2. Los costes de transacción..... 18

I.2.3. Las teorías de no maximización del beneficio..... 23

    I.2.3.1. Las teorías directivas..... 24

    I.2.3.2. Las teorías del comportamiento..... 26

I.2.4. Las teorías de los derechos de propiedad..... 30

    I.2.4.1. La teoría de la producción en equipo..... 31

    I.2.4.2. La teoría de la red contractual: una introducción 33

**I.3. La teoría de la red contractual..... 35**

I.3.1. La teoría de la agencia..... 36

I.3.2. La relación entre accionistas y directivos..... 41

    I.3.2.1. Beneficios y costes de la delegación..... 41

    I.3.2.2. Los planes de remuneración..... 44

    I.3.2.3. El Consejo de Administración..... 52

    I.3.2.4. La Junta General de Accionistas: estructura accionarial..... 55

I.3.3. La relación entre acreedores y accionistas-directivos.... 62

    I.3.3.1. Las causas de conflicto..... 62

    I.3.3.2. Las restricciones en contratos de deuda..... 67

I.3.4. Los mecanismos de control externos: el mercado de control societario..... 73

**I.4. La teoría del proceso político..... 79**

**I.5. Resumen..... 83**

## ÍNDICE

### **CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN DE LA ELECCIÓN CONTABLE**

<b>II.1. Introducción.....</b>	<b>89</b>
II.1.1. Elección contable, manipulación del resultado y contabilidad creativa.....	91
II.1.2. Oportunismo versus eficiencia.....	103
<b>II.2. El alisamiento del resultado.....</b>	<b>107</b>
II.2.1. Orígenes y descripción.....	107
II.2.2. Motivaciones endógenas.....	110
II.2.3. Objeto e instrumentos de alisamiento.....	116
II.2.4. Metodologías empíricas para detectar el alisamiento....	127
II.2.4.1. Metodologías clásicas.....	127
II.2.4.2. Metodología de Eckel (1981).....	129
<b>II.3. La teoría positiva de la elección contable.....</b>	<b>133</b>
II.3.1. Orígenes .....	133
II.3.2. Objetivos y marco conceptual.....	137
II.3.3. Metodología de la investigación sobre los factores explicativos.....	143
<b>II.4. La manipulación del resultado.....</b>	<b>147</b>
II.4.1. Flujos de tesorería de las actividades ordinarias y ajustes contables.....	149
II.4.1.1. Contenido informativo de los ajustes contables.....	150
II.4.1.2. Problemas de determinación de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias.....	154
II.4.1.3. Obtención de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias y los ajustes contables....	157
II.4.2. Modelos de estimación de los ajustes discrecionales...	168
II.4.2.1. Modelos relativos al conjunto de ajustes contables.....	170
II.4.2.2. Evidencia sobre el comportamiento de los modelos.....	190
II.4.3. Metodología de la distribución de frecuencias del resultado.....	200
<b>II.5. Resumen.....</b>	<b>205</b>

## ÍNDICE

### **CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS DE LA ELECCIÓN CONTABLE**

<b>III.1. Introducción.....</b>	<b>209</b>
<b>III.2. Factores que explican la elección contable.....</b>	<b>211</b>
III.2.1. Las primas sobre beneficios.....	215
III.2.2. Las restricciones en contratos de deuda.....	223
III.2.2.1. El endeudamiento.....	226
III.2.2.2. Otros subrogados.....	230
III.2.3. Los costes y beneficios políticos.....	233
III.2.3.1. Situaciones específicas de visibilidad política...	235
III.2.3.2. El tamaño y otros subrogados.....	240
III.2.4. Las pérdidas y los descensos del resultado.....	248
III.2.4.1. La evidencia existente.....	248
III.2.4.2. Explicaciones sobre las motivaciones.....	255
III.2.5. Otros factores.....	257
<b>III.3. Factores que limitan la discrecionalidad contable.....</b>	<b>265</b>
III.3.1. La estructura accionarial.....	267
III.3.2. El Consejo de Administración.....	276
III.3.3. La auditoría.....	279
<b>III.4. Consecuencias de la elección contable en el mercado de valores.....</b>	<b>284</b>
III.4.1. Consecuencias del alisamiento del resultado.....	288
III.4.1.1. El alisamiento y la estabilidad de los dividendos.....	290
III.4.1.2. El alisamiento y el riesgo sistemático.....	294
III.4.1.3. El alisamiento y las expectativas de los inversores.....	298
III.4.2. Consecuencias de la elección que anticipa o difiere el reconocimiento de beneficios.....	304
III.4.2.1. Las hipótesis de la teoría positiva de la elección contable.....	304
III.4.2.2. La reacción del mercado a los ajustes discrecionales.....	308
<b>III.5. Resumen.....</b>	<b>317</b>

## ÍNDICE

### **CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO ANTE PÉRDIDAS Y DESCENSOS DEL RESULTADO**

<b>IV.1. Introducción.....</b>	<b>323</b>
<b>IV.2. Objetivos y Metodología.....</b>	<b>327</b>
IV.2.1. Objetivos.....	327
IV.2.2. Metodología.....	330
<b>IV.3. Muestra.....</b>	<b>333</b>
<b>IV.4. Variables.....</b>	<b>339</b>
IV.4.1. Consideraciones sobre las magnitudes del balance de situación que afectan al activo y al endeudamiento.....	339
IV.4.2. Cálculo de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias y los ajustes contables.....	346
IV.4.3. Análisis descriptivo de las variables.....	348
<b>IV.5. Hipótesis.....</b>	<b>350</b>
<b>IV.6. Evidencia empírica: distribuciones.....</b>	<b>353</b>
IV.6.1. Evitar pérdidas.....	355
IV.6.2. Evitar descensos del resultado.....	363
IV.6.3. Cotización, tamaño y endeudamiento.....	370
<b>IV.7. Evidencia empírica adicional.....</b>	<b>381</b>
IV.7.1. Test estadístico.....	382
IV.7.2. Distribuciones normales simuladas.....	385
IV.7.3. Distribuciones del resultado antes de ajustes discrecionales.....	392
IV.7.3.1. Estimación de los ajustes discrecionales.....	393
IV.7.3.2. El resultado antes de ajustes discrecionales....	397
<b>IV.8. Resumen.....</b>	<b>405</b>
 <b>CONCLUSIONES, APORTACIONES Y FUTURAS EXTENSIONES.....</b>	 <b>413</b>
 <b>REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	 <b>427</b>

## ÍNDICE

### ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1.1. Limitaciones de la teoría neoclásica y desarrollo del análisis económico de la empresa.....	17
Gráfico 1.2. Los costes de transacción .....	23
Gráfico 1.3. Las teorías de no maximización del beneficio.....	29
Gráfico 1.4. Las teorías de los derechos de propiedad.....	35
Gráfico 1.5. Planes de remuneración de los directivos.....	48
Gráfico 1.6. Principales restricciones de deuda en EE.UU.....	71
Gráfico 1.7. Mecanismos de control de los directivos.....	79
Gráfico 2.1. Clasificación de la investigación sobre elección contable.....	97
Gráfico 2.2. Alisamiento del resultado.....	109
Gráfico 2.3. Tipos de alisamiento del resultado.....	124
Gráfico 2.4. La relación entre el resultado contable y la riqueza de los directivos.....	142
Gráfico 2.5. El método indirecto de conciliación entre el resultado y los flujos de tesorería de las actividades ordinarias.....	158
Gráfico 3.1. Efectos sobre el alisamiento del resultado en el mercado de valores.....	290
Gráfico 4.1. Distribución del resultado ordinario.....	358
Gráfico 4.2. Distribución del resultado neto.....	360
Gráfico 4.3. Distribución de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias.....	362
Gráfico 4.4. Distribución de la variación del resultado ordinario .....	366
Gráfico 4.5. Distribución de la variación del resultado neto....	367
Gráfico 4.6. Distribución de la variación de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias.....	369
Gráfico 4.7. Distribución del resultado neto para las observaciones que cotizan en bolsa.....	374
Gráfico 4.8. Distribución del resultado neto para las observaciones que no cotizan en bolsa.....	375



## INDICE

Gráfico 4.9. Distribución del resultado neto para las observaciones con un activo superior a la mediana.....	377
Gráfico 4.10. Distribución del resultado neto para las observaciones con un activo inferior a la mediana.....	378
Gráfico 4.11. Distribución del resultado neto para las observaciones con un endeudamiento superior a la mediana.....	379
Gráfico 4.12. Distribución del resultado neto para las observaciones con un endeudamiento inferior a la mediana.....	380
Gráfico 4.13. Distribuciones del resultado ordinario real y simulado.....	388
Gráfico 4.14. Distribuciones del resultado neto real y simulado.....	389
Gráfico 4.15. Distribución del resultado ordinario antes de ajustes discrecionales.....	401
Gráfico 4.16. Distribución del resultado neto antes de ajustes discrecionales.....	402

## ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 2.1. Variables objeto de alisamiento.....	118
Cuadro 2.2. Definiciones de ajustes contables en la investigación sobre manipulación del resultado.....	165-167
Cuadro 2.3. Modelos de estimación de los ajustes discrecionales empleados en la investigación sobre manipulación del resultado .....	196-199
Cuadro 3.1. Factores explicativos de la elección contable ....	214
Cuadro 3.2. Trabajos que analizan la existencia de primas sobre beneficios para explicar la elección que anticipa beneficios.....	217
Cuadro 3.3. Trabajos que analizan los límites de las primas sobre beneficios para explicar la elección contable.....	222

## ÍNDICE

Cuadro 3.4. Trabajos que analizan los ratios de endeudamiento para explicar la elección que anticipa beneficios .....	229
Cuadro 3.5. Trabajos que analizan otros subrogados de las restricciones de deuda para explicar la elección que anticipa beneficios.....	232
Cuadro 3.6. Trabajos que analizan la visibilidad política para explicar la elección que difiere beneficios .....	239
Cuadro 3.7. Trabajos que analizan el tamaño para explicar la elección que difiere beneficios.....	242
Cuadro 3.8. Trabajos que analizan el tamaño para explicar el alisamiento del resultado .....	243
Cuadro 3.9. Trabajos que analizan subrogados de los costes políticos distintos al tamaño para explicar la elección que difiere beneficios .....	247
Cuadro 3.10. Trabajos que analizan las situaciones de pérdidas y descensos del resultado.....	254
Cuadro 3.11. Trabajos que analizan otros factores para explicar la elección contable.....	263
Cuadro 3.12. Trabajos que analizan el efecto de la estructura accionarial en la elección contable .....	274-275
Cuadro 3.13. Trabajos que analizan el efecto de los consejeros externos en la elección que anticipa beneficios .....	278
Cuadro 3.14. Trabajos que analizan la “calidad” de la auditoría en la elección que anticipa beneficios .....	283
Cuadro 3.15. Trabajos que analizan la política de dividendos, el riesgo sistemático y el contenido informativo del alisamiento.....	302-303
Cuadro 3.16. Trabajos que analizan el efecto en el mercado de valores de la elección que anticipa o difiere beneficios .....	315-316

## ÍNDICE

### ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 4.1. Proceso de selección de la muestra a partir de los datos de SABE.....	337
Tabla 4.2. Características de la muestra inicial.....	338
Tabla 4.3. Análisis descriptivo de las variables de la muestra inicial.....	348
Tabla 4.4. Estadística descriptiva por años del resultado ordinario.....	356
Tabla 4.5. Estadística descriptiva por años del resultado neto.....	356
Tabla 4.6. Estadística descriptiva por años de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias.....	357
Tabla 4.7. Estadística descriptiva por años de la variación del resultado ordinario.....	364
Tabla 4.8. Estadística descriptiva por años de la variación del resultado neto.....	364
Tabla 4.9. Estadística descriptiva por años de la variación de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias.....	365
Tabla 4.10. Estadística descriptiva del resultado neto para las submuestras.....	372
Tabla 4.11. Test estadístico de las diferencias normalizadas entre la frecuencia real y la frecuencia esperada .....	384
Tabla 4.12. Estadística descriptiva del resultado real y simulado.....	386
Tabla 4.13. Frecuencia en los intervalos próximos a cero del resultado ordinario real y simulado.....	391
Tabla 4.14. Frecuencia en los intervalos próximos a cero del resultado neto real y simulado.....	391
Tabla 4.15. Estadística descriptiva de las variables de la regresión.....	396
Tabla 4.16. Resultados de la regresión.....	396
Tabla 4.17. Estadística descriptiva del resultado antes de ajustes discrecionales.....	398

*ÍNDICE*

Tabla 4.18. Frecuencia en los intervalos próximos a cero del resultado ordinario después y antes de ajustes discrecionales.....	403
Tabla 4.19. Frecuencia en los intervalos próximos a cero del resultado neto después y antes de ajustes discrecionales.....	404



## **ABREVIATURAS**

AECA	Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.
AICPA	<i>American Institute of Certified Public Accountants.</i>
APB	<i>Accounting Principles Board.</i>
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model.</i>
CEO	<i>Chief Executive Officer.</i>
EE.UU.	Estados Unidos.
FASB	<i>Financial Accounting Standard Board.</i>
FIFO	<i>First In, First Out.</i>
IASC	<i>International Accounting Standards Committee.</i>
ICAC	Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.
I+D	Investigación y Desarrollo.
LIFO	<i>Last In, First Out.</i>
NIC	Norma Internacional de Contabilidad.
OPA	Oferta Pública de Adquisición.
PCGA	Principios Contables Generalmente Aceptados.
PGC	Plan General de Contabilidad.
SABE	Sistema de Análisis de Balances Españoles (Base de Datos).
SEC	<i>Securities and Exchange Commission.</i>
SFAC	<i>Statement of Financial Accounting Concepts.</i>
SFAS	<i>Statement of Financial Accounting Standards.</i>
USGAAP	<i>United States Generally Accepted Accounting Principles.</i>



## **INTRODUCCIÓN**





## INTRODUCCIÓN

La tesis se enmarca en la investigación sobre "elección contable", expresión que si bien, en principio, hace referencia a las decisiones sobre prácticas contables por parte de la dirección de la empresa, se ha empleado también, desde una perspectiva más restrictiva, para designar a las decisiones de los directivos cuyo propósito es alterar la cifra de resultado para lograr objetivos preestablecidos en el marco de los PCGA. Además debe tenerse en cuenta que esta investigación no excluye a los trabajos que analizan las causas y consecuencias del incumplimiento de los PCGA, pero entendemos que en este caso se trata del análisis del fraude contable más que del estudio de la elección.

Sin embargo, el término de elección contable ha sido sustituido en la mayoría de los trabajos actuales por el de "manipulación del resultado" (*earnings management*). Entendemos que ello se debe al cambio habido en la metodología empírica, propiciado por la aparición de los modelos de estimación de los ajustes contables discrecionales.

### Motivaciones

Los motivos que nos condujeron a elegir este tema de tesis fueron, principalmente, los siguientes:

En primer lugar, consideramos que la elección contable es una de las áreas más importantes de la investigación empírica en contabilidad financiera, la cual ha generado una gran cantidad de trabajos en las áreas del alisamiento del resultado y de la teoría positiva de la elección contable. Ello se pone de relieve tanto por su "antigüedad"<sup>1</sup>, como por la actualidad y el creciente interés

---

<sup>1</sup> El primer trabajo sobre el alisamiento del resultado se publicó hace casi 50 años (Hepworth, 1953).

## INTRODUCCIÓN

existente en torno a la investigación sobre manipulación del resultado<sup>2</sup>.

En nuestra opinión, el interés por la investigación sobre elección contable se justifica por la necesidad de conocer el contenido informativo de la cifra de resultado. Los pronunciamientos de diversos organismos reguladores, como el FASB y el IASC, sugieren que la información sobre el resultado proporciona un indicador mejor de la actuación de la empresa que la información de los cobros y pagos del período para predecir los futuros flujos de tesorería, variable de interés para los inversores, a quienes consideran los principales usuarios. En este sentido, diversos estudios han detectado que, en comparación con los flujos de tesorería del período, el resultado contable del mismo tiene mayor capacidad para predecir los futuros flujos de tesorería y los futuros rendimientos de las acciones.

Por consiguiente, conocer cuáles son las formas que adopta la manipulación en la cifra de resultado recogida en las cuentas anuales, y cuáles son los factores y las situaciones que influyen en la misma, puede permitir a los usuarios descontar su efecto y mejorar su proceso de adopción de decisiones de inversión sobre la empresa.

En segundo lugar, recientes trabajos han demostrado que la manipulación del resultado, con el fin de evitar el reconocimiento de pequeñas pérdidas, es más frecuente en los países que siguen el llamado modelo contable continental que en los que tienen un modelo de tipo anglosajón. En concreto, Leuz, Nanda y Wysocki, (2000) detectan que España es el país donde más se evidencia este tipo de manipulación. La razón de este proceder

---

<sup>2</sup> Como ejemplo de su actualidad, podemos señalar que todos los artículos recogidos en el *Journal of Accounting and Public Policy* del número de invierno de 2000 están dedicados a la manipulación del resultado.

## INTRODUCCIÓN

parece descansar en el distinto papel que el resultado cumple en los diferentes modelos contables, dadas las diferencias existentes en el marco institucional.

En tercer lugar, pese a su importancia en otros países, y muy especialmente en EE.UU., la investigación sobre manipulación del resultado se encuentra escasamente desarrollada en España. Así, hasta la fecha, si exceptuamos los estudios realizados sobre el alisamiento del resultado, sólo tenemos constancia de dos trabajos empíricos: el de Apellániz y Labrador (1995), que analizan la incidencia de la implantación del Plan General de Contabilidad de 1990 en los ajustes contables discrecionales, y el de Azofra, Castrillo y Delgado (2000), quienes estudian el comportamiento de cinco modelos de estimación de los ajustes discrecionales para detectar la existencia de salvedades en los informes de auditoría.

En cuarto lugar, mi integración en un equipo de investigación que, durante los años 1996-1999, estuvo trabajando en el proyecto "Implicaciones de la elección contable sobre la calidad de la información financiera" (PB95-1254-C02-02 de la DGICYT), financiado por el Ministerio de Educación y Ciencia. Este fue el marco idóneo en donde se gestó, planteó y orientó la tesis. A ello hay que añadir mi estancia durante el curso académico 1998-1999 en *Boston University*, en donde tuve la oportunidad de intercambiar opiniones que fueron de gran utilidad para concretar el diseño metodológico de la investigación empírica. Mi pertenencia al equipo investigador del proyecto "El papel del análisis fundamental para la valoración de activos financieros en el mercado de capitales" (PB98-1112-C03-01 de la DGESIC) durante los años 2000-2002, financiado por el Ministerio de Educación y Cultura, supone un nuevo reto para abordar en el futuro los efectos de la manipulación del resultado en el mercado de valores.

## INTRODUCCIÓN

### Objetivos

Los objetivos que se pretenden alcanzar en esta tesis doctoral pueden agruparse en dos principales, cada uno de los cuales se descompone en objetivos concretos. El primero es analizar el marco de referencia de la investigación sobre elección contable, esto es, realizar una revisión teórica de los aspectos que configuran la elección contable, dedicando una especial atención al concepto de empresa. El segundo objetivo es analizar empíricamente si la elección contable o la manipulación del resultado de las empresas españolas se dirige a evitar el reconocimiento de pequeñas pérdidas y de pequeños descensos del resultado. Además, se examina la incidencia de tres variables explicativas en la propensión a manipular el resultado neto para evitar pequeñas pérdidas: la cotización o no en bolsa, el tamaño y el endeudamiento.

El análisis del marco de referencia de la investigación sobre elección contable se delimita a través de los siguientes tres objetivos concretos:

1. Explicar el papel de la información contable en los mecanismos de control de los directivos, lo que lleva al estudio de las teorías sobre la empresa desarrolladas en el marco de la Microeconomía y de la Economía de la Empresa y, por lo tanto, de las motivaciones de los directivos ante la elección contable.
2. Analizar las características de las líneas de investigación que integran la elección contable, haciendo un especial hincapié en los aspectos relativos a las metodologías aplicadas en cada una de ellas.

## *INTRODUCCIÓN*

3. Revisar la evidencia existente sobre los factores que explican las causas y los límites de la elección contable, así como la evidencia sobre la reacción del mercado de valores ante la elección contable.

El análisis empírico sobre la manipulación del resultado para evitar pequeñas pérdidas y pequeños descensos del resultado se concreta en los siguientes tres objetivos:

1. Analizar si las empresas españolas manipulan el resultado ordinario y el resultado neto para evitar incurrir en pequeñas pérdidas y obtener beneficios en estas dos variables.
2. Analizar si dichas empresas manipulan el resultado ordinario y el resultado neto para evitar que sus valores descendan en comparación con los valores del ejercicio anterior, lo que supone manipular estas variables para, al menos, mantener o igualar el resultado del ejercicio anterior.
3. Analizar si la manipulación dirigida a evitar el reconocimiento de pequeñas pérdidas en el resultado neto difiere en función de si las empresas cotizan o no en la bolsa, del tamaño y del endeudamiento.

### **Estructura**

En conexión con los objetivos perseguidos, la tesis se estructura en cuatro capítulos:

El primer capítulo, "Análisis económico de la empresa", sintetiza las teorías económicas de la empresa y las características de las relaciones contractuales de agencia que han sido empleadas como apoyo teórico por la investigación sobre elección contable.

## INTRODUCCIÓN

Comienza con la teoría neoclásica de la empresa, para resaltar sus limitaciones y el origen de nuevos desarrollos en la investigación sobre el comportamiento de la empresa. Así, se analizan los costes de transacción, las teorías de no maximización de beneficios y las teorías de los derechos de propiedad. Se concluye el capítulo con una referencia a la teoría del proceso político.

El segundo capítulo, "Líneas de investigación de la elección contable", analiza las tres líneas de investigación de la elección contable. Siguiendo el orden cronológico de aparición, comienza con el alisamiento del resultado, para pasar después a ocuparse de la teoría positiva de la elección contable y, posteriormente, de la manipulación del resultado. En lo que respecta a la investigación sobre manipulación del resultado, que constituye la base del trabajo empírico de la tesis, se analizan los siguientes aspectos: 1) el contenido informativo y los problemas relacionados con la obtención por el método indirecto de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias y los ajustes contables, 2) los modelos desarrollados para estimar los componentes discrecional y no discrecional de los ajustes contables y 3) las características de la metodología de la distribución de frecuencias del resultado.

El tercer capítulo recoge las "Causas, límites y consecuencias de la elección contable". En él se estudia la evidencia sobre el efecto que tienen en la elección contable diversos factores que explican las motivaciones de los directivos, entre los que destacan: las primas sobre beneficios de los directivos, la probabilidad de alcanzar las restricciones incorporadas en los contratos de deuda y los costes o beneficios políticos a los que se enfrentan las empresas. Posteriormente, se analiza la incidencia de las variables representativas de los mecanismos de supervisión de los directivos, las cuales parecen limitar, en ocasiones, la

## INTRODUCCIÓN

discrecionalidad contable de los directivos. El capítulo finaliza con el análisis de efectos que tiene la elección contable en el mercado de valores.

El cuarto, y último, capítulo contiene el trabajo empírico: "La manipulación del resultado ante pérdidas y descensos del resultado". En él se investiga si las empresas españolas manipulan el resultado ordinario y el resultado neto con el propósito de evitar pequeñas pérdidas y pequeños descensos en dichos resultados. Asimismo, analizamos si la manipulación en el resultado neto para evitar pérdidas difiere en función de la cotización o no en la bolsa, del tamaño y del endeudamiento. La metodología empírica empleada consiste en representar gráficamente las distribuciones del resultado y de sus variaciones para comprobar si las discontinuidades son consistentes con las predicciones formuladas. No obstante, también se presentan otros tipos de metodologías, las cuales suministran evidencias empíricas adicionales sobre la significatividad de las discontinuidades gráficas observadas en los histogramas del resultado ordinario y del resultado neto.

Utilizando la información contable consolidada, el trabajo empírico demuestra las empresas manipulan en mayor medida el resultado neto que el resultado ordinario con dos propósitos: 1) evitar el reconocimiento de pequeñas pérdidas para poder conseguir pequeños beneficios y 2) evitar el reconocimiento de pequeños descensos para lograr superar ligeramente el resultado obtenido en el ejercicio anterior. Asimismo, demuestra que las empresas que cotizan en bolsa tienen una mayor propensión a manipular el resultado neto para evitar pequeñas pérdidas y obtener pequeños beneficios que las que no cotizan.





# **CAPÍTULO I**

## **ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA**



## I.1. INTRODUCCIÓN

Este capítulo sintetiza el análisis económico sobre el comportamiento de la empresa, desarrollado en este siglo a raíz de las limitaciones de la teoría neoclásica.

Así, comienza con la teoría neoclásica que identifica la empresa con el empresario, quien centraliza las funciones de aportante del capital-riesgo y de gestión, y asume la existencia de relaciones de autoridad en condiciones de competencia perfecta. Ello nos permite resaltar y analizar sus dos grandes limitaciones: 1) explicar la eficiencia de la empresa frente al mercado, y 2) explicar el efecto de la separación de las funciones de aportación de capital-riesgo y de gestión.

La primera limitación de la teoría neoclásica fue resuelta por Coase (1937), quien puso de manifiesto que la información es imperfecta y asimétrica, lo que genera costes de transacción en el proceso de negociación, formalización y supervisión de los contratos que regulan el intercambio. La importancia de esta aportación se recoge en numerosos trabajos que destacan la dificultad de explicar cuáles son las motivaciones de los directivos ante la elección contable en un mundo sin costes de transacción. Como ejemplo simbólico, podemos citar el simposium sobre Contabilidad y teoría de la empresa recogido en el *Journal of Accounting and Economics*, vol. 12 del año 1990, que se inicia con un artículo del propio Coase en el que evalúa el alcance que ha tenido su trabajo en el área de la Contabilidad.

La segunda limitación de la teoría neoclásica, relativa a las implicaciones de la delegación de funciones de los accionistas en los directivos, dio origen a la aparición de diferentes teorías sobre

## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

el comportamiento de la empresa cuyo estudio hemos agrupado en dos categorías: 1) las teorías de no maximización de beneficios y 2) las teorías sobre los derechos de propiedad.

Las teorías de no maximización de beneficios se utilizaron en la primera línea de investigación de la elección contable, el alisamiento del resultado, para explicar el comportamiento de los directivos. Entre las teorías de los derechos de propiedad, la teoría de la red contractual constituye el marco de referencia utilizado en la actualidad para explicar las relaciones entre el resultado contable y los costes de agencia.

Después de indicar las características y diferencias básicas de las principales teorías de la empresa integradas en estas dos categorías, el resto del capítulo se destina a desarrollar el contenido de la teoría de la red contractual, con la excepción del último epígrafe: "la teoría del proceso político".

La teoría de la red contractual es una aplicación de la teoría de agencia al ámbito de las relaciones contractuales en empresa, por lo que, en primer lugar, se explica el origen del problema de riesgo moral que surge en toda relación de agencia y la necesidad de incorporar mecanismos de control del agente (mecanismos de incentivación y supervisión) para inducirle a tener un comportamiento acorde con los objetivos del principal. Posteriormente, se analizan las dos relaciones contractuales en la empresa que más atención han recibido: 1) la relación entre accionistas y directivos, y 2) la relación entre acreedores y accionistas-directivos.

En la relación entre accionistas y directivos se estudian tres mecanismos de control de los directivos: los planes de

## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

remuneración, el Consejo de Administración y la estructura accionarial representada en la Junta General de Accionistas. Desde la perspectiva de los trabajos enmarcados dentro de la Economía de la Empresa, el interés se centra en evaluar la efectividad de estos tres mecanismos para reducir los costes de agencia y, por lo tanto, aumentar el valor de la empresa. En la relación entre acreedores y accionistas-directivos se analizan las restricciones en los contratos de deuda. La teoría de la red contractual concluye con una referencia al efecto de los mecanismos de control externos (mecanismos de mercado), y más concretamente de las adquisiciones hostiles, en los costes de agencia.

El último apartado de este primer capítulo se destina a la teoría del proceso político. En él resumimos los planteamientos aplicados por la investigación sobre elección contable para explicar que la regulación económica impone costes y beneficios políticos a los directivos, lo que puede afectar a la elección contable de los directivos.

### **I.2. DE LA TEORÍA NEOCLÁSICA A LAS TEORÍAS DE LOS DERECHOS DE PROPIEDAD**

#### **I.2.1. La teoría neoclásica**

La teoría neoclásica o marginalista surge a finales del siglo XIX y principios del XX, impulsada por la obra de diversos autores (Jevons, Walras, Pareto, Marshall, etc.) como reacción a ciertos aspectos del pensamiento económico clásico (Smith, Ricardo, etc.). Su principal preocupación es analizar cómo el mercado, es decir, el sistema de precios, asigna eficientemente los recursos

## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

de la economía. Los consumidores y las empresas son los agentes económicos que deciden, respectivamente, las actividades de consumo y de producción. Estos agentes actúan siguiendo el principio de racionalidad, que implica un comportamiento consistente con sus preferencias y guiado por la maximización de su propio interés individual. El marco en el que actúan los consumidores y las empresas, garantizando el equilibrio entre la oferta y la demanda, viene dado por las condiciones de competencia perfecta<sup>3</sup>.

En este contexto, la empresa se identifica con la figura del empresario, que centraliza la función de aportante del capital-riesgo y la de control o gestión. El resto de los factores productivos se comporta, a cambio de la remuneración pactada, de acuerdo con las decisiones adoptadas por el empresario.

Por lo tanto, no existe ningún conflicto de objetivos dentro de la organización: los contratos explícitos e implícitos entre el empresario y los propietarios de los factores de producción se basan en las denominadas relaciones de autoridad, las cuales aparecen cuando una de las partes del contrato tiene la potestad de decidir y ordenar, en un ámbito determinado, lo que le corresponde hacer a la otra. Esto es, para asegurar la ausencia de conflictos se asume que el empresario tiene el derecho a

---

<sup>3</sup> Las condiciones de competencia perfecta se resumen en los siguientes puntos:

1. Carácter paramétrico de los precios. Los precios están dados y ninguno de los agentes económicos puede modificarlos con sus decisiones individuales
2. Información perfecta. Toda la información relevante para fundamentar la elección está contenida en el sistema de precios, siendo éstos conocidos por los agentes sin necesidad de incurrir en costes.
3. Universalidad de los mercados. Todos los bienes y servicios tienen asociado un precio explícito, ya que los agentes intercambian solamente a través del sistema de precios.

## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

adoptar las decisiones oportunas sin necesidad de negociar continuamente con cada uno de los factores productivos.

El supuesto de comportamiento de la unidad económica de producción es el de la maximización del beneficio<sup>4</sup>, que es la consecuencia lógica de asumir que existe una coincidencia entre la propiedad del capital y la gestión empresarial. Junto a este objetivo se supone que la empresa se enfrenta a dos tipos de restricciones: la tecnología existente y las condiciones del mercado.

El estado de desarrollo de la tecnología determina cuáles son los planes de producción factibles, esto es, las cantidades de factores que se requieren para obtener el nivel de producción fijado, o los niveles de producción que pueden alcanzarse con una determinada cantidad de factores. Las condiciones de mercado a las que la empresa accede como demandante y vendedor fijan la remuneración de los factores productivos y el precio de venta del producto obtenido, determinando la rentabilidad de la producción.

Así, el problema de la actividad productiva consiste en elegir el nivel de producción y de utilización de los factores que maximiza el beneficio, sujeto a las restricciones que impone la tecnología

---

<sup>4</sup> En este capítulo empleamos el término beneficio en su sentido económico, el cual difiere del beneficio contable. Para la teoría económica, el beneficio, o renta residual, es el excedente de los ingresos sobre el coste de oportunidad de todos los factores productivos, incluyendo el capital-riesgo y el factor directivo. Para la teoría financiera, este objetivo supone maximizar el valor actual de la empresa. Aunque en ocasiones se ha cuestionado la equivalencia entre ambos objetivos, como señala Sargent (1982, p. 93), "maximizar el beneficio en cada momento es equivalente a maximizar el valor actual de la empresa...La equivalencia entre estos dos caminos es consecuencia de utilizar el coste de capital apropiado al calcular los beneficios de la empresa".



## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

productiva y a los precios de mercado de los factores productivos y del producto final.

En definitiva, la teoría de la empresa desarrollada en el análisis neoclásico es una teoría de la producción que adopta una visión muy restrictiva de la naturaleza de la empresa. Sus limitaciones pueden resumirse en los siguientes dos puntos:

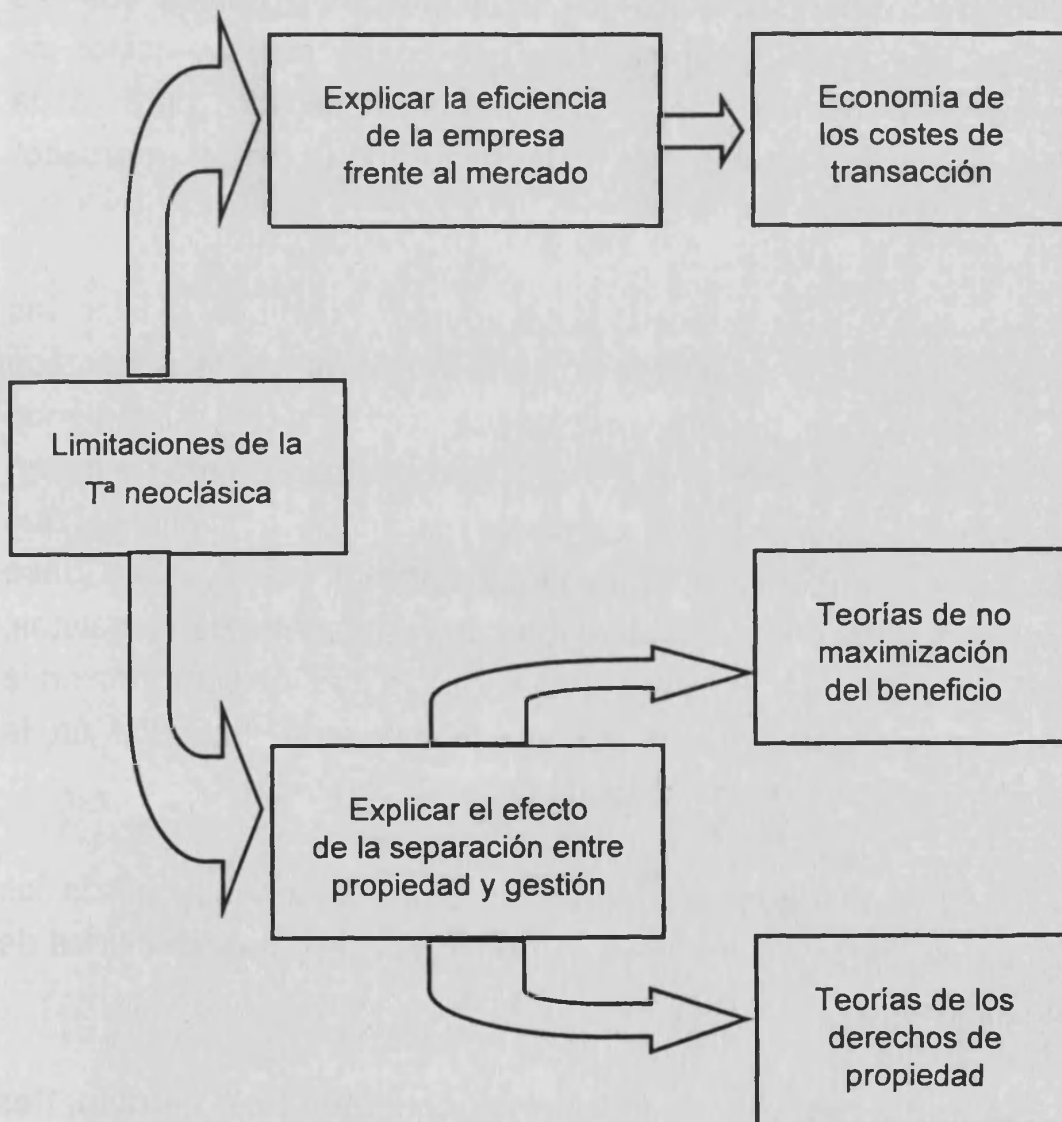
Primero, los supuestos de competencia perfecta impiden explicar la eficiencia de la empresa frente al mercado. Esto es, los factores que provocan la aparición de la empresa y su dimensión óptima. Tal y como indicó Robertson (1923), la gran paradoja de la teoría neoclásica es explicar por qué el mercado, si es tan eficiente como se predice, no coordina todas las actividades de la empresa.

Segundo, asumiendo que existe información perfecta, coincidencia en la propiedad y la gestión de la empresa y que las relaciones contractuales entre el empresario y los factores productivos son relaciones de autoridad, se excluye la posibilidad de que existan problemas internos en la organización. Sin embargo, como pusieron de manifiesto Berle y Means (1932), las grandes compañías se caracterizan por la separación entre la propiedad y el control de la empresa. Esta separación introduce la posibilidad de que exista un conflicto de objetivos entre propietarios y directivos, que puede provocar que el comportamiento de la organización se desvíe de la maximización del beneficio.

Como respuesta a estas dos limitaciones se han desarrollado algunos conceptos y teorías sobre la empresa que suponen avances en la explicación de la misma desde una perspectiva

económica, por lo que van a ser analizados seguidamente. El Gráfico 1.1 esquematiza los avances en el análisis económico de la empresa.

**GRÁFICO 1.1.**  
**LIMITACIONES DE LA TEORÍA NEOCLÁSICA**  
**Y DESARROLLO DEL ANÁLISIS ECONÓMICO DE EMPRESA**



### **I.2.2. Los costes de transacción**

Coase (1937) resolvió la primera limitación del análisis tradicional, ofreciendo una explicación satisfactoria de la existencia de la empresa: “La razón fundamental por la que puede ser ventajoso establecer una empresa parece residir en el hecho de que es costoso utilizar el mecanismo de los precios. El coste más obvio de organizar la producción a través del mecanismo de los precios es el de descubrir cuáles son los precios relevantes...También hay que contar con los costes de negociar y realizar un contrato por separado para cada transacción de intercambio que tiene lugar en el mercado” (versión 1980, p. 69).

Por lo tanto, la respuesta a la pregunta: ¿por qué existen las empresas? puede resumirse en el hecho de que existen fallos en el mercado que generan costes de transacción, entendiendo como tales los recursos que tienen que emplearse para negociar, formular y supervisar los contratos explícitos o implícitos que regulan el intercambio. Siguiendo la tradición neoclásica, Coase asume que los contratos en el mercado son contratos completos, descentralizados y multilaterales, mientras que los contratos en la empresa se caracterizan por ser incompletos, basados en la relación de autoridad y en forma de nexo contractual.

A fin de comprender el alcance de estas características de los contratos, creemos necesario exponer distintas clasificaciones de los mismos.

En función del grado en que el contrato está cerrado, los contratos se dividen en: completos, que son los que especifican todas las posibles contingencias que pueden acaecer en el

## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

intercambio; e incompletos, en los que no es necesario definir todas las posibles eventualidades.

En función de la dependencia de las partes contratantes, se distingue entre: contratos sin autoridad o descentralizados, que son aquéllos que no crean dependencias adicionales a las que se derivan del mutuo cumplimiento del acuerdo; y contratos con autoridad, que como hemos mencionado, se caracterizan porque una de las partes contratantes tiene potestad para decidir y ordenar lo que le corresponde hacer a la/s otra/s.

Por último, atendiendo a la relación contractual resultante, los contratos se dividen en: multilaterales y en forma de nexo contractual. La relación multilateral surge cuando existe un contrato explícito entre todos y cada uno de los participantes de un acuerdo. La relación en forma de nexo contractual aparece cuando los participantes se vinculan unilateralmente con una figura que sirve de nexo común, sin que sea necesario formalizar un contrato entre ellos (Salas Fumás, 1984).

Por lo tanto, según Coase (1937), la reducción de los costes de transacción viene provocada por las dos siguientes causas:

1. La utilización del mercado requiere que cada uno de los factores productivos formule un contrato por separado con el resto de los factores con los que coopera. La empresa reduce el número de contratos al conseguir que los diversos factores de producción cooperen estableciendo cada uno de ellos un contrato con el empresario, que sirve de nexo contractual común, y sin necesidad de formular contratos entre ellos.

## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

2. El mercado exige especificar con detalle la respuesta a cada posible contingencia y, dado que la incertidumbre hace que sea excesivamente costoso conocer y especificar estas contingencias, sería necesario celebrar continuamente contratos a corto plazo. La empresa permite sustituir una serie de contratos a corto plazo por un contrato incompleto basado en la relación de autoridad, lo que reduce la frecuencia y, por consiguiente, el número de contratos.

En nuestra opinión, aunque este planteamiento supone un avance considerable en la investigación sobre la empresa, al ofrecer argumentos para justificar su existencia en lugar de darla por supuesto, el hecho de caracterizar a la empresa como una estructura contractual con relaciones de autoridad es todavía una simplificación de su naturaleza.

En este sentido se expresa Arruñada (1990, p. 23) al afirmar que el recurso a la autoridad permite justificar la existencia y las funciones de la empresa, proporcionando la base teórica para explicar las ventajas de organizar la producción dentro o fuera del ámbito empresarial, pero existen varios aspectos criticables en esta concepción:

- La autoridad es una descripción simplista del proceso contractual interno de la empresa.
- Es errónea la dicotomía entre la autoridad como característica de las transacciones internas y el consenso contractual como guía de las transacciones externas, defendiendo que las primeras representan a la empresa y las segundas al mercado. Actualmente se reconoce que no existe esta

## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

dicotomía: las relaciones contractuales en la empresa se basan en el acuerdo contractual.

- Es erróneo afirmar que dentro de la empresa no es necesario recurrir al sistema de precios. En el ámbito empresarial funcionan los precios internos de transferencia, y los sistemas de control internos son semejantes al sistema de precios.

El trabajo de Coase (1937) fue desarrollado especialmente por Williamson (1975, 1979 y 1985), dando lugar a la denominada “economía de los costes de transacción”. La economía de los costes de transacción se ha dedicado a comparar las diferencias entre la empresa y el mercado con el propósito de determinar en qué situaciones resulta más eficiente utilizar una u otra estructura contractual. Las investigaciones en este área revelan que la aparición de costes de transacción asociados a la utilización del mercado surge por el incumplimiento de las condiciones de competencia perfecta.

El axioma de que los precios están dados para los agentes significa, por un lado, que una vez se han puesto en contacto oferentes y demandantes no es preciso entrar en costes de negociación puesto que ninguno de ellos puede influir en el precio y, por otro lado, que una vez acordadas las condiciones del contrato, los agentes las cumplirán sin necesidad de recurrir en costes adicionales. Sin embargo, es frecuente encontrar situaciones en las que el número de oferentes y demandantes es reducido y es posible influir en el resultado final del intercambio a través de la negociación, lo que invalida el axioma de que el precio esté dado (Salas Fumás, 1984, p. 13).

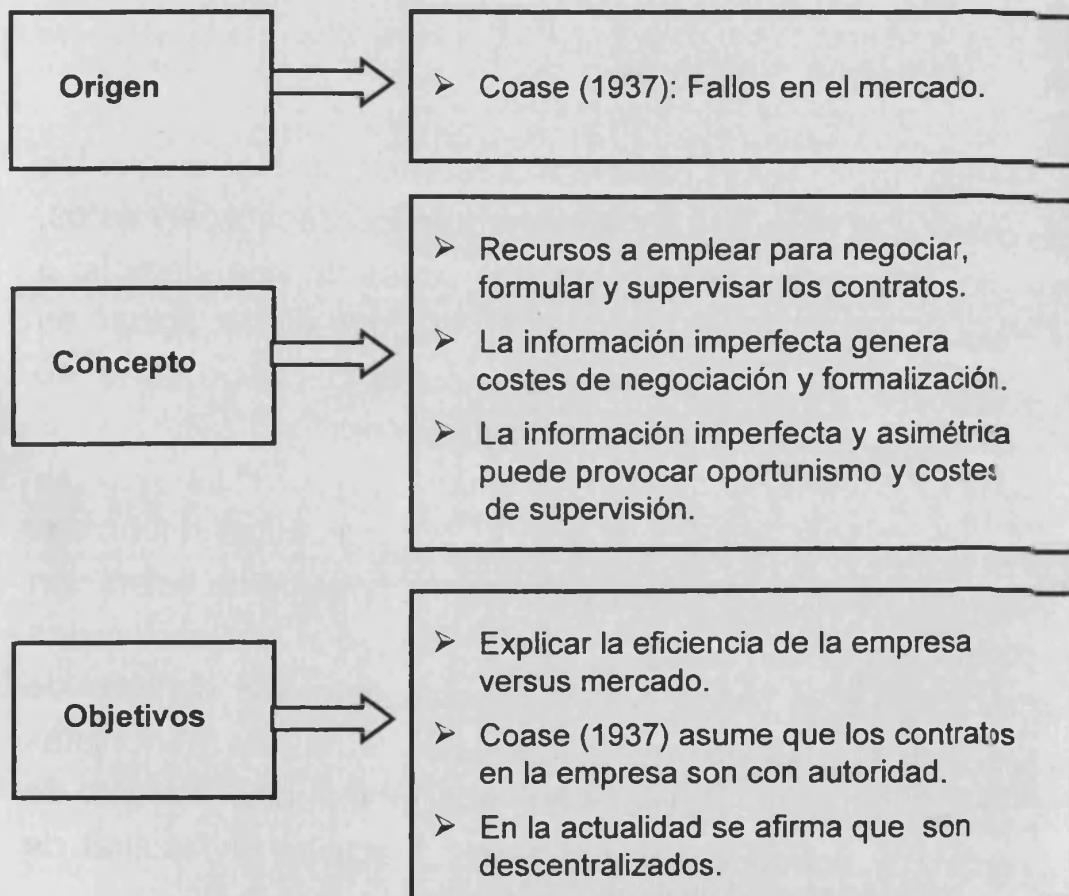
## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

Por otra parte, los agentes económicos tampoco suelen tener información perfecta. La incertidumbre puede provocar que los bienes y servicios se ofrezcan a distintos precios, y que se desconozca la identidad de los agentes que ofrecen los precios más convenientes. Si los productos son heterogéneos, se plantea el problema adicional de descubrir los más adecuados para satisfacer las necesidades.

Si la información fuese perfecta, el proceso contractual que regula los intercambios sería sencillo. Con información imperfecta, el proceso de negociación y formalización de los contratos está sujeto a costes cuya cuantía depende de las características de los bienes objeto de transacción. Cuando la información además de imperfecta es asimétrica, puede aparecer el oportunismo: el agente más informado se aprovecha de las diferencias en la información en su propio interés. El oportunismo provoca que, una vez alcanzado el acuerdo contractual, se tengan que emplear recursos para vigilar el cumplimiento de las condiciones acordadas.

El Gráfico 1.2 resume las características básicas de la economía de los costes de transacción antes expuestas.

**GRÁFICO 1.2.**  
**LOS COSTES DE TRANSACCIÓN**



### 1.2.3. Las teorías de no maximización del beneficio

Las teorías de no maximización de beneficios surgen en las décadas de los cincuenta y sesenta. Se integran por dos grupos de teorías de la empresa que, en última instancia, intentan formalizar el efecto que tiene en los objetivos de la empresa la separación entre la propiedad y el control o gestión: las teorías directivas o gerenciales y las teorías del comportamiento. Ambos grupos de teorías se aplicaron en la primera línea de



## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

investigación de la manipulación de resultado, la referida al alisamiento del resultado, para explicar el comportamiento de los directivos. A continuación sintetizamos su contenido.

### **1.2.3.1. Las teorías directivas**

Las denominadas teorías directivas o gerenciales afirman que las decisiones en la empresa son potestad de los directivos y éstos, al no asumir el riesgo de la inversión que les daría el derecho a participar en el resultado de la actividad, no van a actuar en interés de los accionistas maximizando el beneficio, sino de acuerdo con sus propios intereses individuales.

La discrecionalidad de los directivos en la empresa se refuerza si se tiene en cuenta, tal y como señalan los modelos de valoración de Markowich (1959) y de Sharpe (1964), que los accionistas pueden eliminar el riesgo propio diversificando sus carteras de activos entre varias empresas. De esta forma, los accionistas sólo van a interesarse de modo general por el funcionamiento de una empresa concreta, dejando a los directivos la facultad de gestionar las actividades de la compañía en su nombre.

Así, las teorías directivas consideran que los directivos tienen como limitación obtener unos beneficios mínimos que representan el objetivo de los accionistas y, una vez alcanzados, tienen discrecionalidad para emplear el exceso de recursos en maximizar su función de utilidad individual. La obtención de beneficios mínimos se introduce como restricción del problema de optimización. A partir de ahí, se define la función objetivo a maximizar que recoge las hipótesis sobre las preferencias de los directivos. Estas preferencias incluyen factores monetarios, que

## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

viene dados por los diferentes tipos de remuneración que pueden obtener, y factores no monetarios como la seguridad, el poder, el prestigio profesional, la posición social, etc.

Cada hipótesis sobre los componentes concretos de la función de utilidad de los gerentes da lugar a un problema de optimización distinto y, por consiguiente, a distintas teorías de la empresa, entre las que destacan: la teoría de la maximización de las ventas, la teoría de la maximización del crecimiento y la teoría de la preferencia por el gasto. Las características básicas de estas tres teorías se resumen a continuación

- *La teoría de la maximización de las ventas*, formulada por Baumol (1959), predice que el objetivo de los directivos es maximizar los ingresos por ventas porque éstos aumentan su prestigio profesional y sus remuneraciones.
- *La teoría de la maximización del crecimiento* de Marris (1964) asume que la preferencia de los directivos es potenciar la tasa de crecimiento de la empresa, porque así se aseguran contra la posibilidad de que se produzcan cambios de control que les desplacen de sus puestos de trabajo.
- *La teoría de la preferencia por el gasto* de Williamson (1964) sostiene que los directivos alcanzan sus objetivos maximizando dos tipos de gastos: 1) los gastos del equipo directivo, que hacen referencia tanto al número de personas que integran la plantilla de mandos que están bajo control de los gerentes, como al salario que reciben, y 2) los emolumentos, representados por los automóviles de la empresa, los gastos médicos, tipos de interés especiales, etc. Una vez cubiertas estas preferencias de gasto, y superado el

## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

mínimo de beneficios exigido por los accionistas, Williamson (1964) sostiene que los directivos actuarán maximizando el beneficio para emplear estos recursos en los fines que crean más acordes con sus intereses. Por ejemplo, acometer proyectos de inversión que les proporcionen prestigio, contribuir a las campañas políticas, etc.

En opinión de Gravelle y Rees (1984), la diferencia en las predicciones de las teorías directivas frente a las de la teoría neoclásica de la empresa permitiría argumentar que son teorías alternativas. Sin embargo, el único cambio que introducen dichas teorías es sustituir el objetivo del beneficio por el objetivo de utilidad de los directivos, de modo que el resto del esquema tradicional permanece inalterado: la empresa actúa de modo marginalista, evaluando los ingresos y costes marginales para la toma de decisiones. De ahí que los autores consideren, como posteriormente exponemos, que no han sido capaces de sustituir a la teoría neoclásica.

### **1.2.3.2. Las teorías del comportamiento**

Un segundo enfoque alternativo al neoclásico en materia de fijación de objetivos de la empresa lo ofrecen las teorías del comportamiento. Dentro de esta corriente de investigación se encuentran, entre otros, los trabajos de Simon (1957 y 1959) y de Cyert y March (1963).

En este planteamiento se considera que la empresa es un conjunto de individuos coaligados en grupos (directivos, accionistas, trabajadores, clientes, etc.), cada uno de los cuales tiene un objetivo distinto. Los objetivos de la empresa surgen de un proceso de negociación entre los distintos grupos. No

## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

obstante, dado que los grupos no tienen el mismo poder para imponer sus objetivos, admiten que son los directivos los que van a establecer los objetivos últimos de la empresa debido a su mayor poder de negociación.

Las motivaciones individuales de los directivos se determinan utilizando modelos psicológicos, cuya característica esencial es el rechazo del supuesto de racionalidad perfecta. Esto es, afirman que los individuos son incapaces de comportarse como predicen los modelos utilitaristas, basados en la elección racional, porque tienen un conocimiento imperfecto de las alternativas y de las consecuencias de cada decisión y porque la capacidad de procesar la información es limitada.

Por lo tanto, el comportamiento de los agentes económicos no es maximizador de utilidad, sino satisfactorio. Lev y Kunitzky (1974) sostienen que, desde una perspectiva operativa, esta aproximación asume que las empresas buscan evitar la incertidumbre. El objetivo final de un comportamiento satisfactorio es disminuir la incertidumbre introduciendo la estabilidad dentro del sistema.

En contra de esta corriente de investigación, Arruñada (1990) señala que la racionalidad limitada sólo implica una restricción a la maximización de la utilidad: el coste de producir y procesar la información. Además, sostiene que la evidencia que proporciona la psicología es inservible para el análisis del comportamiento agregado porque en éste se eliminan las irracionalidades individuales.

Por otra parte, los modelos utilitaristas definen claramente los objetivos individuales, lo que permite contrastar la validez de las

## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

predicciones. Por el contrario, los modelos psicológicos utilizados por las teorías del comportamiento son incapaces de cuantificar el objetivo final de la empresa, lo que hace imposible someter sus predicciones a contrastación empírica.

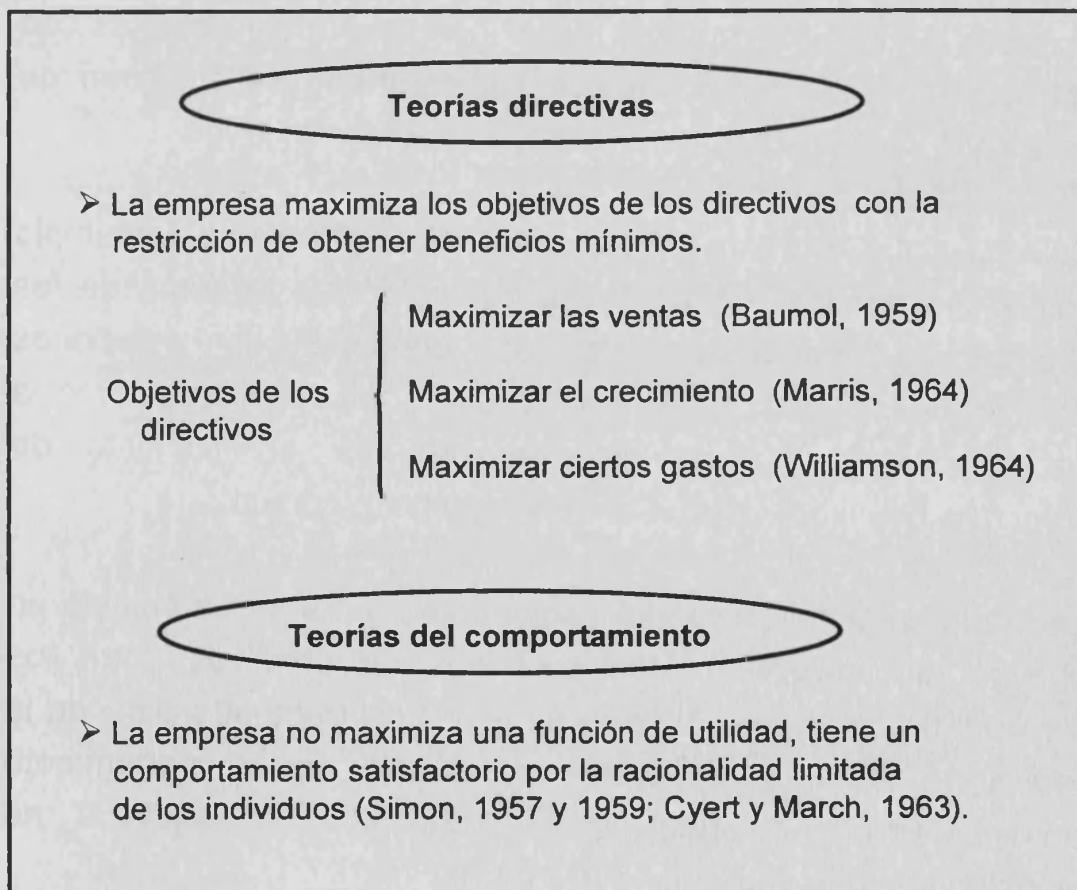
En resumen, las teorías de no maximización del beneficio, cuyas características básicas se recogen en el Gráfico 1.3, no han suministrado evidencias que demuestren que la toma de decisiones en la empresa sea consistente con alguno de los múltiples objetivos propuestos en ellas.

En palabras de Gravelle y Rees (1984, p. 180): "La razón para rechazar una teoría no es que omita en su formulación aspectos de la realidad, sino que las afirmaciones sobre la realidad a que da lugar resulten ser erróneas. La teoría de la maximización de beneficios afirma implícitamente que las circunstancias específicas sobre propiedad, control y estructura organizativa no son relevantes en realidad en lo que respecta a las decisiones que toman las empresas, y que el motivo determinante en la teoría de decisiones de las empresas es la obtención de beneficios. Para refutar esta teoría deberíamos suministrar evidencias de que el comportamiento de la organización es inconsistente con la teoría".

Así pues, estamos de acuerdo con los autores cuando afirman: "Por supuesto, todo el mundo es libre de hacer sus propias abstracciones, formular sus propios axiomas y demostrar que sus implicaciones difieren de las de la teoría de la maximización de beneficios. Pero esto no refuta por sí solo la teoría; todavía tenemos que recopilar evidencias sobre el comportamiento de las empresas y ver qué teoría se 'ajusta a los hechos' " (Gravelle y Rees, 1984, p. 180).

No obstante, a pesar de sus limitaciones, han sentado las bases para abandonar el concepto tradicional de empresa y analizar si la separación entre la propiedad y la gestión, junto con las deficiencias en la información, afecta o no al objetivo final de maximización del beneficio. Las teorías de los derechos de propiedad, a las que a continuación nos referimos, son consistentes con este objetivo tradicional porque asumen que los mecanismos de control de los directivos permiten conectar sus objetivos con los de los accionistas.

**GRÁFICO 1.3.**  
**LAS TEORÍAS DE NO MAXIMIZACIÓN DE BENEFICIOS**



#### **I.2.4. Las teorías de los derechos de propiedad**

La investigación sobre la empresa denominada como "derechos de propiedad" se integra por las teorías de la producción en equipo y de la red contractual. Partiendo del planteamiento de Coase (1937), consideran que la empresa es el nexo de un conjunto de relaciones contractuales. Sin embargo, a diferencia de Coase y de la teoría neoclásica, sostienen que los contratos no se caracterizan por las relaciones de autoridad sino por las relaciones descentralizadas: los miembros de la empresa actúan maximizando sus propios objetivos, que pueden ser contrapuestos y pueden provocar que el comportamiento de la organización se desvíe de la maximización del beneficio o, desde un punto de vista financiero, de la maximización del valor de la empresa. Para evitar que las decisiones sean inconsistentes con este objetivo, es necesario que los contratos especifiquen de antemano los derechos de propiedad o reglas del juego.

Como señala Arruñada (1996, p. 41), "la empresa se contempla como una 'manera de contratar' que minimiza la suma de los costes de transacción de un conjunto de relaciones contractuales, es un mero artificio que sustituye eficazmente la contratación multilateral del mercado por un conjunto de contratos bilaterales de los cuales es el nexo común".

La teoría de la producción en equipo se centra en un modelo en el que únicamente existen conflictos de objetivos entre los factores productivos. La teoría de la red contractual, aplicando la teoría de la agencia, utiliza un modelo de comportamiento basado en la delegación de autoridad con objetivos no coincidentes y asimetrías en la información.

## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

A continuación analizamos las características de estas dos teorías, haciendo hincapié en la teoría de la red contractual que constituye el marco teórico utilizado en la actual investigación sobre la elección contable.

### **I.2.4.1. La teoría de la producción en equipo**

Para Alchian y Demsetz (1972) el rasgo que caracteriza a la empresa es la producción en equipo. La actividad empresarial consiste en el empleo de un conjunto de factores de producción que pertenecen a diferentes individuos que tienen derechos de propiedad y decisión en la empresa, pero debe tenerse en cuenta que el volumen de producción obtenido por la cooperación de todos los factores es superior a la suma de los niveles de producción individuales.

Desde este planteamiento, la diferencia básica entre el mercado y la empresa, y la raíz del problema de eficiencia en la empresa, es que la función de producción no es separable individualmente porque la producción final no es igual, sino superior, a la suma de lo que aporta cada miembro. Si la función de producción fuese separable individualmente, podría medirse el nivel de producción y asegurar la productividad de los factores. Sin embargo, cuando se trabaja en equipo es difícil medir o estimar la productividad individual, y en ausencia de esta medición se reducen los incentivos a trabajar, con la subsiguiente reducción del producto final.

En la empresa, al igual que en el mercado, cada individuo decide el esfuerzo que aporta sin que exista un objetivo que represente explícitamente a los intereses del grupo. Pero mientras que el



## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

mercado asegura la correlación entre salario y esfuerzo individual, en la empresa los individuos se reparten el coste de la actuación negligente de uno o varios de ellos, al no existir una correlación perfecta entre remuneración y esfuerzo individual. En ausencia de esta correlación, se generan desincentivos que afectan al volumen de producción final.

Esto es, en la producción en equipo es difícil precisar qué parte del producto final corresponde al esfuerzo individual de cada factor productivo. Para medir el esfuerzo individual es necesario establecer algún sistema de control. En ausencia de control, la remuneración sería el resultado de dividir igualitariamente, entre todos los factores, el valor del producto final. Con este sistema de remuneración igualitario, cada individuo tiene una estrategia dominante que maximiza su utilidad: elegir el mínimo nivel de esfuerzo. Esto es, al no poder apropiarse de la totalidad del salario correspondiente al esfuerzo que realizan, nunca elegirán el esfuerzo que maximiza la producción. Esta actuación conlleva una reducción del nivel de producción, con la subsiguiente reducción del salario individual y de la utilidad (dilema del prisionero)

Para evitar el dilema del prisionero, Alchian y Demsetz (1972, p. 782) proponen lo siguiente: encargar a uno de los integrantes del equipo la supervisión de los factores productivos para medir o estimar la productividad marginal, y cambiar la estructura de los derechos de propiedad iniciales para incentivar al supervisor a obtener el máximo nivel de producción. El supervisor debe tener la facultad de decidir unilateralmente la composición del equipo y debe recibir como remuneración la renta residual.

## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

Esta solución implica que los individuos que participan en la empresa ceden ex-ante los derechos de decisión y los derechos sobre la renta residual que poseían inicialmente. A cambio de esta cesión, su salario no depende del valor de la producción sino de lo estipulado en su contrato. Por consiguiente, Alchian y Demsetz (1972) consideran que la eficiencia de un modelo de organización caracterizado por objetivos en conflicto se consigue a través de relaciones de autoridad<sup>5</sup>. Sin embargo, a diferencia del planteamiento neoclásico, la relación de autoridad surge de un acuerdo voluntario entre los propietarios de los factores productivos, que se renegocia continuamente y no crea dependencias a largo plazo.

### **1.2.4.2. La teoría de la red contractual: una introducción**

La teoría de la red contractual, cuyo origen se sitúa en el trabajo de Jensen y Meckling (1976), considera que los problemas internos de la empresa no surgen porque el valor de la producción final sea superior a la suma de las aportaciones individuales, sino por la delegación de decisiones en un contexto de objetivos distintos y asimetrías en la información.

Así, Jensen y Meckling (1976) indican que las características que definen una relación de agencia son aplicables a cada una de las relaciones contractuales que se establecen en la organización: los accionistas delegan la toma de decisiones en los directivos; los acreedores delegan en los accionistas, o más concretamente en los directivos que actúan en nombre de éstos, la gestión de su

---

<sup>5</sup> Existen otras soluciones que pueden evitar el dilema del prisionero. Puede verse en Serra Ramoneda (1986), Salas Fumás (1987) y Arruñada (1990).

## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

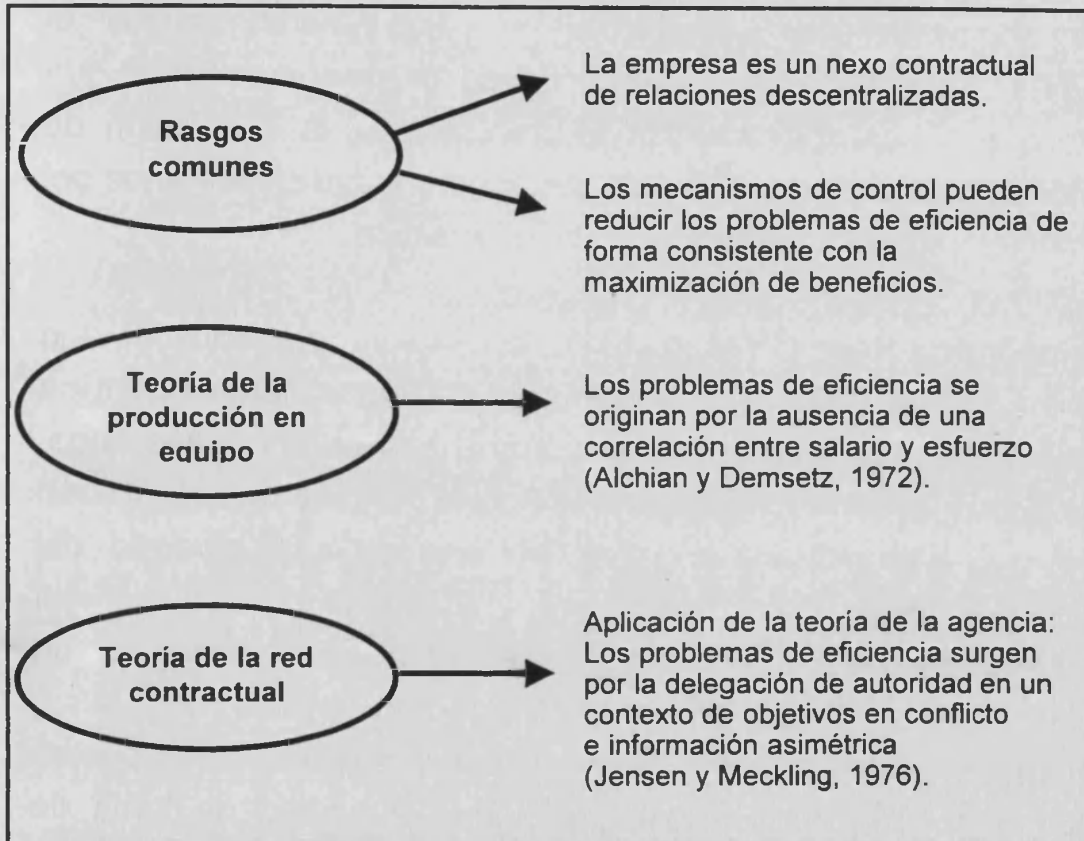
inversión; los clientes delegan la fabricación del producto o la realización de servicios, etc.

De acuerdo con Arruñada (1990, p. 72), la empresa se concibe dentro de un proceso de especialización de funciones que conlleva la aparición de diferentes relaciones de agencia: la relación directiva entre accionistas y directivos, la relación de endeudamiento entre acreedores y accionistas-directivos, la relación laboral entre empleador y empleado, las relaciones comerciales entre la empresa y sus proveedores y clientes, y la relación política entre la empresa y el Estado.

Por consiguiente, la teoría de la red contractual es la aplicación de la teoría de la agencia al ámbito de la organización de la empresa. Dada la importancia de esta teoría en el ámbito de la investigación sobre elección contable, a continuación desarrollamos su contenido.

El Gráfico 1.4 destaca las similitudes y diferencias entre la teoría de la producción en equipo y la teoría de la red contractual.

**GRÁFICO 1.4.**  
**LAS TEORÍAS DE LOS DERECHOS DE PROPIEDAD**



### I.3. LA TEORÍA DE LA RED CONTRACTUAL

En este apartado explicamos los aspectos generales de la teoría de la agencia para centrarnos, posteriormente, en su aplicación a las dos relaciones contractuales que más atención han recibido en la investigación: la relación entre accionistas y directivos y la relación entre acreedores y accionistas-directivos. En último lugar, nos referimos a los mecanismos de control externo.

### **I.3.1. La teoría de la agencia**

En su planteamiento original, la teoría de la agencia no tiene ninguna orientación empírica ni dice nada sobre el comportamiento de la empresa. Es un modelo económico que ofrece una solución analítica al problema de la delegación de autoridad, cuando los objetivos del agente son distintos a los del principal y existen asimetrías en la información.

Como indica Ross (1973, p. 134), "la relación de agencia es uno de los modos más viejos y comunes de interacción social. Una relación de agencia surge entre dos o más partes cuando una, denominada agente, actúa para, de parte de, o en representación de otra, denominada principal, en un particular dominio del problema de decisión". En términos similares se expresan Jensen y Meckling (1976, p. 308): "La relación de agencia es un contrato por el que una o más personas (el/los principal/es) encargan a otra persona (el agente) realizar una tarea por su cuenta, lo que supone delegar alguna autoridad de toma de decisiones en el agente".

El principal contrata al agente para realizar una actividad determinada, otorgándole todo el poder de decisión. El resultado de la actividad delegada depende de una serie de factores aleatorios y de la actuación elegida por el agente, de modo que puede aparecer una pérdida de eficiencia si éste elige una actuación que reduce el resultado de la actividad delegada. Las desviaciones respecto al óptimo de Pareto pueden tener su origen en las divergencias de objetivos y/o en el grado de información. Pero no todas las desviaciones constituyen un verdadero problema de eficiencia.

## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

Cuando el principal y el agente tienen los mismos objetivos, ambos tienen interés en subsanar las deficiencias en la información, por lo que estableciendo un sistema de información adecuado nos encontraríamos con la existencia de un único individuo. En tal caso, el agente actuaría como si se tratase del principal.

En una situación en la que existen objetivos distintos, pero el principal tiene información perfecta de las acciones del agente, la pérdida de eficiencia puede superarse: el principal puede incorporar en el contrato las acciones que debe realizar el agente y después comprobar si está siguiendo o no sus instrucciones, imponiendo, si procede, la penalización correspondiente. Con información perfecta, el coste de supervisión es mínimo y es posible inducir al agente a actuar de acuerdo con los objetivos del principal.

Los verdaderos problemas de eficiencia aparecen cuando los objetivos del agente y del principal no coinciden y además la información es asimétrica, de modo que el principal no puede observar perfectamente la actuación del agente. En este caso, el comportamiento utilitarista del agente le lleva a utilizar los derechos delegados en su propio beneficio y en contra de los intereses del principal. Esta es la situación que contempla la teoría de la agencia. Respecto a la actitud frente al riesgo se considera que el principal es neutral y el agente averso.

Así, la teoría de la agencia parte de tres asunciones básicas:

1. El agente y el principal son individuos diferenciados que tienen su propia función de objetivos, no coincidente.

## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

2. Existen asimetrías en la información, lo que implica que el principal no puede conocer con exactitud el comportamiento del agente.
3. Mientras que el principal es neutral al riesgo, el agente es averso al riesgo.

Bajo estas asunciones surge el problema del riesgo moral<sup>6</sup> (*hazard moral*), o de la falta de incentivos, que lleva a que el agente realice su tarea en contra de los intereses del principal. La esencia del problema del riesgo moral está en el conflicto que genera la provisión adecuada de incentivos y la distribución eficiente del riesgo. Los incentivos están garantizados siempre que el individuo que toma la decisión soporte íntegramente los costes y beneficios. La asignación eficiente del riesgo requiere que éste se distribuya en proporción inversa al grado de aversión al mismo. Esto es, si un individuo es neutral y otro averso, la participación óptima del riesgo consiste en que todo lo asuma la parte neutral.

Sin embargo, cuando el agente está cubierto íntegramente del riesgo, de forma que no soporta ningún coste por su actuación negligente, pierde los incentivos a actuar en interés del principal. Para incentivar al agente a elegir la acción óptima es necesario conectar su riqueza con la actividad delegada. Esto implica asumir un riesgo mayor al que corresponde la asignación eficiente.

---

<sup>6</sup> El problema de riesgo moral fue identificado inicialmente en el sector seguros en referencia a la tendencia que tiene el asegurado, cuando está cubierto íntegramente del riesgo de un siniestro, a comportarse ineficientemente cuando no asume una parte del riesgo (Spence y Zeckhauser, 1971).

## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

Como indica Holmström (1979), cuando el agente es averso al riesgo, los esquemas de incentivación basados en el resultado final de la actividad delegada tienen como efecto desviarse de la asignación eficiente de los riesgos. El agente va a asumir una responsabilidad excesiva sobre su actuación por el componente aleatorio y esto implica la presencia de costes implícitos. Por consiguiente, sólo puede obtenerse una solución óptima de segundo rango (*second-best*) y no una solución óptima de primer rango (*first-best*). El óptimo de primer rango podría conseguirse si se pudiera observar perfectamente la acción del agente. En circunstancias normales es excesivamente costoso observar la actuación del agente, pero puede ser posible utilizar indicadores que suministren información adicional sobre la actuación del agente sin un coste excesivo.

El principal posee dos formas de inducir al agente a tener un comportamiento más acorde con sus objetivos. Es lo que genéricamente se denominan mecanismos de control, los cuales incluyen los mecanismos de incentivación y de supervisión. Así, el principal puede:

1. Incorporar en el contrato de agencia un sistema de incentivos que haga recaer sobre el agente una parte de las consecuencias de sus actos. Como hemos indicado, los incentivos retributivos conectan los objetivos de ambas partes, pero no permiten alcanzar el óptimo porque el agente es averso al riesgo.
2. Supervisar la actividad del agente, directamente o a través de terceros. Si la supervisión fuese perfecta y sin costes, la diferencia entre el óptimo de primer rango y el óptimo de segundo rango podría ser cero. Como la supervisión tiene un



## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

coste y además es imperfecta, seguirá existiendo una pérdida de eficiencia.

Por otra parte, el agente puede estar dispuesto a garantizar que su actuación no perjudicará los intereses del principal porque ello incide positivamente en su reputación y, por consiguiente, en su retribución actual y futura. Por este motivo, puede acceder voluntariamente a que se incluyan restricciones que limiten su libertad de decisión.

Estas actuaciones dan lugar a los denominados costes de agencia que, como señalan Jensen y Meckling (1976, p. 308), están formados por:

1. Los costes de control<sup>7</sup>, que vienen dados por los recursos monetarios y no monetarios soportados por el principal para incentivar y supervisar el comportamiento del agente.
2. Los costes de fianza, que representan los recursos soportados por el agente para garantizar al principal que su comportamiento no se desviará de lo pactado.
3. La pérdida residual resultante de las divergencias que seguirán existiendo entre el principal y el agente.

---

<sup>7</sup> Jensen y Meckling (1976) utilizan el término control en un sentido amplio, que hace referencia a los mecanismos que aproximan los objetivos del agente a los del principal. Así, dentro de los costes de control se incluyen los costes asociados al establecimiento de contratos que incorporan incentivos retributivos (costes de incentivación) y los costes asociados a la vigilancia y evaluación del agente (costes de supervisión).

### **I.3.2. La relación entre accionistas y directivos**

#### **I.3.2.1. Beneficios y costes de la delegación**

La delegación de decisiones de los accionistas en los directivos está sujeta a costes de agencia pero también genera beneficios. Tal y como indican Fama (1980) y Demsetz (1983), entre otros autores, la separación entre la propiedad y el control de la empresa permite a los accionistas reducir el riesgo total de su cartera de inversiones por la eliminación del riesgo propio, que depende de las características específicas de la entidad emisora. Diversificando la inversión y, por consiguiente, el riesgo, los accionistas evitan que su riqueza dependa de la evolución de una única empresa.

La empresa individual requiere la coincidencia, en una sola persona física, de tres rasgos: patrimonio, asunción de riesgos y conocimientos para la gestión. Esta coincidencia posee tres grandes inconvenientes (Arruñada, 1990):

1. Es poco probable que una persona tenga el volumen de recursos que las actuales empresas necesitan para hacer frente a la creciente complejidad de la producción y al aumento en la dimensión de los mercados.
2. Pocas personas están dispuestas a emprender nuevas actividades asumiendo el riesgo que supone responder de ellas con todo su patrimonio.
3. Los individuos que estén dispuestos a invertir todo su patrimonio en la empresa, por lo general, no van a querer delegar decisiones. Puesto que no necesariamente coincide la

## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

riqueza con las habilidades directivas, desaprovechan las economías de especialización de las tareas de gestión.

Las sociedades de responsabilidad limitada, al limitar la responsabilidad y, por lo tanto, el riesgo, e incorporar la libre transmisión de los derechos de propiedad, permiten superar los inconvenientes de las empresas individuales.

Así, las ventajas derivadas del fraccionamiento de la propiedad y de la división de las funciones de gestión y de asunción de riesgos pueden resumirse en los siguientes tres puntos (Serra Ramoneda, 1986 y Arruñada, 1990):

1. Facilita la diversificación eficiente del riesgo de la inversión.
2. Se eliminan los límites para obtener los recursos financieros necesarios para generar economías de escala técnica, las cuales exigen invertir una gran cantidad de recursos.
3. Se aprovechan las ventajas de la especialización de las tareas directivas al encargar la gestión de la empresa a profesionales especializados, evitando el problema de racionalidad limitada asociado a la coincidencia entre patrimonio y conocimientos.

No obstante, la delegación de decisiones se enfrenta a los costes de agencia generados por la divergencia de objetivos, las asimetrías en la información y la aversión al riesgo del agente, que a diferencia del principal no puede diversificar su trabajo entre varias empresas.

Para Jensen y Meckling (1976), el origen del conflicto en la relación de agencia entre accionistas (propietarios) y directivos

## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

está en los incentivos de los directivos a aumentar los recursos improductivos, por encima del nivel óptimo que maximiza el valor actual de la corriente de beneficios futuros. Estos recursos improductivos pueden venir reflejados tanto en el consumo de prebendas (establecimiento de salarios superiores a los del mercado, número excesivo de personal contratado, edificios y mobiliarios suntuosos, etc.), como en el consumo de tiempo innecesario u ocio en el trabajo.

En una situación en la que no existe delegación de decisiones de inversión o financiación, la empresa se puede analizar como un agente económico que actúa como predice la teoría neoclásica. El empresario puede incurrir en recursos improductivos por encima del nivel óptimo, pero el coste de este consumo es soportado por él en su totalidad, e implicará una reducción de su riqueza. Por lo tanto, los recursos improductivos serán consumidos hasta el punto en que el beneficio marginal, que obtiene del consumo, iguale al coste marginal, que le supone el sacrificio de su riqueza.

Cuando los accionistas delegan la gestión de la empresa a los directivos, éstos maximizan su utilidad aumentando el nivel de recursos improductivos por encima del óptimo, porque reciben todos los beneficios derivados del consumo y sólo soportan una parte del coste por las deficiencias en la información. De esta forma, el valor de la empresa descenderá en un importe igual al aumento de los recursos improductivos.

En definitiva, la teoría de la red contractual sostiene que cuando hay separación entre la propiedad y la gestión de la empresa, y en ausencia de mecanismos de control, la actuación que maximiza la utilidad de los directivos consiste en aumentar el

## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

consumo de recursos improductivos por encima del óptimo. Esto implica que las decisiones de los directivos se desvían de la maximización del valor de la empresa, lo que produce una pérdida en la riqueza de los accionistas. Para conseguir que la actuación de los directivos sea consistente con la maximización del valor de la empresa es necesario utilizar mecanismos de control.

En el contexto de la relación accionistas y directivos, los principales mecanismos de control introducidos por los accionistas son: los planes de remuneración, el Consejo de Administración y la Junta General de Accionistas. A estos mecanismos hacemos referencia en los siguientes epígrafes.

### **1.3.2.2. Los planes de remuneración**

Las remuneraciones de los directivos se componen, por lo general, de una parte fija, que suele revisarse todos los años en función de la inflación, los años de trabajo, el tamaño de la empresa, etc.; y de una parte variable que incentiva a los directivos a actuar en consistencia con los objetivos de los accionistas.

Siguiendo el trabajo de Smith y Watts (1982), los principales sistemas de remuneración variables de los directivos agrupados en función de las características comunes de evaluación, son los siguientes<sup>8</sup>:

---

<sup>8</sup> Las diferentes modalidades de retribución variable de los directivos no son excluyentes, suelen emplearse conjuntamente.

## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

□ **Participación en los beneficios o primas sobre beneficios (*bonus plan*).** Relaciona la remuneración con el resultado contable obtenido en el ejercicio, especificando la obligación de alcanzar un límite o nivel mínimo de beneficios para acceder a la gratificación que suele pagarse en dinero. En ocasiones, los contratos también recogen un límite máximo por encima del cual no se reciben primas adicionales<sup>9</sup>.

En el caso de que sólo incluyan un límite mínimo, las primas sobre beneficios,  $P_t$ , adoptan la siguiente expresión (Healy, 1985, p. 87):

$$P_t = p_t \times \max \{ (B_t - L_t), 0 \}$$

Donde,

$p_t$  = El porcentaje de participación en los beneficios establecido en el contrato.

$B_t$  = Los beneficios obtenidos en el ejercicio t.

$L_t$  = El nivel mínimo de beneficios a obtener en el ejercicio t para acceder a la prima, que suele definirse en términos relativos.

La expresión indica que el directivo recibe un porcentaje de la diferencia entre los beneficios obtenidos y el límite mínimo,  $p_t \times$

---

<sup>9</sup> Gaver, Gaver y Austin (1995) analizan las primas sobre beneficios para una muestra de 102 empresas de EE.UU. en el período comprendido entre 1980-1990 y observan que el 100% de las primas tiene límites inferiores y un 31,4% de las primas incluye límites superiores. Asimismo, indican que en el 51,6% de los casos analizados el límite inferior se define como un porcentaje del neto, lo que equivale a exigir que la rentabilidad financiera exceda a un tipo mínimo establecido de antemano, y en el 21,7% de la muestra se toma como referencia el valor del neto más la deuda a largo plazo.

## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

$(B_t - L_t)$ , cuando se supera el mínimo establecido en el contrato, no recibiendo ninguna gratificación en caso contrario.

Si las primas sobre beneficios incorporan límites mínimo y máximo, la remuneración variable de los directivos viene dada por la siguiente expresión (Healy, 1985, p. 88):

$$P_t = p_t \times \{ \min \{ U_t', \max \{ (B_t - L_t), 0 \} \} \}$$

Siendo,

$U_t'$  = El límite superior de beneficios que se tolera.

La relación anterior refleja que los directivos reciben  $p_t \times U_t'$  como máximo de remuneración variable cuando los beneficios obtenidos excedan el límite superior. La prima es un porcentaje de la diferencia entre el beneficio obtenido y el recogido en el límite inferior,  $p_t \times (B_t - L_t)$ , cuando los beneficios se encuentren dentro de los límites superior e inferior. La prima sobre beneficios es nula si no se alcanza el nivel mínimo de beneficios.

□ **Planes en función de la actuación a largo plazo** (*performance plans*). Evalúan la actuación de los directivos tomando como referencia las variables contables en un período de tiempo que se extiende entre los tres y los seis años. La información contable utilizada suele ser los beneficios por acción, el crecimiento de los beneficios, la rentabilidad del neto, etc. Esta información puede valorarse en términos absolutos o en relación con el sector al que pertenece la empresa. El importe de la remuneración puede consistir en una cantidad fija, dinero o su equivalente en acciones, o en un número determinado de acciones.

## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

□ **Planes en función del precio de las acciones.** En este caso, la retribución de los directivos se conecta con el precio de mercado de las acciones de la empresa en un período de tiempo superior al año. Dentro de esta categoría, los dos incentivos retributivos más utilizados son:

1. **Las opciones sobre acciones (*stocks options*).** Conceden el derecho a comprar acciones de la empresa en una fecha futura (3 años generalmente) al precio fijado en el momento en que se otorga la opción.
2. **Los derechos sobre la apreciación de la cotización (*stocks appreciation rights*).** Suelen ofrecerse junto con la opción sobre acciones, y consisten en el derecho a renunciar a la opción de compra de acciones y recibir la apreciación experimentada en la cotización de las acciones.

Un ejemplo de la importancia de las retribuciones variables de los directivos se recoge en el diario "El País" (21 de noviembre de 1999, suplemento negocios, p. 36) que informa sobre los porcentajes que representan las participaciones sobre beneficios y las opciones sobre acciones respecto a la retribución fija de los altos ejecutivos en diferentes países. En el caso de España, indica que el Consejero Delegado suele percibir primas sobre beneficios, que representan más de un 30% de la retribución fija, y opciones sobre acciones por el mismo importe aproximadamente. El Director de recursos humanos percibe, generalmente, un 20% del sueldo fijo en primas sobre beneficios y un 15% en opciones sobre acciones<sup>10</sup>.

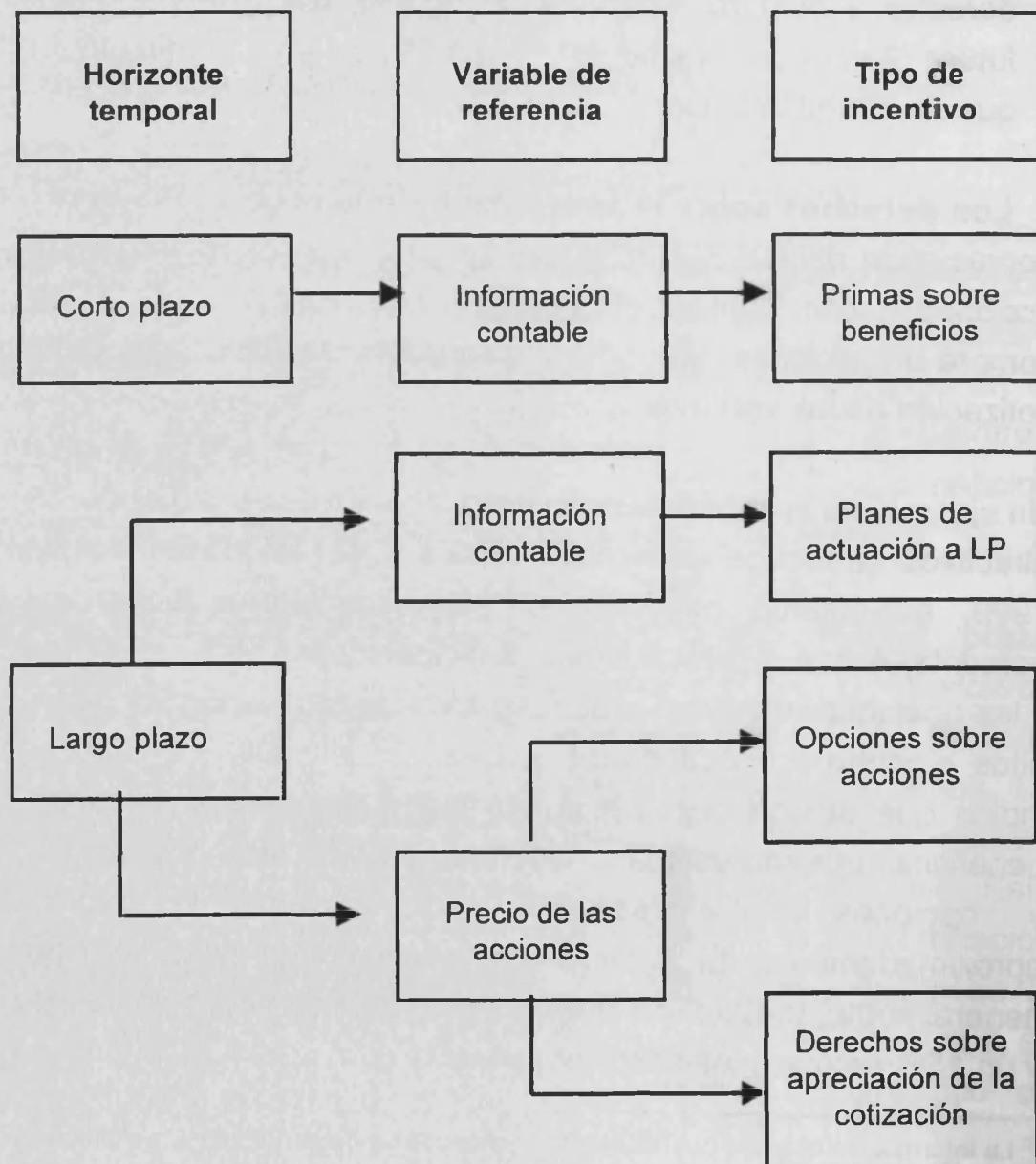
---

<sup>10</sup> La información ofrecida por "El País", cuya fuente es Towers Perrin, no indica la muestra de empresas sobre las que se han obtenido los porcentajes.



El Gráfico 1.5 clasifica los sistemas de incentivos comentados, agrupándolos en términos del corto o largo plazo y en términos de las variables de referencia utilizadas para evaluar la gestión: la información contable y el valor de las acciones.

**GRÁFICO 1.5.**  
**PLANES DE REMUNERACIÓN DE LOS DIRECTIVOS**



## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

La variedad de planes de compensación que se han desarrollado y que se emplean hoy en día, sobre todo en las grandes empresas, es consecuencia de lo complejo que resulta aunar los intereses de los directivos con los de los accionistas. Considerando que los objetivos de los accionistas son maximizar el valor de las acciones, la remuneración de los directivos debería vincularse a su cotización. Estos incentivos desalientan la realización de gastos superfluos, pero incorporan un gran componente de aleatoriedad. Como señala Lambert (1993, p. 101), los precios de las acciones se ven afectados por muchos factores que, aunque son relevantes para determinar el valor de la empresa, no miden la contribución de los directivos a este valor, por lo que se les responsabiliza de aspectos que no están bajo su control.

La consideración de la información contable en las remuneraciones de los directivos reduce la incertidumbre asociada al precio de las acciones, pero también es una medida "ruidosa" de su contribución al valor de la empresa por la evidencia existente de manipulación. Así, los modelos teóricos de Bushman y Indjejikian (1993) y de Kim y Suh (1993) muestran la necesidad de combinar el precio de las acciones y el resultado contable en las remuneraciones de los directivos.

Sloan (1993) analiza el papel del resultado contable en las remuneraciones de los CEO<sup>11</sup> (*Chief Executive Officer*), proporcionando evidencia que apoya su hipótesis de que los incentivos basados en la información contable ayudan a proteger a los directivos de las fluctuaciones en el valor de la empresa que están fuera de su control.

---

<sup>11</sup> Los CEO son la máxima autoridad ejecutiva en las sociedades norteamericanas. El equivalente en España es el Presidente Ejecutivo o el Consejero Delegado.

## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

Para el autor, esta evidencia permite explicar el incremento experimentado por el uso de los incentivos retributivos basados en la información contable. Los datos de su muestra reflejan que en el año 1960, la participación en los beneficios sólo era utilizada por un 35% de las grandes empresas industriales norteamericanas y los planes en función de la información contable a largo plazo eran prácticamente inexistentes. En el año 1988, estos incentivos eran empleados, respectivamente, por un 99% y 35% de las empresas de su trabajo. Sin embargo, el incremento experimentado por los incentivos en función del precio de las acciones es bastante menor: los porcentajes de utilización de las opciones sobre acciones desde el año 1960 al año 1988, que es el principal incentivo a largo plazo, han pasado del 75% al 84% de las empresas.

La reacción del mercado de valores ha sido utilizada en diversos trabajos, realizados en EE.UU., como una medida de la efectividad de los planes de compensación para aproximar los objetivos de directivos y accionistas. Las investigaciones, aunque no permiten predecir qué sistema de incentivos es más eficaz, indican que el mercado de valores responde favorablemente a la adopción de incentivos retributivos tanto a largo plazo como a corto plazo, lo que puede interpretarse como evidencia de la validez de los incentivos retributivos para reducir los costes de agencia y, por lo tanto, incrementar el valor económico de la empresa.

Así, Larcker (1983) encuentra que las empresas que adoptan planes en función de la información contable a largo plazo experimentan un significativo crecimiento en sus inversiones en activo fijo y una favorable reacción del mercado de valores ante el anuncio de la adopción. Bhagat, Brickley y Lease (1985) y

## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

Brickley, Bhagat y Lease (1985) confirman que los inversores reaccionan positivamente a diversos sistemas de remuneraciones de los directivos a largo plazo, lo que corrobora su hipótesis de que estos contratos aumentan la riqueza de los accionistas al reducir los costes de agencia.

El estudio de Arora y Alam (1999) indica que el coeficiente de respuesta de los rendimientos de las acciones ante las sorpresas del resultado aumenta significativamente tanto en los casos de contratos en función de la información contable a largo plazo, como en los de primas sobre beneficios, si bien el coeficiente de respuesta es mayor en el primer caso.

Para analizar si las retribuciones de los altos directivos ofrecen o no los incentivos adecuados para alcanzar los objetivos de los accionistas, Jensen y Murphy (1990) estiman la relación entre la variación de la retribución de los directivos y la variación en la riqueza de los accionistas. Sus resultados indican que por cada 1.000 dólares de incremento de la riqueza de los accionistas, la riqueza de los altos ejecutivos aumenta como media en 3,25 dólares. Los autores concluyen que el porcentaje de variación en la riqueza de los directivos, respecto a la variación en la riqueza de los accionistas, es demasiado pequeño para esperar que los incentivos retributivos tengan un papel importante en la reducción de los costes de agencia. Así, proponen aumentar los incentivos retributivos de los altos ejecutivos.

En definitiva, la evidencia empírica revela que los cambios de planes de compensación incrementan el valor de mercado de las acciones, pero no es concluyente sobre el sistema de incentivos más eficaz. El aumento de las cotizaciones parece reflejar que los incentivos retributivos aproximan los objetivos de accionistas

y directivos. Sin embargo, la intensidad de la retribución de los directivos puede ser insuficiente para motivarlos a actuar siempre en interés de los accionistas.

### **I.3.2.3. El Consejo de Administración**

Aunque la administración de las sociedades mercantiles puede adoptar diversas formas, el Consejo de Administración suele ser la vía más frecuente de organizar el poder ejecutivo en las grandes empresas. Este órgano tiene dos tipos de competencias: la administración y la representación de la sociedad frente a terceros. Sin embargo, lo habitual es que delegue gran parte de sus decisiones en los consejeros delegados, en las comisiones ejecutivas y en los apoderados, reservándose además de las indelegables por ley, entre otras, la facultad de contratar, remunerar, vigilar y despedir, si procede, a los directivos. Puesto que los aspectos relacionados con las remuneraciones se han tratado anteriormente, nos centramos en su función de supervisión.

Fama y Jensen (1983) sostienen que el Consejo de Administración es un órgano de vigilancia que puede disciplinar eficazmente a los directivos tanto mediante la competencia entre los miembros de la dirección de la empresa, como a través de la incorporación de consejeros externos o independientes. Los directivos de menor nivel están motivados para desbancar a sus superiores porque ello repercute en sus posibilidades de promoción y en su salario. Además, cada directivo tiene interés en que los que se encuentran por encima o por debajo elijan las políticas que produzcan señales positivas al mercado porque la actuación de la empresa es utilizada por el mercado para

## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

determinar su sueldo futuro. No obstante, existe la posibilidad de que se den pactos entre los directivos que lleven a la apropiación de la riqueza de los accionistas. La probabilidad de estas actuaciones se reduce incluyendo en el Consejo de Administración a consejeros externos que son directivos de otras empresas.

La función de los consejeros externos es actuar como árbitros en las disputas entre los directivos de la empresa y tomar decisiones sobre las cuestiones conflictivas, por ejemplo, reemplazar a los propios directivos. Tienen incentivos para no alinearse con los directivos de la compañía, defendiendo los intereses de los accionistas, porque su reputación o, en términos más amplios, el valor de su capital humano está en juego. Ello implica que las decisiones de los consejeros externos son utilizadas por el mercado laboral para señalar su capacidad de gestión y control y, por consiguiente, sus futuras remuneraciones (Fama y Jensen, 1983).

Los trabajos empíricos que investigan la efectividad del Consejo de Administración han analizado la relación existente entre la actuación de la empresa y los cambios en los directivos. La hipótesis contrastada es que el Consejo ejerce un papel disciplinario efectivo si la probabilidad de sustituir a los altos directivos está inversamente relacionada con las variables económicas que miden la actuación de la empresa: la rentabilidad, el valor de las acciones o el resultado contable.

El trabajo de Warner, Watts y Wruck (1988) confirma que existe una relación negativa entre la probabilidad de sustituir a los altos ejecutivos y la rentabilidad de las acciones. Sin embargo, también hay que tener en cuenta que la dimisión de los altos

## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

directivos puede estar provocada por la presión ejercida por los accionistas, y no por la supervisión del Consejo de Administración.

Por su parte, Hermalin y Weisbach (1988) argumentan que las disminuciones en la rentabilidad de las acciones afectan a la composición del Consejo de Administración, incrementándose el número de consejeros externos y reduciéndose el número de consejeros internos. Dos pueden ser las causas que expliquen esta evidencia. Por un lado, el despido de los consejeros internos puede ayudar a los CEO a responsabilizar a estos directivos de la mala gestión. Por otro lado, los malos resultados de la empresa son un indicador de la necesidad de aumentar la vigilancia de los directivos, lo que lleva a los accionistas a reforzar el funcionamiento del Consejo aumentando la proporción de consejeros independientes.

Lee et al. (1992) confirman que en los casos de compra de la empresa por parte de la dirección (*management buyout*), la riqueza de los accionistas aumenta cuando los Consejos de Administración están dominados por consejeros externos.

Weisbach (1988) estudia si la proporción de consejeros externos es una variable explicativa de la capacidad de supervisión del Consejo de Administración. El autor encuentra que la probabilidad de cambiar a los altos ejecutivos ante los malos resultados de las empresas es mayor en las compañías en las que al menos un 60% de los miembros del Consejo son consejeros externos.

No obstante, Shivdasani (1993) no encuentra una relación significativa entre el número de consejeros externos y la tasa de

## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

cambios de los directivos, medida por la probabilidad de que la empresa sea objeto de una oferta pública de adquisición hostil. Para Hirshleifer (1992, p.181), los consejeros externos tampoco garantizan el buen comportamiento del Consejo debido a que, normalmente, son elegidos y cambiados por los directivos.

En resumen, los Consejos de Administración no siempre sirven como mecanismos de control para eliminar/reducir los costes de agencia. Los CEO suelen pertenecer al Consejo e intervenir de forma activa en la selección de sus integrantes, de modo que existe la posibilidad de que este órgano actúe en interés de los directivos y no en el de los accionistas. Sin embargo, y aunque también existen argumentos contrarios, la proporción de consejeros externos o independientes parece reforzar las funciones de control de los directivos ejercidas por el Consejo de Administración.

### **I.3.2.4. La Junta General de Accionistas: estructura accionarial**

A los mecanismos de control antes señalados cabe añadir la Junta General de Accionistas. Los accionistas que estén en desacuerdo con la gestión de la dirección y con el funcionamiento del Consejo de Administración pueden utilizar su voto en la Junta General para reemplazar a los consejeros y destituir a los directivos. Como señala Ortuño-Ortín (1992), en teoría, la Junta General de Accionistas puede entenderse como el mecanismo que finalmente controlará el comportamiento de los directivos, pero tiene importantes limitaciones.



## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

A su funcionamiento y limitaciones nos referimos seguidamente, diferenciando dos aspectos que han sido objeto de estudio en la investigación empírica: la concentración accionarial y la identidad de los accionistas. Si bien casi la totalidad de los trabajos se refieren al ámbito estadounidense, existen algunos referidos a este país.

### *La concentración accionarial*

La limitación más importante de la Junta General de Accionistas surge por el problema del polizón (comportamiento *free-rider*): los pequeños accionistas piensan que sus votos tienen un peso despreciable dentro del conjunto y, dado que los costes de supervisar la actuación de los directivos son elevados, prefieren que sean los accionistas mayoritarios los que asuman el coste de supervisión. Si no hay accionistas que posean porcentajes significativos de acciones o, aún existiendo, éstos se comportan de la misma forma que los pequeños accionistas porque su porcentaje de participación es minoritario, el resultado será la ausencia de supervisión (Grossman y Hart, 1980).

Por lo tanto, el grado de concentración de la propiedad de las acciones puede afectar a la efectividad del control de la gerencia. Sólo los accionistas que posean un porcentaje importante de acciones estarán dispuestos a incurrir en el coste de supervisar a la dirección. En este sentido se expresan Shleifer y Vishny (1986), Salas Fumás (1992) y Butz (1991) cuando afirman que cuanto mayor sea la concentración del capital, mayor será la intensidad de la supervisión y, por consiguiente, el valor de la empresa.

## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

Evidencia favorable sobre una relación positiva entre el grado de concentración de la propiedad y el valor de la empresa se encuentra en Shivdasani (1993) y en Galve y Salas (1993 y 1994). Shivdasani (1993) confirma que cuanto mayor es el porcentaje de acciones en manos de los accionistas minoritarios menor es la probabilidad de que se produzca una oferta pública de adquisición hostil, lo que atribuye como evidencia del efecto positivo que tiene el grado de concentración del capital en la reducción de los costes de agencia.

En el caso español, Galve y Salas (1993 y 1994) encuentran una relación significativa entre la estructura accionarial y el valor de la empresa. Su trabajo revela que las diferencias en la rentabilidad de las empresas españolas son atribuibles tanto a la proporción del capital mantenida por el grupo mayoritario, como a las características del grupo que controla la empresa. Las empresas en las que existe un control efectivo, esto es, los accionistas son capaces de imponer sus objetivos a los directivos sin costes de supervisión importantes, tienen una rentabilidad mayor que las empresas de control difuso. Igualmente, las empresas controladas por un grupo familiar tienen una rentabilidad mayor que aquéllas en las que el grupo de control es otra empresa o las instituciones financieras.

En contra de esta opinión, Demsetz (1983, p. 384) mantiene que el valor de la empresa es independiente de la estructura de la propiedad porque ésta adopta la forma que permite a los accionistas alcanzar la máxima rentabilidad, equilibrando los costes y beneficios de la delegación de decisiones. Esto implica que el valor de la empresa no está relacionado con las diferencias en la concentración de las acciones ni con otras variables que afectan a la composición de la propiedad de la

## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

empresa, como la identidad de los accionistas, a los que nos referimos con más detalle seguidamente.

La hipótesis de Demsetz (1983) es confirmada en algunos trabajos. Así, Demsetz y Lehn (1985) no encuentran relación significativa entre la concentración de la propiedad y el resultado antes de impuestos. Holderness y Sheehan (1988) comparan la Q de Tobin<sup>12</sup> y la rentabilidad de los fondos propios en dos categorías de empresas: empresas en las que un accionista posee más del 50% de las acciones de la compañía y empresas de características similares, en cuanto al tamaño y sector, en las que ningún accionista posee más del 20% de las acciones. Los autores concluyen que el hecho de ejercer o no un control absoluto de la empresa no produce un efecto significativo ni en la Q de Tobin ni en la rentabilidad del neto. McConnell y Servaes (1990) tampoco encuentran una correlación significativa entre la Q de Tobin y la presencia de accionistas minoritarios que ostentan un porcentaje significativo del capital.

### *La identidad de los accionistas*

Los investigadores también han analizado el efecto que tiene en el valor de la empresa el porcentaje de acciones mantenido por el equipo directivo y la presencia de los denominados inversores institucionales (bancos, compañías de seguros, mutuas, fondos de inversión colectiva, etc.).

Morck, Shleifer y Vishny (1988) encuentran una relación no lineal entre la Q de Tobin y el porcentaje de acciones de los directivos:

---

<sup>12</sup> La Q de Tobin es el ratio entre el valor de mercado de las acciones y el coste de reemplazar el capital físico.

## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

el valor de la empresa aumenta cuando los directivos y consejeros poseen un porcentaje inferior al 5% de las acciones, disminuye cuando la proporción de acciones está comprendida entre el 5% y el 25%, volviendo a aumentar con porcentajes superiores al 25%.

Los autores concluyen que los pequeños porcentajes de acciones mantenidos por los directivos contribuyen a alinear los intereses de los directivos con los de los accionistas, aumentando el valor de la empresa. Cuando se incrementa su participación en la propiedad, los directivos se encuentran más protegidos frente a las adquisiciones hostiles y el efecto atrincheramiento reduce el valor de la empresa. A partir del punto en el que la dirección está totalmente atrincherada, los incrementos en la posesión de acciones elevan de nuevo el valor de la empresa, al volver a producirse un acercamiento de los objetivos de los directivos con los de los accionistas<sup>13</sup>.

También McConnell y Servaes (1990) y Hermalin y Weisbach (1991) confirman una relación no lineal entre la Q de Tobin y la proporción de acciones de los directivos, si bien, en contra del trabajo anterior, encuentran que la relación es negativa para porcentajes de acciones elevados<sup>14</sup>. Estos resultados son consistentes con el modelo de Stulz (1988) que muestra que el valor de la empresa está relacionado positivamente con bajos valores en los derechos de votos controlados por los directivos y

---

<sup>13</sup> Esta evidencia es consistente con el planteamiento de Jensen y Meckling (1976), quienes afirman que los altos niveles de propiedad de los directivos alinean los objetivos de los directivos con los de los accionistas.

<sup>14</sup> McConnell y Servaes (1990) detectan que la Q de Tobin disminuye cuando los directivos poseen más del 25% del capital. Hermalin y Weisbach (1991) sitúan el porcentaje en un 20%.

## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

negativamente con grandes valores en los derechos de voto. Así, pequeños porcentajes de participación de los directivos en la propiedad de la empresa reducen los costes de agencia y, por lo tanto, elevan el valor de la empresa. Por el contrario, altos niveles de participación en la propiedad, aumentan los costes de agencia por el efecto atrincheramiento, y reducen el valor de la empresa.

Los recientes trabajos de Denis y Sarin (1999) y de Peasnell, Pope y Young (2000a), este último referido al Reino Unido, proporcionan evidencia de una relación entre los niveles de participación en la propiedad de los directivos y la proporción de consejeros externos. Sin embargo, difieren en la forma de esta relación y, por consiguiente, en sus conclusiones acerca de si estos dos mecanismos de supervisión son o no sustitutivos.

Denis y Sarin (1999) encuentran una relación lineal e inversa consistente con la hipótesis de sustitución: a medida que aumenta el porcentaje de acciones en poder de los directivos se produce una mayor coincidencia entre los objetivos accionistas y directivos que reduce la demanda de mecanismos de supervisión internos y, por lo tanto, la proporción de consejeros externos.

Los resultados empíricos de Peasnell, Pope y Young (2000a) revelan que la relación no es lineal y, por lo tanto, que la estructura de la propiedad y la composición del Consejo de Administración no son mecanismos perfectamente sustitutivos: cuando los directivos poseen pequeños porcentajes de acciones, se produce el alineamiento de objetivos y la proporción de consejeros externos desciende a medida que aumenta el porcentaje de acciones de los directivos. Sin embargo, cuando

## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

los directivos poseen altos porcentajes de acciones, la relación entre el porcentaje de acciones en manos de los directivos y la proporción de consejeros externos pasa a ser positiva. Esta asociación positiva refuerza las comentadas conclusiones sobre el efecto atrincheramiento de los directivos con altos niveles de propiedad, lo que produce la necesidad de reforzar el funcionamiento del Consejo de Administración.

Por consiguiente, la investigación confirma que el valor de la empresa está relacionado con el porcentaje de acciones en poder de los directivos, lo que sería inconsistente con la hipótesis formulada por Demsetz (1983) de que el valor de la empresa es independiente de la estructura de la propiedad.

Sin embargo, no existe unanimidad en la forma de esta relación. Así, y si bien los trabajos analizados confirman que bajas participaciones de los directivos en el capital reducen los costes de agencia, las conclusiones difieren cuando se consideran porcentajes elevados de acciones en poder de los directivos: algunos trabajos concluyen que se produce un acercamiento de los objetivos de los directivos con los de los accionistas, lo que aumenta el valor de la empresa, mientras que otros detectan un efecto atrincheramiento de los directivos y la consiguiente reducción en el valor de la empresa.

En lo que respecta a la presencia de inversores institucionales, Brickey, Lease y Smith (1988) revelan que los inversores institucionales intervienen más activamente en las votaciones que los accionistas minoritarios. Además, la oposición de los inversores institucionales a las propuestas de los directivos que perjudican a los accionistas es mayor. McConnell y Servaes (1990) confirman que el valor de la empresa está positivamente

## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

relacionado con el porcentaje de acciones mantenido por los inversores institucionales. Por el contrario, Pound (1988) señala que la probabilidad de oponerse a las propuestas de los directivos es mayor cuanto menor es el porcentaje de acciones mantenido por los inversores institucionales.

Por su parte, Lougee (1999) analiza la asociación entre la rentabilidad de la empresa y la proporción de acciones propiedad de los empleados a través de los planes ofrecidos por la empresa a los trabajadores, no encontrando ninguna relación significativa.

### **1.3.3. La relación entre acreedores y accionistas-directivos**

A continuación pasamos a ocuparnos de la relación de agencia entre acreedores y accionistas-directivos. En primer lugar, analizamos los orígenes del conflicto que genera los costes de agencia asociados al endeudamiento. En segundo lugar, nos referimos a las restricciones incluidas en los contratos de endeudamiento, que son el mecanismo de control utilizado por los acreedores para protegerse de las actuaciones de los directivos, las cuales pueden reducir el valor de la deuda emitida.

#### **1.3.3.1. Las causas de conflicto**

El conflicto entre acreedores y accionistas surge porque los directivos, actuando en representación de los accionistas, tienen incentivos a elegir políticas de inversión, financiación o reparto de dividendos que maximizan el valor de las acciones pero no el valor de la deuda.

## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

Los modelos de Modigliani y Miller (1958) y de Fama y Miller (1972) sostienen la hipótesis de la irrelevancia de la estructura financiera, según la cual el valor de la empresa es independiente de la composición de las fuentes de financiación. En ausencia de impuestos, la sustitución de acciones por obligaciones no afecta al valor de la empresa, ya que dicha operación no altera la estructura del activo y, por lo tanto, la capacidad generadora de renta permanece inalterada. En consecuencia, cualquier combinación de recursos propios/ajenos es igualmente óptima, porque el ratio de endeudamiento no afecta al valor de la empresa.

Frente a la teoría anterior, la teoría de la red contractual afirma que el valor de la empresa no es independiente de la estructura financiera. Los costes de agencia dependen del ratio de endeudamiento y afectan a la distribución de probabilidad de los futuros flujos de tesorería. Como indican Azofra y López (1997), las asimetrías informativas en el mercado de capitales y, por lo tanto, los costes de transacción generan restricciones financieras que inciden en el valor de la empresa y en la estructura de inversiones de la misma.

Para analizar cómo afecta la estructura financiera a las decisiones de inversión, Jensen y Meckling (1976, pp. 335-337) ponen el siguiente ejemplo:

Bajo los supuestos: 1) la política de inversiones se supone fija; 2) las expectativas son homogéneas; y 3) no existen impuestos; consideran una empresa que tiene la oportunidad de llevar a cabo dos proyectos de inversión mutuamente excluyentes, inversión 1 e inversión 2, cuyo desembolso inicial y rentabilidades



## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

esperadas (ajustadas a la tasa de riesgo) son iguales, diferenciándose sólo en la varianza de las rentabilidades.

En ausencia de deuda, el propietario-directivo será indiferente a las dos inversiones cuando la decisión de inversión anteceda a la decisión de financiación. Pero el propietario-directivo no será indiferente si tiene la oportunidad de, primero, emitir deuda; segundo, decidir qué inversión realizar y, posteriormente, emitir acciones para completar la financiación. En este caso, elegirá la inversión de mayor varianza, inversión 2, porque con ella puede transferir riqueza de los acreedores a los accionistas.

La varianza de la inversión afecta negativamente al valor de la deuda y positivamente al valor de las acciones. Este efecto es consecuencia del carácter asimétrico de las opciones. Adoptando los proyectos de mayor varianza, los accionistas tienen limitadas las pérdidas, pero no las ganancias. Por el contrario, los acreedores tienen limitadas las ganancias, pero no las pérdidas: los acreedores reciben como máximo el valor de reembolso de la deuda y pueden recibir una cantidad inferior en el caso de que los flujos de tesorería sean menores que el valor de reembolso.

Dado que la inversión 2 conlleva un mayor riesgo de insolvencia que la inversión 1, la probabilidad de que los acreedores reciban una cantidad menor al valor de reembolso de la deuda es mayor con la inversión 2 que con la inversión 1. Por lo tanto, el valor de mercado de la deuda,  $D$ , será mayor con la inversión 1 que con la inversión 2:

$$D_1 > D_2.$$

## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

Asumiendo que el valor de la empresa,  $V$ , es independiente del proyecto elegido<sup>15</sup>:

$$V_1 = V_2,$$

y dado que el valor de la empresa es igual al valor de mercado de la deuda,  $D$ , más el valor de mercado de las acciones,  $A$ :

$$V = D + A$$

si  $D_1 > D_2$  y  $V_1 = V_2$ , entonces:

$$A_1 < A_2.$$

El ejemplo anterior ilustra uno de los orígenes de la posible transferencia de riqueza de los acreedores a los accionistas, causada por el efecto de la deuda en las decisiones de inversión de la empresa. Existen otras fuentes de conflicto entre accionistas y acreedores, que pueden resumirse en cuatro aspectos (Smith y Warner, 1979):

1. **El reparto de dividendos.** El valor de la deuda emitida se reduce aumentando los dividendos y financiando el aumento con una reducción de las inversiones. En un caso extremo, el valor de la deuda emitida sería igual a cero cuando los fondos derivados de la venta de todos sus activos se destinaran a pagar dividendos a los accionistas.

---

<sup>15</sup> Jensen y Meckling (1976) ponen otro ejemplo que refleja que aún asumiendo que los flujos de tesorería esperados de la inversión 2 sean inferiores a los de la inversión 1 y, por lo tanto, el valor de la empresa sea inferior con el proyecto 2 que con el proyecto 1, los propietarios-directivos pueden tener incentivos a elegir la inversión 2.

## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

2. **La dilución de la deuda.** La emisión de deuda adicional a la ya existente con igual o mayor prioridad en el pago, disminuye el valor de la deuda antigua.
3. **La sustitución de inversiones.** Sustituyendo inversiones de bajo riesgo por inversiones arriesgadas se reduce el valor de la deuda en relación con el valor del neto.
4. **Inversión subóptima.** En determinadas situaciones, la decisión de no invertir recursos adicionales en proyectos que presentan un valor actual neto positivo o la decisión de invertir en proyectos con un valor actual neto negativo favorece a los accionistas frente a los acreedores. Por ejemplo, en situaciones próximas a la insolvencia, las inversiones con un valor actual neto positivo aumentarían el valor de la empresa beneficiando a los acreedores, pero no a los accionistas, por lo que el directivo puede decidir no acometer estos proyectos.

Según Jensen y Meckling (1976), para evitar que estos conflictos reduzcan el valor de la deuda, los acreedores introducirán mecanismos de control que restrinjan las decisiones de inversión, financiación y reparto de dividendos en los contratos de deuda, son las llamadas restricciones o limitaciones de la deuda (*debt covenants*). Los directivos tendrán incentivos a asumir el coste impuesto por el establecimiento de controles porque, en caso contrario, el coste del endeudamiento aumentaría. Estas actuaciones dan lugar a los costes de control y fianza de la relación de endeudamiento.

La relación de endeudamiento también está sujeta a los costes de insolvencia que surgen cuando la empresa no puede hacer frente al pago de sus deudas. Estos costes incluyen: los costes

## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

explícitos que a la empresa le supone la puesta en marcha de los procesos judiciales de suspensión de pagos y quiebra (los gastos administrativos o de gestión, honorarios de abogados y demás técnicos que intervienen el proceso, etc.) y los costes implícitos derivados del deterioro de la imagen de la empresa. Adicionalmente, en los casos de incumplimiento de los acuerdos contractuales, pueden existir costes derivados de la reformulación de los contratos de deuda.

En definitiva, los costes de agencia asociados con el endeudamiento vienen dados por tres aspectos (Jensen y Meckling, 1976, p. 342):

1. La posible pérdida de riqueza de los acreedores causada por el impacto de las decisiones de inversión, financiación y reparto de dividendos.
2. Los costes de control y fianza.
3. Los costes de insolvencia y reformulación de los contratos.

### **I.3.3.2. Las restricciones en contratos de deuda**

Los contratos de deuda imponen límites a la libertad de los directivos para que sus decisiones no reduzcan el valor de la deuda. Smith y Warner (1979, pp. 125-146) agrupan en cinco categorías el contenido de las posibles limitaciones recogidas en los contratos de deuda en EE.UU.: a) restricciones a las inversiones, b) restricciones a la financiación, c) restricciones al pago de dividendos, d) cláusulas sobre la devolución de los recursos a los acreedores y e) garantías adicionales sobre la

## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

información contable<sup>16</sup>. Las características de estas restricciones se resumen a continuación.

**a. Restricciones a la política de inversiones.** Los contratos de deuda pueden incluir cláusulas que limiten explícitamente las decisiones de inversión de la empresa. Estas restricciones pueden consistir en:

- a.1. *Restricciones a las inversiones financieras.* Para evitar que aumente la variabilidad de los futuros flujos de tesorería por la adquisición de activos financieros, los contratos de deuda pueden prohibir la adquisición de acciones, obligaciones o la concesión de préstamos a otras empresas, o bien pueden permitir realizar estas inversiones financieras sólo si los activos materiales están por encima de un mínimo determinado.
- a.2. *Restricciones a la disposición de activos.* Consisten en la prohibición de vender, alquilar o transferir activos que supongan una parte sustancial de la empresa. En ocasiones se permiten estas operaciones si los activos materiales después de la venta superan un límite determinado, o si un porcentaje de los fondos obtenidos se emplea para devolver el principal de la deuda.
- a.3. *La deuda asegurada.* Frente a las deudas simples, que están respaldadas por el conjunto del activo de la empresa, la deuda asegurada proporciona adicionalmente a los acreedores la garantía sobre determinados bienes hasta que la deuda sea pagada en su totalidad. De esta forma, la

---

<sup>16</sup> Leftwich (1981 y 1983) también analiza las restricciones más usuales en los contratos de deuda en EE.UU.

## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

empresa no puede disponer de los citados bienes, salvo la aprobación del acreedor.

**a.4. Restricciones a las fusiones.** Algunos acuerdos prohíben las fusiones, mientras que otros las permiten bajo el cumplimiento de ciertas condiciones: por ejemplo, que los activos materiales de la empresa, calculados después de la fusión, superen un valor mínimo o representen un cierto porcentaje de la deuda a largo plazo.

**a.5. Cláusulas de mantenimientos de activos.** En lugar de restringir las decisiones de inversión, los contratos de deuda pueden limitarse a requerir el mantenimiento de las propiedades de la empresa o de un determinado nivel de fondo de maniobra.

**b. Restricciones a la política de financiación.** Se refieren tanto a la emisión de deuda adicional como a la obtención de financiación a través del arrendamiento financiero (*leasing*) o de la venta de activos conectada a una posterior operación de arrendamiento financiero (*sale-leaseback*).

**b.1. Restricciones a la emisión de deuda adicional.** Los contratos suelen prohibir la emisión de deuda con prioridad superior a la existente y restringir la emisión de deuda de igual prioridad para evitar el efecto dilución. En ocasiones, la prohibición está condicionada al mantenimiento de un determinado nivel en diversos ratios de endeudamiento: activo/deuda a largo plazo; neto/deuda a largo plazo; activo circulante/pasivo circulante, etc.

## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

**b.2. Restricciones al leasing y al sale-leaseback.** Estas operaciones pueden prohibirse directamente o pueden permitirse incluyendo límites que estipulan el nivel máximo de las cuotas a pagar. Las prohibiciones a las operaciones de *sale-leaseback* suelen incluir a los activos propiedad de la empresa antes de la emisión de deuda, y no a los activos que se adquieran con posterioridad.

**c. Restricciones al pago de dividendos.** Los límites a la distribución de recursos a los accionistas generalmente se establecen definiendo los fondos disponibles para el pago de dividendos. Estos fondos representan el límite máximo de recursos que pueden obtener los accionistas y dependen fundamentalmente del resultado contable obtenido por la empresa.

**d. Cláusulas sobre la devolución de los recursos a los acreedores.** Los contratos pueden incluir diversas cláusulas que especifican la pauta de devolución de los fondos a los acreedores. Así, entre otras posibilidades, la deuda emitida puede incluir la posibilidad de amortizar todo o parte del principal antes de su vencimiento, puede ser deuda convertible en acciones, que confiere a los acreedores el derecho a transformar los títulos de deuda en acciones sin coste adicional, puede incorporar la opción a suscribir acciones al vencimiento a un precio fijado.

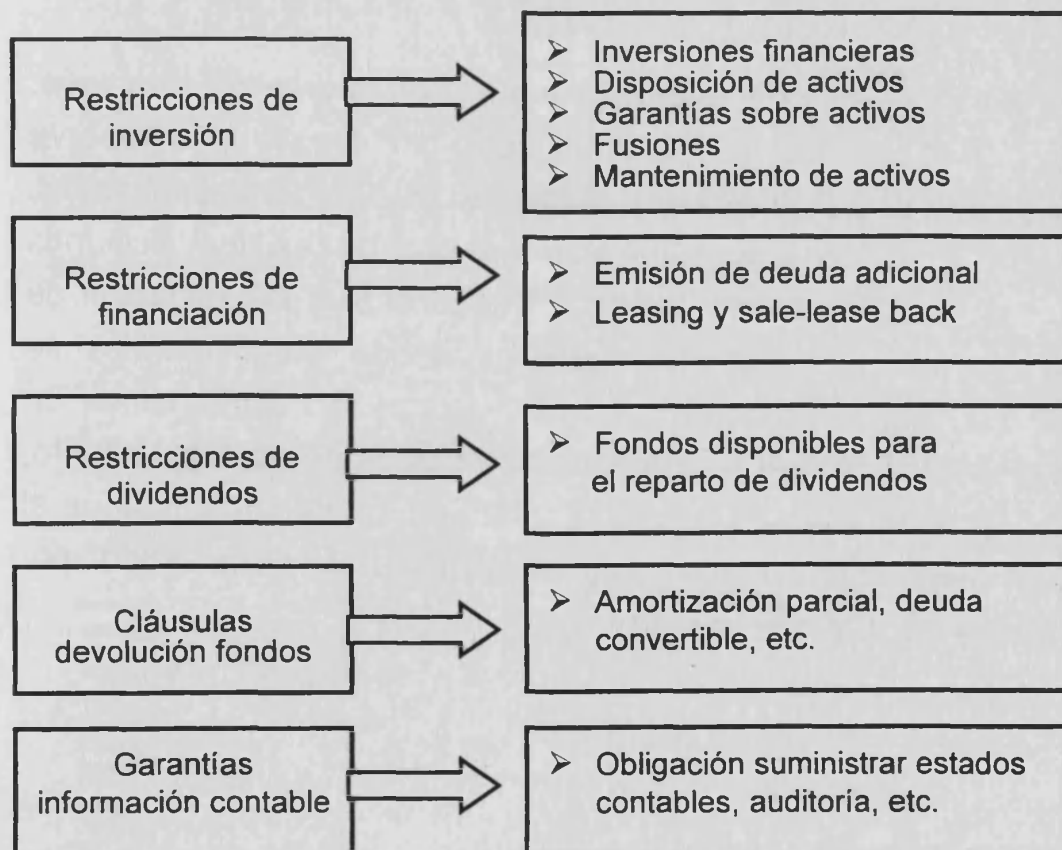
**e. Garantías adicionales sobre la información contable.** Dado que la mayoría de las restricciones sobre inversión, financiación y distribución de dividendos toman como referencia el resultado contable y determinadas partidas del activo y pasivo del balance, los acreedores suelen exigir a las compañías el suministro de

varios tipos de información contable, como por ejemplo: a) los estados contables e informes enviados a los accionistas; b) los estados contables enviados a los organismos reguladores; c) los estados contables trimestrales; d) los estados contables auditados por un auditor independiente. Adicionalmente, y dado el elevado coste de especificar los procedimientos contables a adoptar para la valoración y registro de los hechos contables, los contratos de deuda exigen que la información sea consistente con los PCGA.

El Gráfico 1.6 indica los aspectos más importantes de las cinco categorías expuestas.

GRÁFICO 1.6.

PRINCIPALES RESTRICCIONES DE DEUDA EN EE.UU.





## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

Como señalan Leuz, Deller y Stubenrath (1998), la tipología de las restricciones incorporadas en los contratos de deuda es diferente en los países anglosajones y en los países de la Europa Continental. En EE.UU., las restricciones legales al pago de dividendos varían en función del Estado y, por lo general, se caracterizan por su limitada efectividad para proteger a los acreedores. Por este motivo, las restricciones directas al pago de dividendos basadas en el resultado contable son frecuentemente utilizadas en los acuerdos suscritos entre las empresas y los acreedores. Por el contrario, en los países de Europa Continental, donde el endeudamiento es la principal fuente de financiación de las empresas y dentro de éste los préstamos bancarios son la forma de deuda más importante, las leyes de sociedades son las que recogen los límites directos a la distribución de recursos a los accionistas.

Así, en el caso de España, la legislación mercantil establece, entre otras restricciones, la obligación de constituir la reserva legal hasta que ésta alcance, al menos, el 20% del capital social, la obligación de constituir reservas cuando existen acciones propias y acciones de la sociedad dominante y la obligación de que los fondos disponibles para el reparto de dividendos se reduzcan ante la presencia de activos que en cierta tienen un incierto valor de realización como los gastos de establecimiento, los gastos de I+D activados y el fondo de comercio, salvo que el valor neto contable de estos activos esté garantizado por reservas de libre disposición.

#### **I.3.4. Los mecanismos de control externos: el mercado de control societario**

Los defensores del funcionamiento del mercado argumentan que los mecanismos de control externos a la empresa, mecanismos de mercado, son suficientes para inducir a los directivos a elegir las acciones que maximizan el valor de la empresa. La teoría de la red contractual defiende la necesidad de utilizar mecanismos de control internos a la organización para proteger a los inversores y acreedores de la mala gestión, considerando que los mecanismos externos completan la función de los internos. El mecanismo de control externo que más atención ha recibido por parte de la literatura es el mercado de control societario, que puede considerarse una manifestación del mercado laboral de directivos, cuyas características se exponen seguidamente.

Fama (1980) afirma que el mercado laboral de directivos asegura a largo plazo la eficiencia en el comportamiento de éstos. El autor sostiene que los directivos soportan íntegramente las consecuencias de su actuación en la empresa porque el éxito o fracaso de su gestión incide en su sueldo futuro y el ajuste en los sueldos futuros constituye un mecanismo efectivo de control de los directivos. De este modo, no es necesario que el principal incorpore mecanismos internos para controlar al agente, porque el mercado laboral asegura que los directivos van a adoptar decisiones consecuentes con la maximización del valor de la empresa.

Si el mercado laboral utiliza toda la información disponible, el resultado de la gestión va a determinar el sueldo futuro de los directivos y, por lo tanto, el valor actual de su capital humano. Cualquier desviación en el comportamiento de los directivos

## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

respecto a los objetivos de los accionistas supone una reducción en el valor actual del capital humano. A corto plazo, es posible que las ganancias que los directivos obtienen de las desviaciones contractuales sean mayores que las pérdidas producidas por el ajuste de los salarios. Pero en un horizonte temporal a largo plazo, el cambio en el valor de su capital humano será al menos tan grande como el coste de las desviaciones. Esto neutraliza los incentivos de los directivos a desviarse de las reglas de actuación acordadas, asegurando el cumplimiento del contrato de agencia (Fama, 1980).

Si bien existen autores que consideran como mecanismos distintos al mercado laboral y al mercado de control societario, en palabras de Jensen (1988, p. 23): “el mercado de control societario puede considerarse como el mejor componente del mercado laboral directivo”. Por lo tanto, la contrastación empírica del funcionamiento del mercado laboral directivo puede realizarse evaluando los cambios en la dirección, cambios de control, producidos por las adquisiciones hostiles<sup>17</sup>.

En la década de los ochenta comenzaron a producirse en EE.UU.<sup>18</sup> un gran número de fusiones y adquisiciones de

---

<sup>17</sup> Las ofertas de fusión y las ofertas públicas de adquisición (OPAs) constituyen las operaciones de cambio de control más importantes. En las fusiones, el oferente y los directivos de la empresa objetivo acuerdan los términos de la oferta que va a someterse al voto de los accionistas. En las ofertas públicas de adquisición, la oferta de compra de acciones se realiza directamente a los accionistas. La OPA es amistosa cuando está apoyada por el equipo de dirección de la empresa objetivo, pero es más habitual que sea hostil y cuente con la oposición del equipo directivo. Por consiguiente, son las OPAs hostiles las que normalmente conllevan la sustitución de los directivos de la empresa objetivo.

<sup>18</sup> Franks y Mayer (1990) analizan los cambios de control en la década de los 80 en Alemania, Francia y Reino Unido, poniendo de manifiesto que estas transacciones sólo fueron importantes en el Reino Unido.

## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

empresa que estuvieron acompañadas de un fuerte incremento en los precios de las acciones de la empresa objetivo. Por ejemplo, Jarrel, Brickley y Netter (1988) señalan que en el período de 1981 a 1984 el valor de las fusiones y adquisiciones de empresas fue, como media, un 48% mayor que cualquier otro período de cuatro años en las décadas de los años 60 y 70, siendo el año 1986 el que registró mayor volumen de actividad con 3.300 anuncios de fusiones y adquisiciones. Las ganancias de los accionistas de las empresas adquiridas fueron, como media, superiores al 30%.

La gran cantidad de recursos económicos implicados en estas operaciones dio pie a un amplio debate sobre las causas y consecuencias de los cambios de control. Los defensores del papel disciplinario del mercado consideran que las adquisiciones hostiles se producen para reemplazar a los directivos que no maximizan el valor de la empresa. Así, el aumento en el valor de las acciones de las compañías adquiridas sería la consecuencia de la mayor eficiencia económica producida por la reducción en los costes de agencia.

Según Jensen (1988, pp. 25-26), para entender el papel de las adquisiciones hostiles es necesario distinguir si: 1) los directivos son "miopes" porque adoptan decisiones que sacrifican los flujos de tesorería a largo plazo por los de corto plazo; y 2) los mercados de valores son "miopes" porque infravaloran los flujos de tesorería a largo plazo y sobrevaloran los flujos de tesorería a corto plazo.

El autor sostiene que, aunque la "miopía" de los directivos puede ocurrir, la evidencia demuestra que el mercado no es "miope". Por consiguiente, cuando el proceso de reemplazar a los

## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

directivos es demasiado costoso y lento, el mercado de capitales, a través de las adquisiciones hostiles, protege a los inversores de la mala gestión de los directivos, completando la función de los mecanismos de control internos.

Las adquisiciones hostiles de la década de los ochenta, así como la recompra de acciones por parte de la empresa para protegerse de las ofertas hostiles, se financiaron a través de la emisión de bonos y, por lo tanto, aumentando el endeudamiento. Este hecho llevó a Jensen (1986) a formular la hipótesis de los flujos de tesorería discrecionales, la cual predice que ese incremento en el nivel de deuda provoca un significativo aumento de los precios de las acciones porque reduce los costes de agencia de la relación entre accionistas y directivos al reducir los flujos de tesorería discrecionales, que define como el exceso de fondos sobre las oportunidades de inversión rentables.

Esto es, la actuación miope de los directivos les lleva a aumentar las inversiones de la empresa por encima de aquellas que son económicamente deseables para las empresas, reduciendo de esta manera los flujos de tesorería que pueden ser destinados a los accionistas. El aumento del endeudamiento, producido después de la adquisición hostil o de la compra de acciones propias, y la subsiguiente subida en el precio de las acciones permite devolver los fondos a los accionistas.

La evidencia empírica, por lo general, ha confirmado que los cambios de control reducen los costes de agencia. En este sentido, los trabajos de Bhidé (1989), Morck, Sheifer y Vishy (1989) y Shivdasani (1993) encuentran que la ineffectividad de los mecanismos de control internos aumenta la probabilidad de que se produzcan OPAs hostiles. Denis y Denis (1993) presentan

## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

evidencia a favor de la hipótesis de los flujos de tesorería discrecionales: las adquisiciones de empresas financiadas con endeudamiento redujeron el nivel de inversión de la empresa en los dos años subsiguientes, estando la reducción en la inversión significativamente correlacionada con los altos rendimientos de las acciones.

Por otra parte, los directivos han desarrollado una gran variedad de mecanismos que elevan el coste de los cambios de control. Las principales estrategias defensivas han sido: los contratos blindados (*golden parachutes*); la recompra de acciones al postor a un precio superior al de mercado ("correo verde" o *greenmail*) y la emisión de acciones que otorgan derechos especiales en caso de que se produzca una OPA hostil, como la opción de compra a un bajo precio ("píldoras venenosas" o *poison pills*).

La evidencia presentada por Jarrel y Poulsen (1988), Malatesta y Walkling (1988) y Ryngaert (1988) muestra que la implantación de estos mecanismos provoca una reacción negativa en el precio de las acciones en la fecha en que se produce el anuncio de la adopción de medidas defensivas. Subramaniam y Daley (2000) confirman que los contratos blindados de los directivos surgen en las empresas que presentan mayores flujos de tesorería discrecionales y grandes niveles de sobreinversión.

Estos resultados empíricos apoyan la hipótesis de que las medidas defensivas desarrolladas por los directivos son adoptadas para proteger sus intereses y no los de los accionistas. Los directivos dificultan los cambios de control para mantener su posición en la empresa a costa de reducir la riqueza de los accionistas, lo cual supone un aumento de los costes de agencia.

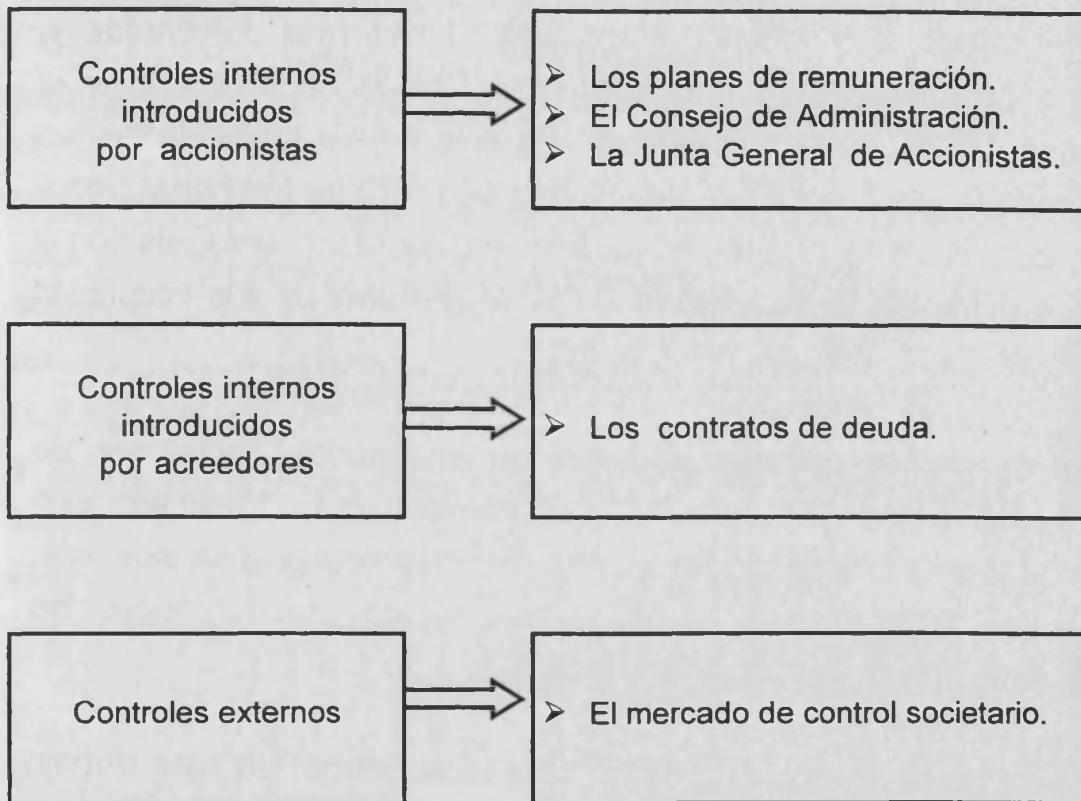
## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

En resumen, si se utiliza el rendimiento bursátil como indicador de la eficiencia de los cambios de control, las altas primas pagadas en las OPAs sugieren que los cambios de control son un mecanismo eficiente para proteger a los accionistas de la mala gestión. Como señala Hirshleifer (1992), la presión que ejerce el mercado de control societario es un medio para sustituir a los directivos incompetentes y para disciplinar a los directivos que no lo están haciendo bien. Sin embargo, las políticas que atrincheran a los directivos, al elevar el coste de las ofertas públicas, disminuyen la efectividad del mercado de control.

Otra de las críticas a este mercado, según Ortuño-Ortín (1992), se centra en el hecho de que los fallos de mercado y los problemas de información asimétrica impiden asegurar que los nuevos directivos de la empresa adquirente van a seguir la estrategia adecuada para los accionistas.

El Gráfico 1.7 sintetiza los mecanismos de control de los directivos analizados en este capítulo.

**GRÁFICO 1.7.**  
**MECANISMOS DE CONTROL DE LOS DIRECTIVOS**



#### I.4. LA TEORÍA DEL PROCESO POLÍTICO

El último epígrafe de este capítulo aborda un tema completamente diferente al resto, pero que también ha sido considerado en la teoría contable positiva para explicar la elección contable. Por ello, y en la medida que el comportamiento de la empresa puede estar influenciado por la existencia de costes o beneficios políticos, nos referimos seguidamente a esta cuestión, aunque circunscribiendo la exposición a los aspectos que son esenciales para este trabajo.



## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

La teoría del proceso político o de la regulación económica, formulada inicialmente por Stigler (1971), integra el análisis de la conducta política dentro del contexto del análisis económico. Entendiendo la regulación como una interferencia del Estado y, por consiguiente, de los políticos en la actividad económica, en el sentido de que la actividad regulada deja de ser libre, el objetivo de esta teoría "consiste en explicar quién recibirá los beneficios y las cargas de la regulación, qué forma adoptará la regulación y los efectos de la regulación en la asignación de los recursos" (Stigler, 1971, versión 1990, p. 83).

Las decisiones políticas son, fundamentalmente, decisiones de regulación de la actividad económica que implican una redistribución de la riqueza entre los diversos grupos sociales, siendo las empresas el grupo que ejerce presión sobre los políticos de forma más organizada.

En palabras de Stigler (1971): "Una tesis central de este trabajo es que, por regla general, la regulación es adquirida por la industria y que es diseñada y opera primordialmente para su beneficio. Existen regulaciones cuyos efectos netos sobre la industria regulada son incuestionablemente gravosos; sirva de simple ejemplo la imposición fiscal diferencialmente fuerte sobre el producto de ciertas industrias (whisky, naipes). Sin embargo, estas gravosas regulaciones son excepcionales y pueden ser explicadas por la misma teoría que explica la regulación (podemos denominarla 'adquirida') beneficiosa" (versión 1990, p. 83).

Al considerar los motivos de la regulación, existen dos posturas. Por un lado, los defensores del mercado, entre los que se encuentra el propio Stigler (1971), sostienen que las medidas de

## CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA

regulación económica son decisiones políticas ineficientes y el Estado constituye una fuente de amenaza potencial para todas las industrias de la sociedad. Por otro lado, autores como Peltzman (1976), afirman que la regulación no tiene un interés económico único, sino un fin social y trata de prestar los bienes y servicios que el mercado no está en condiciones de ofrecer porque existen fallos en su funcionamiento. Estas dos posturas quedan recogidas en el siguiente comentario: "En general se sostienen principalmente dos puntos de vista alternativos respecto a la regulación de la industria. El primero es que la regulación es instituida primordialmente en aras de la protección y beneficios del público en general o de algún sector del público...El segundo punto de vista es fundamentalmente que el proceso político desafía una explicación racional: 'la política'" (Stigler, versión 1990, p. 83).

En este contexto, las empresas buscan la regulación porque ésta es una manera de asegurar el respaldo del Estado, que posee el poder de coerción, lo cual conlleva costes y beneficios. Los beneficios políticos vienen dados por la riqueza que la empresa recibe desde el exterior vía subvenciones, protección del mercado interno, control de los productos sustitutos y complementarios, etc. Los costes políticos se derivan de la riqueza que la empresa suministra al exterior y de los recursos de información, presión y coalición que hay que emplear para obtener o evitar las transferencias de riqueza.

Basándose en estos planteamientos, Watts y Zimmerman (1986, p.224) señalan que el proceso político constituye una competición entre los agentes económicos por las transferencias de riqueza, siendo la regulación un complejo equilibrio de dos fuerzas contrapuestas: 1) la que recibe riqueza y, por lo tanto,

## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

beneficios políticos y 2) la que proporciona riqueza y, por consiguiente, está sujeta a costes políticos. El resultado contable juega un papel importante en este proceso porque es la principal fuente de información que tiene los políticos sobre la actividad de la empresa.

Así, los altos beneficios de las empresas pueden ser percibidos por los organismos reguladores como una señal de prácticas monopolísticas y conducir a la división de la empresa. En las empresas reguladas, unos beneficios elevados pueden provocar una decisión política de reducir las tarifas. Igualmente, si consideramos que las demandas de los sindicatos forman parte de este proceso, los aumentos salariales van a estar positivamente relacionados con la cifra de beneficios. Por el contrario, bajos beneficios permiten a las empresas acceder a subvenciones, aumentar la protección del mercado nacional o reducir las críticas de la opinión pública en períodos conflictivos para la empresa.

En la medida en que la empresa se enfrente a la posibilidad de transferir riqueza al exterior como consecuencia del proceso político es muy probable que se adopten los procedimientos contables que reduzcan el resultado contable para así reducir los costes políticos. Asimismo, cuando la empresa se encuentra en situaciones en las que puede obtener riqueza por la regulación política, a través de las subvenciones o las protecciones del mercado nacional, es muy probable que se adopten las prácticas contables que reduzcan el resultado para aumentar la probabilidad de conseguir los beneficios políticos derivados de las transferencias de riqueza desde el exterior.

## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

En definitiva, la aplicación realizada inicialmente por Watts y Zimmerman en su trabajo de 1978 sobre la teoría económica del proceso político permite relacionar las decisiones gubernamentales de intervención, impuestos, subvenciones, etc. con la riqueza de la empresa y, por consiguiente, de los directivos. Las decisiones políticas generan costes y beneficios políticos que alteran la riqueza de la empresa. Dado que los políticos utilizan el resultado contable como fuente de información de la empresa, la magnitud de los costes y beneficios dependerá de la magnitud del resultado contable, por lo que la empresa no será indiferente ante las prácticas contables.

Las relaciones concretas entre la elección contable y los costes o beneficios políticos se explican en el epígrafe III.2.3. de la tesis, correspondiente al capítulo tercero.

### **I.5. RESUMEN**

A lo largo del capítulo se ha presentado la evolución seguida en el análisis económico de la empresa derivada de las limitaciones de la teoría neoclásica, situando el contexto en el que surge la teoría de la red contractual. Concretamente, se ha puesto de manifiesto que los fallos en el mercado generan costes de transacción, que son los que explican la eficiencia de la empresa frente al mercado, y que la separación entre la propiedad y la gestión de la empresa motivó el desarrollo de las teorías directivas, del comportamiento, de la producción en equipo y de la red contractual.

Las teorías directivas sostienen que los directivos actúan maximizando su propia función de utilidad sujetos a la restricción

## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

de obtener unos beneficios mínimos que representan los objetivos de los accionistas. Las teorías del comportamiento señalan que la empresa no maximiza una función de utilidad, sino que tiene un comportamiento satisfactorio. Las teorías de la producción en equipo y de la red contractual consideran que los miembros de la empresa actúan según su propio objetivo individual, pero asumen que los mecanismos de control pueden disciplinar a los directivos a actuar de forma consistente con la maximización del beneficio económico o maximización del valor de la empresa, objetivos que persiguen los propietarios.

Concretamente, el análisis realizado de la teoría de la red contractual, que es una aplicación de la teoría de la agencia al ámbito de la empresa, ha puesto de manifiesto que el problema principal-agente surge de la existencia de objetivos en conflicto y de las asimetrías en la información.

En la relación de agencia entre accionistas y directivo se han explicado las causas del conflicto y las características de los mecanismos de control diseñados en esta relación para conseguir que los objetivos de los directivos se aproximen a los de los accionistas. Así, se han analizado los principales planes de remuneración de los directivos: las primas sobre beneficios, los planes en función de la información contable a largo plazo, las opciones sobre acciones y los derechos sobre la apreciación de la cotización, señalando la evidencia obtenida en los trabajos que evalúan la efectividad de estos sistemas de remuneración para alinear los objetivos de los directivos con los de los accionistas. Posteriormente, se han tratado las limitaciones con las que se enfrenta el Consejo de Administración y la Junta General de Accionistas para supervisar el comportamiento de los directivos.

## *CAPÍTULO I. ANÁLISIS ECONÓMICO DE LA EMPRESA*

En el contexto de la relación de agencia entre acreedores y accionistas-directivos se han señalado las posibles decisiones de los directivos, actuando en representación de los accionistas, que pueden perjudicar a los acreedores al reducir el valor de la deuda emitida. Asimismo, se han detallado las características de las restricciones incorporadas en los contratos de deuda para evitar las transferencias de riqueza de los acreedores a los accionistas.

Los defensores del funcionamiento del mercado argumentan que los mecanismos de control externos a la empresa, mecanismos de mercado, son suficientes para inducir a los directivos a elegir las decisiones que maximizan el valor de la empresa, mientras que la teoría de la red contractual considera que los mecanismos externos complementan la función de los internos. Así, también se ha hecho referencia a las características sobre el funcionamiento del mercado de control societario para disciplinar el comportamiento oportunista de los directivos.

Por último, se ha explicado que la empresa también se enfrenta a costes y beneficios políticos que surgen porque la regulación de la actividad económica conlleva redistribuciones de riqueza entre los agentes sociales, que pueden perjudicar o beneficiar a la empresa. Conscientes de la importancia del proceso político en los futuros flujos de tesorería, las empresas emplean recursos para obtener beneficios políticos o evitar los costes políticos.



## **CAPÍTULO II**

### **LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN DE LA ELECCIÓN CONTABLE**





## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

### II.1. INTRODUCCIÓN

Este capítulo se dedica a analizar las características de las tres líneas de investigación en las que hemos subdividido la elección contable en relación con la determinación del resultado: el alisamiento del resultado, la teoría positiva de la elección contable y la manipulación del resultado (*earnings management*).

El contenido del apartado dedicado al alisamiento del resultado, que es la primera línea de investigación que surge en el ámbito de la elección contable, se ha dividido en cuatro epígrafes. En el primero se sitúa su origen y se describe en qué consiste este tipo de elección. En el segundo se exponen las conclusiones de los trabajos que han aplicado, implícita o explícitamente, las teorías de la empresa analizadas en el capítulo anterior para deducir o demostrar analíticamente por qué surge el alisamiento. Estas motivaciones endógenas de los propios directivos no se derivan de la teoría positiva de la elección contable, que explica las motivaciones o causas de la elección a través de factores exógenos que representan los costes de agencia y los costes o beneficios políticos. Los dos últimos epígrafes del alisamiento estudian, respectivamente, las variables objeto e instrumentos consideradas en los trabajos y las características de las metodologías empíricas tradicionalmente empleadas para confirmar su existencia.

El análisis de la línea de investigación basada en la teoría positiva de la elección contable se inicia situando el contexto de reacción a la corriente normativa en el que surgen los trabajos de Watts y Zimmerman (1978 y 1979), que son los impulsores de esta investigación. A continuación, en el epígrafe segundo, se exponen sus objetivos y el marco conceptual empleado para

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

explicar las motivaciones de los directivos ante la elección dirigida a anticipar o diferir, en su caso, el reconocimiento de beneficios. El epígrafe tercero y último se destina a describir la metodología empírica empleada en la contrastación de las hipótesis sobre los factores explicativos de la elección contable. El estudio de las limitaciones de esta metodología nos permite comprender el origen de la tercera y última línea de investigación de la elección contable, la manipulación del resultado.

La investigación sobre manipulación del resultado tiene sus primeras manifestaciones en las aportaciones de Healy (1985) y DeAngelo (1986), quienes separaron los ajustes contables a los flujos de tesorería de las actividades ordinarias en dos componentes: ajustes contables no discrecionales, que representan los ajustes no susceptibles de manipulación, y ajustes contables discrecionales, que miden la manipulación contable de los directivos. El hecho de que la mayoría de trabajos que integran esta investigación utilicen modelos que estiman estos componentes ha dado lugar, como señala Kothari (2000, p. 59), a que el término manipulación del resultado (*earnings management*) se emplee frecuentemente en la literatura como sinónimo de ajustes contables discrecionales (*discretionary accruals*).

Sin embargo, ésta no es la única metodología que puede aplicarse para medir la discrecionalidad de los directivos. La segunda metodología existente ha sido desarrollada recientemente por Burgstahler y Dichev (1997) y DeGeorge, Patel y Zeckhauser (1999). Consiste en analizar si la distribución del resultado en los intervalos contiguos al umbral de referencia que se asume representa el objetivo de resultado a conseguir por los

## *CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN*

directivos, es mayor o menor a la esperada por la presencia de discontinuidades.

Así pues, con el propósito de analizar los diferentes aspectos que configuran la investigación sobre manipulación del resultado su análisis se ha estructurado en tres epígrafes. El primero explica la utilidad de los ajustes contables frente a los flujos de tesorería y los problemas relacionados con la obtención de los ajustes contables. El segundo analiza las características y limitaciones de los diferentes modelos desarrollados para estimar los ajustes contables discrecionales y no discrecionales. El tercero se centra en las características de la metodología basada en la distribución de frecuencias del resultado.

Antes de pasar a desarrollar las líneas de investigación descritas, creemos conveniente precisar el significado de ciertos términos que ha dado lugar a abundantes confusiones terminológicas. En primer lugar, aclaramos el significado que empleamos del término "elección contable", señalando las diferencias y similitudes con otros términos que se emplean como sustitutos en gran parte de la literatura examinada. En segundo lugar, nos referimos a las dos posibles explicaciones del comportamiento de los directivos ante la elección contable: oportunismo y eficiencia, las cuales no siempre son alternativas.

### **II.1.1. Elección contable, manipulación del resultado y contabilidad creativa**

Existe cierta confusión en la literatura contable sobre las similitudes y diferencias de los términos: elección contable, manipulación del resultado y contabilidad creativa. En este

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

sentido se manifiesta, por ejemplo, Monterrey (1997, pp. 2 y 3): "Una de las cuestiones de la disciplina contable que recibe un mayor número de comentarios críticos es su enorme imprecisión terminológica; un elocuente ejemplo de ello es la variedad y diversidad de acepciones que se emplean para designar lo que genéricamente podríamos denominar prácticas de manipulación contable: contabilidad creativa, políticas contables agresivas, alisamiento de resultados, elección contable, etc."

### *Elección contable versus manipulación del resultado*

En nuestra opinión, el término tradicional que engloba a los anteriores es el de "elección contable" que, desde una perspectiva amplia, comprende las decisiones de los directivos que influyen en la contabilidad financiera, dentro de las cuales pueden distinguirse varios niveles: 1) las decisiones contables y reales que afectan al contenido de los estados contables, 2) las decisiones relativas a los niveles de divulgación de la información contable<sup>19</sup> y 3) las decisiones de presión o de reacción a una norma propuesta o emitida por los organismos reguladores (Kelly, 1983, pp. 111-112).

Este término ha sido sustituido recientemente en la investigación por el de "manipulación del resultado"<sup>20</sup> (*earnings management*) que, en un sentido amplio, identifica el resultado con la

---

<sup>19</sup> La elección contable en relación con los niveles de divulgación de información ha sido analizada en España por Wallace, Nasser y Mora (1994) y Giner Inchausti (1995).

<sup>20</sup> Como señalamos en el siguiente epígrafe, si bien la mayoría de los trabajos asumen un comportamiento oportunista, los directivos pueden actuar por razones de eficiencia. Por lo tanto, el vocablo "manipular" no lo empleamos con una connotación peyorativa, sino en el sentido de intervenir para servir los intereses propios o ajenos.

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

información contable, el cual también suele emplearse en la literatura, como hemos indicado anteriormente, como sinónimo de "ajustes contables discrecionales" (*discretionary accruals*).

Así, Schipper (1989, p. 92) afirma que la manipulación del resultado significa la intervención en el proceso de comunicación de la información contable externa, pero no en la contabilidad directiva ni en las actividades de presión destinadas a influir o cambiar los principios contables generalmente aceptados. La manipulación del resultado puede ocurrir en cualquier parte del proceso contable externo y adoptar numerosas formas: puede afectar a los componentes del resultado o la divulgación de información voluntaria y puede producirse a través de decisiones contables y a través de decisiones reales.

Healy y Wahlen (1999, p. 368) señalan que "la manipulación del resultado surge cuando los directivos usan su discreción en los informes financieros y en la estructuración de las transacciones que afectan a los informes financieros para engañar a los accionistas (o a algún tipo de accionistas) sobre el comportamiento económico subyacente de la empresa o para influir en el resultado contractual que depende de la información contable".

Aunque esta definición sostiene que los directivos actúan de forma oportunista con el objetivo final de "engañar" a los accionistas, posteriormente afirman que pueden existir otros objetivos: "los directivos también pueden usar su discreción contable para hacer los informes financieros más informativos para los usuarios. Esto puede surgir si sus elecciones contables son percibidas como señales creíbles de la actuación financiera

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

de la empresa.....o porque intentan superar las limitaciones de las normas contables" (Healy y Wahlen, 1999, p. 369).

Asimismo, estos autores enfatizan que existen muchas formas de manipular el resultado, entre ellas: la estimación de numerosos acontecimientos económicos futuros (las estimaciones sobre la vida útil y el valor residual de los activos depreciables, las dotaciones a las provisiones, etc.), la elección de métodos contables alternativos para registrar la misma transacción económica (la elección entre amortización lineal, acelerada o regresiva, la elección sobre el método de valoración de existencias, etc.), las decisiones sobre las actividades que afectan al capital circulante (se puede adelantar o retrasar el reconocimiento de las compras y de las ventas, el cobro de los créditos, etc.), las decisiones sobre adoptar o diferir gastos de investigación y desarrollo, publicidad, etc.

Las definiciones anteriores ponen de relieve que existen grandes similitudes entre la elección contable y la manipulación del resultado. Concretamente, la definición de manipulación del resultado de Schipper (1989) incluye las decisiones que afectan al contenido y divulgación de la información contable dirigida a los usuarios externos, excluyendo tan sólo a las decisiones de los directivos destinadas a presionar a los organismos reguladores, mientras que la definición de Healy y Wahlen (1999) parece excluir además a las actividades de divulgación de información.

Estas analogías se refuerzan si se tiene en cuenta que la mayor parte de la investigación tradicional sobre elección contable se ha centrado en las decisiones que afectan al resultado y que éstas

## *CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN*

son las decisiones analizadas empíricamente por la actual investigación sobre manipulación del resultado.

En definitiva, es posible que existan ligeras diferencias conceptuales entre elección contable y manipulación del resultado, las cuales varían en función del autor que se considere. Sin embargo, ambos términos pueden considerarse como sinónimos si los empleamos en referencia a las decisiones contables y reales de los directivos, en el marco de los PCGA con el propósito es alterar la cifra de resultado.

Así pues, la definición que utilizamos de elección contable en esta tesis hace referencia a las decisiones contables y reales de los directivos cuyo propósito es alterar la cifra de resultado. No obstante, al igual que la investigación en esta área, nos centramos casi exclusivamente en las decisiones contables, dada la escasez de trabajos sobre las decisiones reales motivada por la inevitable dificultad de distinguir si las decisiones reales se adoptan o no para influir en el resultado.

Esta similitud conceptual nos ha planteado dos cuestiones: 1) ¿Por qué la literatura ha sustituido el término tradicional de elección contable por el de manipulación del resultado? y 2) ¿Por qué seguir empleando en esta tesis el concepto de elección contable y no sustituirlo por el de manipulación del resultado?, si además el trabajo empírico se enmarca en la investigación sobre manipulación del resultado.

En relación con la primera cuestión, creemos que el cambio de denominación surge en respuesta al hecho de que la elección contable se asocie con la metodología empírica utilizada por la



## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

teoría positiva de la elección contable<sup>21</sup>, de modo que la aplicación de una nueva metodología empírica en la contrastación de las hipótesis ha provocado el cambio de denominación.

La respuesta a la segunda cuestión se encuentra en la gran asociación existente en la investigación actual entre el término de manipulación del resultado y la utilización de modelos de estimación de los ajustes discrecionales, aunque como se ha dicho antes no son ni la única metodología para medir la discrecionalidad de los directivos ni la adoptada en el trabajo empírico que más adelante llevamos a cabo.

Todo ello nos ha hecho preferir utilizar el término genérico de elección contable y reservar el término de manipulación del resultado para la investigación que aplica las dos nuevas metodologías empíricas: los modelos de estimación de los ajustes contables discrecionales y el análisis de las distribuciones de frecuencias.

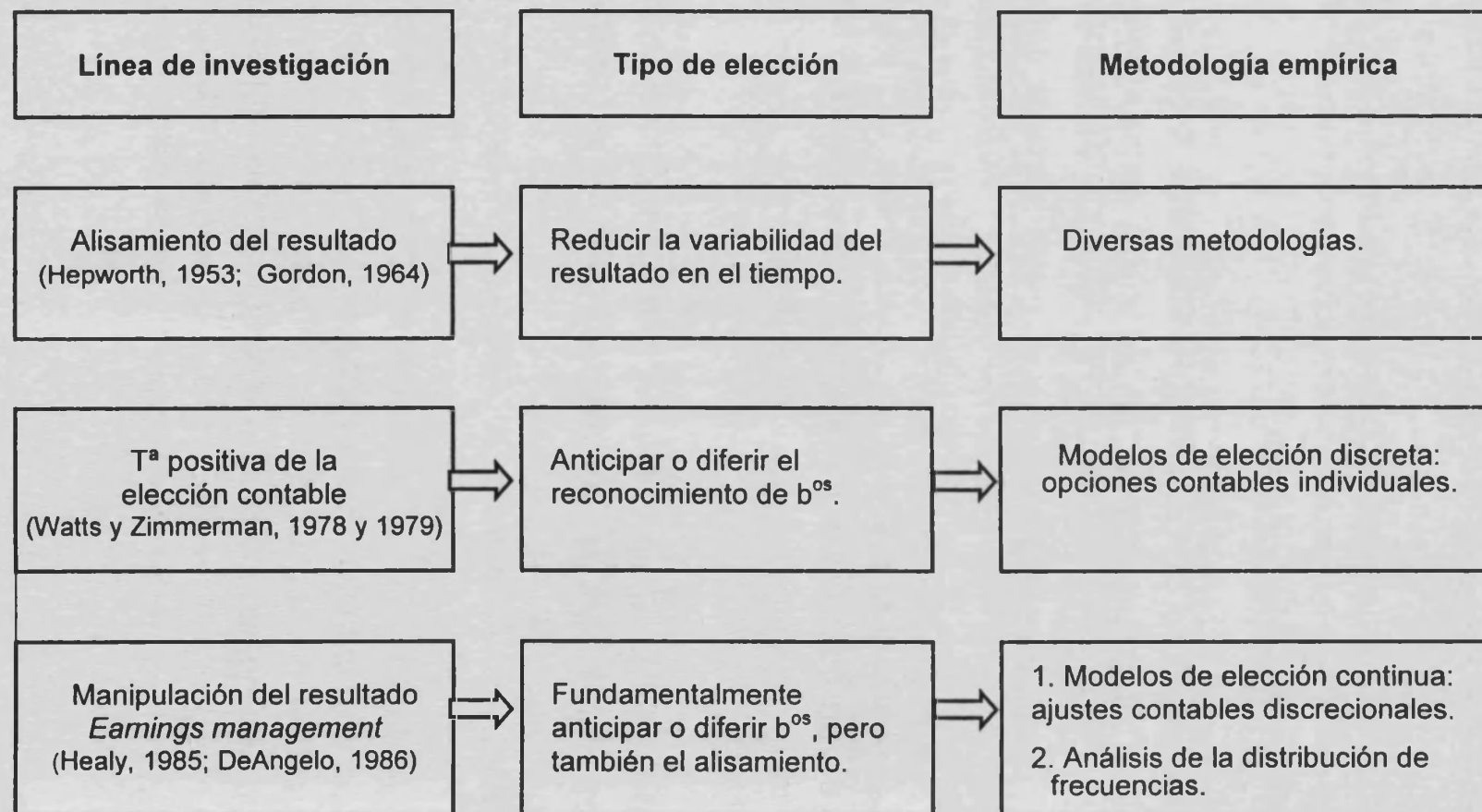
El Gráfico 2.1 clasifica la investigación sobre elección contable, atendiendo a la metodología empírica aplicada, en las tres líneas de investigación que van a ser analizadas en este capítulo.

---

<sup>21</sup> Por ejemplo, el propio Watts (1992), entre otros autores, utiliza la denominación de teoría de la elección contable.

GRÁFICO 2.1.

CLASIFICACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN SOBRE ELECCIÓN CONTABLE



## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

### *Contabilidad creativa*

Una vez clarificados los conceptos de elección contable y de manipulación del resultado, pasamos a ocuparnos de la "contabilidad creativa", término que surgió en el Reino Unido a mediados de los ochenta. A continuación recogemos algunas de sus definiciones.

Griffiths (1986, p. 1) definió la contabilidad creativa con el siguiente comentario: "Todas las empresas de este país (Reino Unido) manipulan sus beneficios. Las cuentas anuales se basan en libros que han sido cocinados con más o menos delicadeza. Las cifras que se facilitan al público inversor han sido modificadas para proteger al culpable. Es la estratagema de mayor envergadura desde el caballo de Troya.....En realidad se trata de artimañas que no infringen las reglas del juego. Son totalmente legítimas. Se trata, simplemente, de contabilidad creativa".

En este sentido, Giner Inchausti (1992, p. 5) sostiene que puede argumentarse que la contabilidad creativa se deriva de la incapacidad de la teoría contable para captar ciertas transacciones económicas o financieras y solventar algunos problemas contables, que han surgido o al menos han crecido en complejidad en los últimos años para los que hay diferentes soluciones contables. Entre los aspectos más problemáticos se encuentran: la contabilidad en inflación, la valoración de los activos intangibles, el reconocimiento contable de los costes de investigación y desarrollo, los sucesos de naturaleza contingente y, en general, otras operaciones fuera del balance, conocidas como *off balance*.

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

Según Naser (1993, p. 59), la contabilidad creativa consiste en transformar los estados contables de lo que tienen que ser a lo que se prefiere que sean, utilizando los vacíos de la normativa contable y las posibles elecciones entre diferentes prácticas de valoración y contabilización que ésta ofrece.

En la misma línea indican Amat y Blake (1996, p. 9) que "la contabilidad creativa consiste en manipular la información contable para aprovecharse de:

- los vacíos de la normativa existente, y
- de las posibles elecciones entre diferentes prácticas de valoración que ésta ofrece.

De esta forma, se transforman las cuentas anuales de lo que tiene que ser a lo que, quienes los preparan, prefieren que sean. Con ello se pretende que se presenten los resultados contables preferidos, en lugar de reflejar las transacciones de forma neutra y razonable."

Por su parte, Monterrey (1997, p. 4) afirma que "a diferencia de la política contable, conservadora o agresiva, que puedan implementar las empresas, cuyos ingredientes básicos son el apego al cumplimiento de las normas y, muy especialmente, la uniformidad en su aplicación, la contabilidad creativa consiste en manipular la información para alterar de manera artificial lo que sería el resultado 'natural' deducido o determinado con arreglo a la política contable trazada por la empresa".

Para Laínez y Callao (1999, p. 20), "la contabilidad creativa es la que aprovecha las posibilidades que ofrecen las normas (opcionalidad, subjetividad, vacíos de regulación, etc.) para presentar unos estados contables que reflejan la imagen

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

deseada y no necesariamente la que en realidad es. Pensamos que la contabilidad creativa se encuentra en el camino entre las prácticas verdaderas correctas y éticas y la ilegalidad o fraude, si bien es difícil delimitar dónde acaba la ética y empieza la creatividad y dónde termina ésta y empieza el fraude".

Las definiciones anteriores tienen como característica que conciben la contabilidad creativa como una práctica habitual y engañosa que distorsiona el resultado "verdadero" o "natural". Como señalan Amat, Moya y Blake (1997, p. 80), los autores coinciden en percibir la incidencia de la contabilidad creativa como algo generalizado y en considerarla como una práctica engañosa e indeseable.

Sin embargo, mientras que para la mayoría de los autores la distorsión se produce en el marco de la legalidad, para Monterrey (1997) se origina incumpliendo los principios y normas contables. Esto último implica que se trata de una distorsión de la imagen fiel que debería implicar, al menos, una salvedad en el informe de auditoría de las grandes empresas, lo que no parece producirse de forma generalizada, por lo que nos parece que la interpretación de contabilidad creativa de este autor es excesivamente restrictiva, y nos situamos en la línea de los autores antes referenciados que contemplan la manipulación contable en el marco de la legalidad.

En nuestra opinión, las diferencias entre la contabilidad creativa y la elección contable, o la manipulación del resultado, no están en el comportamiento oportunista, o no, de los directivos o en si la elección se produce dentro o fuera de las normas contables. Al igual que la contabilidad creativa, el concepto de elección contable ofrecido por la investigación académica suele asumir el

## *CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN*

oportunismo de los directivos dentro del marco legal, si bien algunos investigadores enfatizan que la elección contable puede producirse por razones de eficiencia. La diferencia está en el objetivo de la investigación. La contabilidad creativa describe los instrumentos concretos que pueden utilizar los directivos para alterar el resultado, mientras que la elección contable, partiendo de los instrumentos, intenta explicar y suministrar evidencia de los factores que afectan a la manipulación y de sus consecuencias en los usuarios.

En palabras de Stolowy y Breton (2000, p. 23): “En contraste con la manipulación del resultado y con el alisamiento del beneficio, que son conceptos desarrollados por los académicos, la contabilidad creativa es una expresión que ha sido empleada por los profesionales y comentaristas de la actividad financiera sin ninguna teoría subyacente. Ellos entienden que las motivaciones para esta actividad son engañar a los inversores presentando lo que ellos quieren ver.”

También hay que tener en cuenta que, como Amat, Blake y Oliveras (1999, p. 3) indican, la contabilidad creativa es un término particularmente importante en el Reino Unido por dos motivos. Por un lado, el sistema contable de los países anglosajones es más flexible que el de los países de Europa Continental. Por otro lado, el riesgo de litigio de las empresas por manipular la información contable es menor en el Reino Unido que en EE.UU. Tal vez esta circunstancia explique las escasas referencias en la investigación norteamericana al término de contabilidad creativa, y las abundantes en la británica.

Por último, queremos referirnos al reciente artículo de Dechow y Skinner (2000) en el que se valoran las percepciones sobre la

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

manipulación del resultado (*earnings management*) mantenidas, por un lado, por académicos y, por otro lado, por profesionales y reguladores. En él se sostiene que los profesionales y reguladores opinan que la manipulación del resultado es una práctica generalizada y problemática que consiste tanto en la elección contable que viola los PCGA, y constituye fraude financiero, como en la elección contable dentro de los PCGA cuyo propósito es obscurecer o enmascarar la verdadera actuación económica de la empresa. Pero la mayor parte de la investigación académica se ha centrado en muestras o situaciones específicas y no ha demostrado que la manipulación del resultado sea tan generalizada como sostienen los profesionales y reguladores. Además, el concepto de manipulación del resultado ofrecido por los académicos pone el énfasis en las motivaciones de los directivos, concibiendo esta práctica como la elección contable intencionada por parte de los directivos.

En conclusión, el término contabilidad creativa surge en el ámbito profesional en el Reino Unido y las definiciones resaltan que los directivos utilizan los instrumentos disponibles para "engañar" a los usuarios. El término elección contable o manipulación del resultado es percibido por los profesionales de manera idéntica al anterior, pero surge en el ámbito de la investigación académica de EE.UU. y las definiciones procuran no enfatizar las consecuencias no demostradas: si el mercado de valores es eficiente, la actitud "miope" de los directivos no les permite, por término medio, "engañar" a los inversores.

Por otra parte, el objetivo principal de la investigación sobre contabilidad creativa es describir los instrumentos concretos que pueden utilizarse para alterar el resultado, mientras que el

## *CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN*

objetivo de la investigación sobre elección contable es analizar las motivaciones de los directivos para demostrar cuáles son los factores o las situaciones que explican un determinado tipo de elección y sus consecuencias en el mercado de valores.

### **II.1.2. Oportunismo versus eficiencia**

De acuerdo con Holthausen (1990), existen dos explicaciones del comportamiento de los directivos, no mutuamente excluyentes: la perspectiva oportunista y la perspectiva eficiente. Aunque haremos referencia a estos aspectos en el apartado relativo a las consecuencias de la elección contable en el mercado de valores, consideramos conveniente tratarlos antes, a fin de clarificar que la elección contable no surge necesariamente como consecuencia del oportunismo de los directivos ante las asimetrías informativas

La asunción del comportamiento oportunista de los directivos se encuentra en los primeros trabajos de la teoría positiva de la elección contable y ha sido la perspectiva adoptada por la mayoría de los investigadores. Dado que el resultado contable interviene en los contratos explícitos e implícitos que se formulan en la empresa, el comportamiento oportunista supone que los directivos eligen los procedimientos contables para aumentar su riqueza a expensas de otras partes contratantes. Es decir, la actuación de los directivos no se deriva de la maximización del valor de la empresa, sino de la maximización de su propia función de utilidad a expensas de otros agentes económicos que



## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

establecen contratos con la empresa, fundamentalmente accionistas y acreedores<sup>22</sup>.

Por el contrario, el comportamiento eficiente de los directivos implica que su elección contable se produce para reducir los costes de agencia y políticos y, de esta manera, maximizar el valor de la empresa. También puede considerarse que los directivos eligen los métodos y estimaciones contables que proporcionan mejor información sobre los futuros flujos de caja de la empresa.

Desde esta posición, el modelo analítico construido por Frantz (1997) refleja que la elección contable es consistente con la interpretación de eficiencia. En el equilibrio, el directivo elige los métodos contables que le permiten señalar a los inversores su información privada sobre las futuras oportunidades de inversión.

Entre los escasos trabajos que han contrastado la perspectiva de la contratación eficiente, sin contemplar el efecto en el mercado de valores, se encuentran los realizados por Malmquist (1990) y Christie y Zimmerman (1994). El contenido de estos trabajos se explica a continuación.

Malmquist (1990) estudia la influencia de los ratios de endeudamiento en la elección relativa a los dos métodos de contabilización de los costes de exploración en las empresas del

---

<sup>22</sup> Puede verse Turner y Godwin (1999), en donde se recoge la opinión de los profesionales pertenecientes a la SEC sobre la actuación oportunista de los directivos en la manipulación del resultado, y del efecto que la auditoría tiene sobre dicho comportamiento.

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

sector de gas y petróleo: el "coste de los esfuerzos positivos" y el "coste completo"<sup>23</sup>.

El autor indica que la supervisión de los acuerdos de deuda puede ser problemática para las dos partes que lo suscriben cuando la información contable sobre la que se basan los acuerdos contiene "ruido", en el sentido de que tiene alta variación en relación con la variación de las condiciones económicas. Para maximizar el valor de la empresa y evitar los costes de formulación y renegociación de los contratos, los directivos tienen incentivos para elegir los métodos contables que produzcan el menor "ruido".

Así, y dado que el método del "coste de los esfuerzos positivos" puede provocar que el valor en libros de los fondos propios sea cero e incluso negativo, Malmquist (1990) predice y confirma que cuanto mayor es el ratio endeudamiento, mayor es la probabilidad de elegir el método del "coste completo", que es el que generalmente produce menos variación en el ratio de endeudamiento. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que esta evidencia coincide con las predicciones de la perspectiva oportunista, puesto que el método del "coste completo", frente al método del "coste de los esfuerzos positivos", anticipa el reconocimiento de beneficios.

Christie y Zimmerman (1994) analizan las absorciones de empresa hostiles y afirman que son las razones de eficiencia las que permiten explicar el hecho de que, en los ejercicios

---

<sup>23</sup> El método del "coste de los esfuerzos positivos", que fue el único aceptado en EE.UU. hasta finales de la década de los cincuenta, consiste en activar sólo los costes de los descubrimientos que van a producir ingresos futuros. El método del "coste completo" permite a la empresa activar también los costes de las investigaciones previas fallidas, lo que conlleva generalmente a un mayor resultado contable.

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

anteriores a la absorción, exista una mayor frecuencia de elección de métodos contable que aumentan el resultado en las empresas absorbidas en comparación con una muestra de control, compuesta por empresas no absorbidas.

Las empresas pueden ser absorbidas debido a dificultades financieras que son independientes del oportunismo. Si los cambios en las curvas de oferta o demanda del sector provocan que posea demasiadas empresas, las fusiones y absorciones son eficientes porque eliminan el exceso de capacidad. En el corto plazo, algunas empresas presentan problemas financieros y, *ceteris paribus*, están más cerca de superar las restricciones de los contratos de deuda. Si las empresas eligen las opciones contables que aumentan los resultados para minimizar los costes asociados a la angustia financiera, entonces no hay oportunismo (Christie y Zimmerman, 1994, p. 542).

En resumen, de acuerdo con Christie y Zimmerman (1994, p. 539), es difícil determinar si los directivos actúan de forma oportunista o eficiente, dado que mucha de la evidencia empírica interpretada como evidencia de oportunismo también puede ser interpretada como evidencia de actuación eficiente. Por otra parte, la cantidad relativa de eficiencia u oportunismo depende de los controles de los directivos.

En este sentido, Watts y Zimmerman (1990, p. 143) argumentan que la asunción de oportunismo puede ser válida en el caso de los planes de remuneración de los directivos, pero la elección contable que surge como consecuencia de los contratos de deuda y de la presencia de costes o beneficios políticos puede deberse tanto a razones de eficiencia como de oportunismo.

## **II.2. EL ALISAMIENTO DEL RESULTADO**

### **II.2.1. Orígenes y descripción**

La primera referencia al alisamiento del resultado se encuentra en Hepworth (1953). Según este autor, los estados financieros de las empresas muestran una manipulación intencionada en el nivel de resultado. El directivo, a través de las técnicas contables, traspasa los resultados entre los sucesivos períodos contables para reducir las fluctuaciones.

Asimismo, Hepworth (1953) describe algunas de las técnicas que pueden utilizarse para alisar el resultado neto. Por ejemplo, adelantando o retrasando las transacciones que implican ingresos y gastos; activando, o no, los costes de investigación y desarrollo<sup>24</sup>; eligiendo entre los diferentes métodos de valoración de existencias y de amortización.

Posteriormente, Gordon (1964) establece un teorema, al que haremos referencia en el siguiente epígrafe, que predice que los directivos maximizan su función de utilidad alisando la tasa de crecimiento del resultado a lo largo del tiempo

A partir de estas dos aportaciones, se inicia una extensa investigación teórica y empírica tendente a confirmar la existencia de alisamiento, lo que requiere determinar los siguientes aspectos:

---

<sup>24</sup> Hasta la entrada en vigor en 1974 del SFAS 2 en EE.UU., que obliga a imputar como gastos del período todos los costes de I+D, los directivos podían optar por activar o no los costes de estas actividades.

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

1. Las motivaciones de los directivos.
2. El objeto y los instrumentos de alisamiento<sup>25</sup>.

Antes de abordar estos aspectos, creemos conveniente describir en qué consiste este tipo de manipulación contable. Para ello, recogemos algunas de las definiciones contenidas en los trabajos consultados.

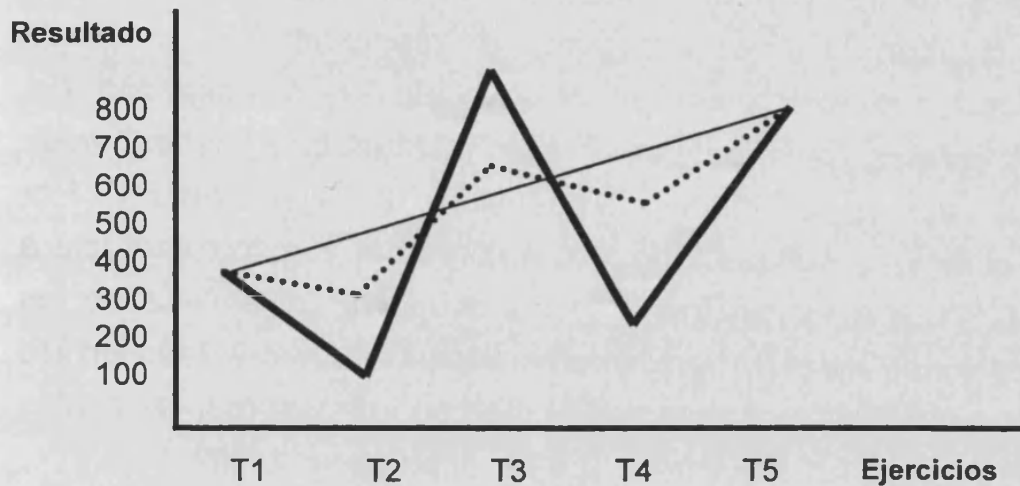
Beidleman (1973, p. 653) definió el alisamiento del resultado como “la amortiguación intencionada de las fluctuaciones sobre un nivel de resultado que es considerado como normal para la empresa”. Más recientemente, Young (1998, p. 133) destaca el objetivo perseguido al afirmar que esta elección contable tiene como propósito minimizar la volatilidad de la corriente del resultado de la empresa.

Por su parte, Pina Martínez (1988, p. 29) describe el alisamiento en los siguientes términos: los directivos fijan una tendencia media de crecimiento del resultado, que es una función de sus expectativas sobre el nivel de resultado a lo largo del tiempo. Esta tendencia media ha recibido diversas denominaciones: tendencia objetivo, tendencia estimada, resultado objetivo, resultado normal y resultado esperado. Utilizando los instrumentos adecuados, intentan que el resultado contable de la empresa y, por lo tanto, la tendencia del resultado alisado, presente pequeñas desviaciones respecto de la tendencia media. Obviamente, para que tenga éxito en su intento, el gerente deberá anticiparse a la tendencia real del resultado. El Gráfico 2.2 esquematiza lo expuesto.

---

<sup>25</sup> Como explicaremos en el epígrafe II.2.4.1, las metodologías clásicas empleadas en la investigación sobre el alisamiento requieren especificar los instrumentos que se espera sean utilizados por los directivos, lo que ha provocado que el análisis de los instrumentos sea una característica tradicional de esta línea de investigación.

**GRÁFICO 2.2.**  
**ALISAMIENTO DEL RESULTADO**



Tendencia media del resultado contable: ————  
Tendencia del resultado alisado: .....  
Tendencia del resultado sin alisamiento: ————

*Fuente: Pina Martínez (1988, p. 29)*

En definitiva, hay coincidencia en la literatura en reconocer que mediante el alisamiento se reduce la variabilidad de la cifra de resultados a lo largo del tiempo, aproximándolos a un importe considerado como resultado normal u objetivo. Sin embargo, falta por concretar las razones que motivan la preferencia por el resultado normal.

A continuación nos detendremos en los aspectos antes indicados, que constituyen las características principales dentro de la problemática de esta línea de investigación. Así, en primer lugar, analizamos las motivaciones de los directivos y, en segundo lugar, las variables objeto e instrumentos empleadas. Finalmente, se explican las metodologías utilizadas para verificar la existencia de alisamiento.

### II.2.2. Motivaciones endógenas

Frente a la teoría positiva de la elección contable cuyo objetivo fundamental es explicar cuáles son los factores de la empresa que inducen a los directivos a manipular el resultado (motivaciones exógenas), el objetivo de la investigación del alisamiento no ha sido incorporar los factores que pueden incidir en la mayor o menor propensión al alisamiento<sup>26</sup>. Por consiguiente, y aunque todos los autores han hecho referencia a los objetivos o motivaciones de los directivos, el análisis de las motivaciones ha sido básicamente descriptivo y centrado en las motivaciones relacionadas con el mercado de valores, las cuales serán tratadas en el epígrafe III.4 del capítulo tercero.

En este epígrafe nos limitaremos a analizar los escasos razonamientos sobre las motivaciones de los directivos incluidos en los primeros trabajos del alisamiento, los cuales aplican implícita o explícitamente el contenido de las teorías directivas y del comportamiento expuestas en el capítulo primero de esta tesis. También haremos referencia a los modelos analíticos, desarrollados a partir de la década de los ochenta, que deducen que el comportamiento optimizador de los directivos es el alisamiento del beneficio utilizando el marco de la teoría de la agencia o simplemente la existencia de asimetrías en la información.

---

<sup>26</sup> Con la excepción de los trabajos que incluyeron la estructura accionarial como factor explicativo del alisamiento, puede decirse que Moses (1987) es el primero que incorpora la evidencia detectada en la teoría positiva de la elección contable para intentar explicar si las motivaciones de los directivos ante el alisamiento surgen en respuesta a las variables representativas de los costes de agencia y políticos. Estos trabajos serán tratados en el apartado III.3., correspondiente al capítulo tercero.

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

Entre las teorías del comportamiento puede incluirse la siguiente argumentación de Hepworth (1953, p. 33): "Ciertos propietarios y acreedores de una empresa se sentirán más confiados hacia los directivos que son capaces de proporcionar unos resultados estables que si existen considerables fluctuaciones en el resultado. La ausencia de picos y valles en el resultado de la empresa puede hacer mucho por mejorar la continuidad de las relaciones industriales. Un rápido incremento en los beneficios es muy probable que produzca la sensación en las mentes de los miembros de la fuerza laboral de que ellos deberían participar en mayor medida en esos beneficios, lo que resultaría en mayores demandas salariales, huelgas y malestar generalizado en la empresa".

También Lev y Kunitzky (1976) y Smith (1976) consideran las predicciones contenidas en las teorías del comportamiento y sugieren que el comportamiento satisfactorio de la organización se consigue manteniendo una corriente estable de resultados a lo largo del tiempo.

Por su parte, Gordon (1964) dedujo que los directivos están motivados a alisar el resultado de la empresa asumiendo el comportamiento mantenido por las teorías directivas: las decisiones en las grandes empresas son potestad de los directivos y éstos actúan maximizando su propia función de utilidad que depende, en parte, de la satisfacción de los accionistas.

Así, el autor formalizó la hipótesis del alisamiento partiendo de cuatro proposiciones de las que se deduce un teorema sobre la elección contable de los directivos en las empresas



## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

caracterizadas por la separación entre la propiedad y el control (Gordon, 1964, pp. 261-262):

*Proposición 1.* El criterio utilizado por los directivos para seleccionar entre las alternativas contables es la maximización de su utilidad.

*Proposición 2.* La utilidad de los directivos aumenta con: 1) su seguridad en el trabajo, 2) con el nivel y la tasa de crecimiento de sus ingresos, y 3) con el nivel y la tasa de crecimiento del tamaño de la empresa

*Proposición 3.* La consecución de las metas recogidas en la proposición segunda depende en parte de la satisfacción de los accionistas.

*Proposición 4.* La satisfacción de los accionistas aumenta con la tasa media de crecimiento de la empresa y con la estabilidad del resultado.

**Teorema.** Dadas las proposiciones anteriores, los directivos, dentro de los límites impuestos por los principios contables aceptados: 1) alisarán el resultado contable y 2) alisarán la tasa de crecimiento del resultado.

Ya en la década de los ochenta, basándose en la teoría de la agencia, Lambert (1984) y Dye (1988) construyen dos modelos económicos que predicen que el alisamiento del resultado contable es el comportamiento óptimo de equilibrio de la relación de agencia entre accionistas y directivos. Lambert (1984, p. 613) enfatiza que el alisamiento no es una solución de primer rango, sino de segundo rango, por lo que puede ser interpretado como

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

“malo”. Sin embargo, dada la aversión al riesgo del agente y el problema de riesgo moral provocado por las acciones ocultas, el alisamiento es un óptimo de Pareto.

Trueman y Titman (1988) demuestran que los directivos, actuando de forma consistente con el objetivo de maximizar el valor presente de los futuros flujos de tesorería, tienen incentivos para alisar el resultado, lo que es independiente de su aversión al riesgo. Los incentivos surgen por las asimetrías informativas y por el hecho de que la volatilidad del resultado afecta negativamente a los agentes económicos que tienen relaciones contractuales con la empresa. Aunque los autores señalan que el efecto puede darse en los clientes, trabajadores y proveedores, su modelo se centra en los acreedores.

Así, sostienen que el precio de la deuda o, alternativamente, la tasa de interés requerida, es una función de las expectativas de los acreedores sobre la varianza de los resultados económicos de la empresa, ya que la probabilidad de quiebra se encuentra directamente relacionada con esa varianza. Cuanto mayor sea la varianza, mayor será la probabilidad de quiebra y menor será el precio de venta de la deuda. Con el objetivo de incrementar el precio de venta de la deuda, y así aumentar el valor presente de los flujos de tesorería acumulados para los accionistas, el directivo tiene un incentivo a alisar el resultado. Esto es, el alisamiento aumenta la valoración de los acreedores sobre la probabilidad de que la varianza de los resultados económicos sea baja y, consecuentemente, aumenta el precio de la deuda (Trueman y Titman, 1988).

Richardson (1998) encuentra evidencia empírica a favor de los argumentos de Dye (1988) y de Trueman y Titman (1988).

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

Tomando como indicadores de la asimetría informativa: la dispersión en las predicciones de resultado de los analistas financieros y el *bid-ask-spread* (la diferencia entre el precio más alto que un inversor está dispuesto a pagar y el precio más bajo que un vendedor está dispuesto a aceptar), el autor confirma que cuanto mayor es la asimetría informativa entre directivos y accionistas, mayor es la probabilidad de manipular el resultado.

También Fudenberg y Tirole (1995) desarrollan un modelo analítico de contratación entre los directivos de empresas con ánimo de lucro, actuando como agentes, y un principal, al que genéricamente denominan “empresa”. Este modelo sugiere que la actuación óptima de los directivos es el alisamiento del beneficio. La conclusión del trabajo está basada en la conjunción de tres asunciones:

1. Los directivos disfrutan de beneficios monetarios y no monetarios derivados de los resultados contables positivos y son sujetos económicos aversos al riesgo.
2. Una mala actuación de los directivos, medida por el resultado contable del período, puede conducir a su destitución.
3. El resultado contable del período tiene mayor contenido informativo que los resultados de períodos anteriores para evaluar la actuación de los directivos. Esto supone que los malos resultados del ejercicio aumentan la probabilidad de destitución de los directivos, mientras que los buenos resultados del ejercicio no van a compensar los efectos negativos de futuros malos resultados.

## *CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN*

Las dos primeras asunciones implican que los directivos tienen incentivos para distorsionar los resultados, aunque ello no necesariamente conlleva a que el contrato óptimo induzca a un comportamiento alisador. Es necesaria la tercera asunción para predecir que el comportamiento óptimo de los directivos es reducir la variabilidad del resultado en el tiempo. Es decir, los directivos tienen incentivos a aumentar el resultado en los períodos malos para asegurar su seguridad en el empleo. Por el contrario, en los buenos períodos, los directivos estarán incentivados a “ahorrar” resultados para futuros malos períodos porque saben que la buena información actual no compensa la mala información futura.

En un trabajo reciente, Demski (1998) desarrolla un modelo de agencia con una variedad de posibles soluciones de equilibrio. El modelo revela que, en algunas circunstancias, el alisamiento del resultado puede reducir el coste del principal de inducir al agente a adoptar la acción que maximiza su utilidad.

Así, en su comentario a Demski (1998), Newman (1998) señala que la manipulación del resultado puede ser una solución de equilibrio a consecuencia de las limitaciones en la capacidad de comunicación de los directivos, de modo que la manipulación les permite revelar su información privada. Por ejemplo, el directivo puede usar el alisamiento para transmitir información sobre la “persistencia” del resultado cuando no es posible una comunicación directa con el principal, como puede suceder cuando existe gran dispersión accionarial.

### II.2.3. Objeto e instrumentos de alisamiento

La investigación tradicional sobre el alisamiento del resultado se ha ocupado extensamente por la problemática relacionada con el objeto y los instrumentos de alisamiento, aspectos a los que a continuación nos referimos.

#### *Objeto de alisamiento*

El objeto de alisamiento es la variable o variables sobre las que el gerente lleva a cabo el alisamiento. Esto es, el nivel de resultado que se intenta manipular y que puede ser el de explotación, el ordinario, el resultado antes o después de impuestos o el resultado por acción.

En opinión de Pina (1988, p. 28), "el objeto concreto de alisamiento dependerá de los objetivos concretos del gerente, de los instrumentos que tenga para llevar a cabo esta práctica, y de las expectativas de evolución futura de las variables sobre las que pueda operar".

Aunque es evidente que los dos últimos factores influyen en la decisión del gerente, el factor determinante a la hora de elegir el objeto de alisamiento está en función de las motivaciones de los directivos. En este sentido se expresan Ronen y Sadan (1981, p. 16) al afirmar que "las variables objeto de alisamiento son una función de las motivaciones de los directivos y, en cierta medida, de su capacidad discrecional".

Por consiguiente, si consideramos que gran parte de sus motivaciones son influir en las decisiones de los usuarios

## *CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN*

externos, la/s variable/s objeto de manipulación serán aquellas que el directivo considera relevantes para estos usuarios. Desde esta posición, mientras que autores como Archibald (1967) y Copeland (1968) consideran relevante para los usuarios el resultado neto, Ronen y Sadan (1975) y Barnea, Ronen y Sadan (1976), entre otros autores, parten de la premisa de que es el beneficio ordinario la variable que presumiblemente utilizan los usuarios externos para predecir los futuros flujos de tesorería. Por otra parte, existen autores que opinan que el objetivo de los directivos es alisar el resultado por acción, y no el valor absoluto del resultado.

En resumen, aunque el resultado neto y el resultado ordinario son los dos niveles que, en última instancia, suelen ser considerados por los autores, puede decirse que no existe unanimidad en la investigación sobre cuál es nivel de resultado considerado relevante por los usuarios y, por lo tanto, cuál es el nivel de resultado que el gerente intenta manipular.

El Cuadro 2.1 recoge las variables consideradas como objeto de alisamiento en los trabajos empíricos que hemos analizado.

**CUADRO 2.1.**  
**VARIABLES OBJETO DE ALISAMIENTO**

Variable objeto	Autores (año)
Margen bruto	Imhoff (1981)
Resultado de explotación antes de amortizaciones	Kamin y Ronen (1978), Imhoff (1981), Greenawalt y Sinkey (1988), Ma (1988), Albrecht y Richardson (1990) y Carlson y Bathala (1997).
Resultado de explotación	Barnea et al.* (1976), Albrecht y Richardson (1990), Gabás y Pina (1991), López y Peiró (1994), Ashari et al. (1994), Michelson et al. (1995) y Carlson y Bathala (1997).
Resultado antes de intereses e impuestos	Robinson y Grant (1997).
Resultado antes de impuestos	Gabás y Pina (1991) y Kasanen et al. (1996).
Resultado ordinario	Ronen y Sadan* (1975), Barnea et al.* (1976), Kamin y Ronen (1978), Givoly y Ronen*(1981), Imhoff (1981), Brayshaw y Eldin (1989), Albrecht y Richardson (1990), Gabás y Pina (1991), Bartov* (1993), Ashari et al. (1994), Beattie et al. (1994), Michelson et al. (1995), Carlson y Bathala (1997), DeFond y Park (1997) y Black et al* (1998).
Resultado neto	Archibald (1967), Copeland (1968), Copeland y Licastro (1968), Smith* (1976), Koch* (1981), Imhoff (1981), Pina (1988), Brayshaw y Eldin (1989), Craig y Walsh (1989), Albrecht y Richardson (1990), Apellániz (1991), Gabás y Pina (1991), Ashari et al. (1994), Hoeven (1994), Kinnunen et al. (1995), Michelson et al. (1995), Bhat (1996) y Carlson y Bathala (1997).
No especificado	Cushing*(1969), Dascher y Malcom (1970), White* (1970 y 1972), Beidleman (1973 y 1975), Moses (1987) y Saudagaran y Sepe (1996).

(\*) Indica los trabajos que consideran la variable objeto de alisamiento en términos del resultado/acción

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

### *Instrumentos de alisamiento*

Los instrumentos de alisamiento son las variables elegidas por el gerente para alisar la/s variable/s objeto, que dependen fundamentalmente de su capacidad de maniobra, esto es, del conjunto de oportunidades disponibles.

Según Copeland (1968, p. 102), los instrumentos con capacidad para alisar el resultado deben tener las siguientes características:

1. Una vez utilizados, no deben comprometer a la empresa a ninguna acción futura. Los mecanismos que comprometen a la empresa a su utilización en el futuro, aunque alisen el resultado del ejercicio, pueden causar un antialisamiento en períodos posteriores.
2. Deben basarse en la práctica profesional y ser consistentes con los principios contables. Un mecanismo de alisamiento no debe ser la causa que obligue al auditor a emitir una opinión con reservas, forzando al directivo a revelar que existe manipulación en los estados contables.
3. Deben conseguir un movimiento material en el resultado. La alternativa elegida debe provocar un cambio en el resultado del ejercicio.
4. No deben requerir una transacción real con segundas partes, sólo contable. Como ejemplo para distinguir entre instrumentos contables y reales, el autor señala que la adquisición de bienes depreciables es un instrumento real que reduce el resultado del ejercicio al aumentar la base



## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

amortizable, mientras que el método de amortización acelerada es un instrumento contable.

En contra de esta opinión, Beidleman (1973, p. 658) considera que los instrumentos de alisamiento no necesitan depender de los principios de contabilidad generalmente aceptados ni provocar un cambio efectivo en el resultado y tampoco deben excluir los instrumentos reales. En su opinión, los únicos criterios necesarios para emplear una determinada técnica de alisamiento son:

1. Debe permitir reducir la variabilidad del resultado con respecto al objetivo de crecimiento marcado por la empresa.
2. Una vez usada, no debe comprometer a la empresa a ninguna acción futura.

Discrepamos con la afirmación de Beidleman (1973) de que los instrumentos no necesitan depender de los PCGA. Así, coincidimos con Copeland (1968), en que la elección de criterios de valoración y registro debe evitar una opinión desfavorable en el informe de auditoría, dado que ello obligaría a revelar a los usuarios el incumplimiento de la normativa con las subsiguientes consecuencias desfavorables<sup>27</sup>.

Sin embargo, estamos de acuerdo con Beidleman, y en contra de Copeland, en que los gerentes no tienen por qué utilizar exclusivamente instrumentos contables para influir en el resultado, si bien, como ya indicamos al tratar el concepto de

---

<sup>27</sup> Por ejemplo, Dechow, Sloan y Sweeney (1996) encuentran que se produce un significativo descenso en el precio de las acciones de las empresas acusadas de incumplimiento de los USGAAP alrededor del período en que se hace pública la información.

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

elección contable, es difícil para los investigadores detectar la manipulación a través de instrumentos reales, a los cuales haremos referencia a continuación.

Los instrumentos de alisamiento han sido agrupados en diversas categorías, denominadas generalmente como "tipos de alisamiento". Así, Dascher y Malcom (1970, pp. 253-254) agruparon los instrumentos en dos categorías, distinguiendo dos tipos de alisamiento:

1. Alisamiento real, basado en el desplazamiento de las transacciones económicas a distintos períodos contables; y
2. Alisamiento artificial, referido a los procedimientos contables que son implementados para cambiar costes e ingresos de un período a otro.

La clasificación anterior fue reformulada por Ronen y Sadan (1975, pp. 133-134), quienes distinguieron tres dimensiones o vías para alisar el beneficio:

1. Alisamiento a través de la realización de operaciones, adelantando o retrasando las transacciones económicas que afectan al resultado del período. Por ejemplo, anticipando o aplazando las actividades de I+D y/o la compra-venta de existencias.
2. Alisamiento a través de la asignación en el tiempo. Una vez reconocida la transacción económica, el directivo tiene discrecionalidad para fijar los períodos en los que el resultado contable va a estar afectado por esas transacciones. Los ejemplos de este tipo de alisamiento se encuentran, entre

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

otros, en la elección sobre los métodos de amortización después de la adquisición de un activo amortizable y en la decisión sobre capitalización o no de las partidas que la legislación permite activar, como pueden ser los costes financieros devengados, antes de la puesta en condiciones de funcionamiento del activo, de las deudas que financian la adquisición de inmovilizado material o inmaterial.

3. Alisamiento a través de la clasificación. Cuando el objeto de alisamiento es el resultado ordinario, y en la medida en que exista flexibilidad para calificar la operación dentro del resultado ordinario o dentro del extraordinario, el directivo puede clasificar las partidas como ordinarias o extraordinarias para conseguir la tendencia deseada del resultado ordinario.

Las dos primeras dimensiones dan lugar al **alisamiento intertemporal**, consistente en la imputación a un período u otro de partidas de ingresos y gastos para conseguir la tendencia deseada del resultado. La tercera dimensión origina el **alisamiento clasificatorio**, que opera sobre la definición de partida ordinaria y partida extraordinaria

Otra clasificación de los tipos de alisamiento fue realizada por Eckel (1981, pp. 28-29), que distingue dos tipos de alisamiento:

1. **Alisamiento natural**, inherente al proceso de generación interno del resultado. Según el autor, este tipo de alisamiento es el que se produce en algunas empresas de servicios públicos, suponemos que debido a la estabilidad de los ingresos y gastos.

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

**2. Alisamiento intencional**, consecuencia de las decisiones adoptadas por los directivos a través de técnicas reales o artificiales. Este tipo de alisamiento, siguiendo la anterior clasificación de Dascher y Malcom (1970), se subdivide en:

**2.a. Alisamiento real**, que ocurre cuando los directivos toman decisiones para intentar controlar los sucesos económicos que afectan directamente a los futuros resultados y a los futuros flujos de tesorería. Estas decisiones, siguiendo a Jiambalvo (1996, p. 40), pueden calificarse en función de su afectación a las actividades de explotación, de financiación o de inversión. Así, cabe referirse a:

- *Decisiones de explotación*. Pueden consistir, entre otras, en retrasar o acelerar las ventas, las actividades de I+D, y los gastos de mantenimiento.
- *Decisiones de financiación*. Un ejemplo de este tipo de decisiones es cancelar anticipadamente las deudas. Cuando los tipos de interés suben, baja el valor de mercado de la deuda, por lo que la empresa puede extinguir la deuda y reconocer un beneficio.
- *Decisiones de inversión*. La venta de acciones y de activos fijos productivos con beneficio o pérdida constituyen ejemplos de decisiones de inversión que pueden estar motivadas por el deseo de influir en el resultado.

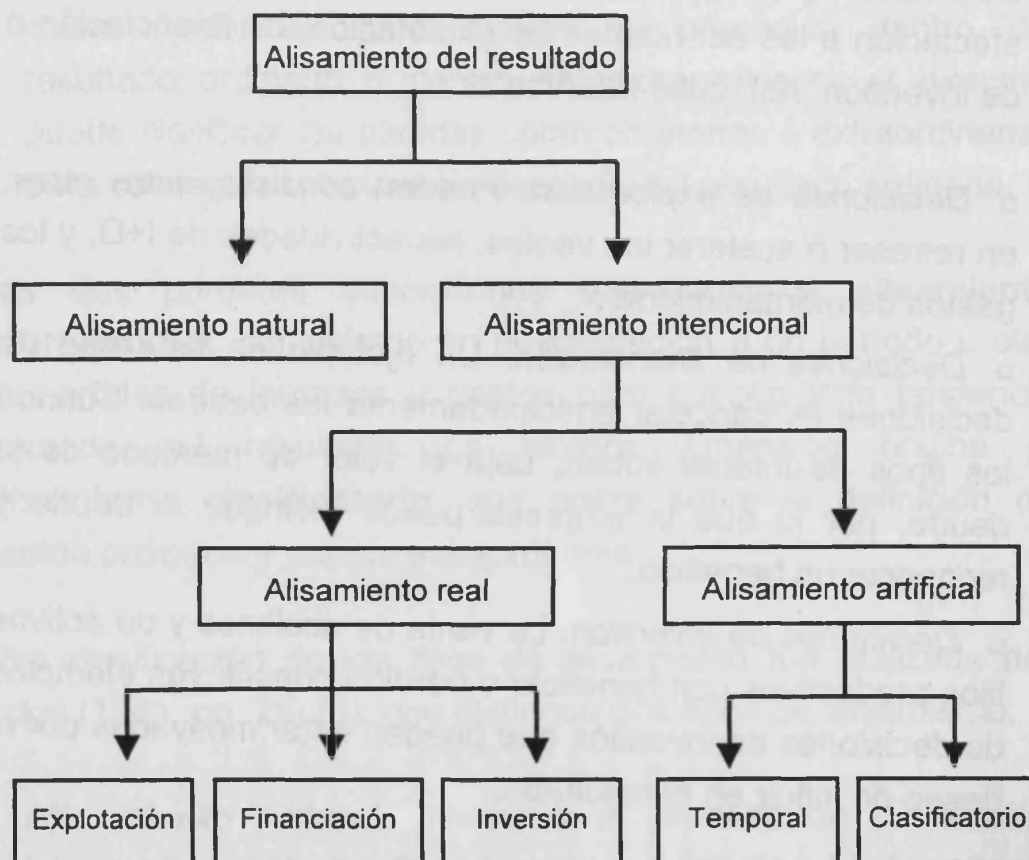
**2.b. Alisamiento artificial** representa las decisiones contables de los directivos que no tienen un efecto directo en los flujos de tesorería. Suponen cambiar los gastos y los ingresos de un período a otro para reducir la variabilidad del resultado.

Dentro de esta última categoría, se integrarían el alisamiento a través de la asignación en el tiempo y el alisamiento clasificatorio, a los que antes hemos aludido.

El Gráfico 2.3 parte de la clasificación de Eckel (1981) e integra las de Jiambalvo (1996, p. 40) y Ronen y Sadan (1975).

GRÁFICO 2.3.

TIPOS DE ALISAMIENTO DEL RESULTADO



Fuente: Adaptado de Eckel (1981, p. 29)

## *CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN*

La investigación empírica se ha centrado en el llamado alisamiento artificial. Dentro de esta categoría, la metodología tradicional, basada en la identificación de las variables contables que se asume manipuladas, ha permitido identificar diferentes instrumentos utilizados para alisar el resultado. Entre ellos, destacamos los siguientes:

- El cambio en los métodos de amortización; Archibald (1967) y Barefield y Comiskey (1971).
- Los cambios en las asunciones actuariales y/o en los métodos utilizados para calcular el importe de los costes de pensiones del personal, como por ejemplo Dasher y Malcom (1970), Beidleman (1973) y Moses (1987).
- El cambio al método LIFO para valorar las existencias para conseguir, ceteris paribus, una reducción en la magnitud del resultado del ejercicio (Moses, 1987).
- La activación versus la consideración de gastos de los costes de I+D, como los trabajos de Dasher y Malcom (1970), Beidleman (1973) y Moses (1987).
- Los gastos derivados de las provisiones para insolvencias y de las pérdidas por créditos incobrables en el sector bancario, que presentan una significativa asociación positiva con la variabilidad del resultado; Ma (1988), Greenawalt y Sinkey (1988) y Bhat (1996).
- La clasificación de partidas como ordinarias o extraordinarias en los estudios de Dasher y Malcom (1970), Ronen y Sadan (1975), Barnea, Ronen y Sadan (1976), Brayshaw y Eldin (1989), Craig y Walsh (1989) y Beattie et al. (1994).

## *CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN*

En el caso español, Pina Martínez (1988) indica que los 9 bancos analizados, para los años 1973 y 1985, presentan una correlación positiva entre las variaciones inesperadas de los beneficios de explotación y las dotaciones para amortizaciones y provisiones. Así, ambas variables se mueven a lo largo del tiempo en el mismo sentido, es decir, que un aumento del beneficio de explotación, superior a la tendencia considerada como normal, conlleva un incremento de los gastos por amortizaciones y provisiones afectas a las actividades de explotación para alisar el resultado ordinario y, en última instancia, el beneficio neto.

Apellániz (1991) también confirma que la banca privada española, entre los años 1975 a 1987, utiliza los gastos no directamente relacionados con los ingresos de explotación para alisar el resultado neto, siendo los gastos amortizables un instrumento complementario.

Gabás y Pina (1991) demuestran que en el período comprendido entre los ejercicios 1972 y 1986, las empresas eléctricas utilizaron las dotaciones para la amortización del inmovilizado y los gastos financieros para alisar cuatro niveles de resultado: explotación, ordinario, antes de impuestos y después de impuestos.

En relación con el alisamiento real, Givoly y Ronen (1981) detectan que los directivos anticipan o diferieren las ventas en el último trimestre del ejercicio para conseguir la tendencia deseada del resultado. Asimismo, Bartov (1993) y Black, Sellar, Manly (1998) confirman que la venta de activos fijos es un instrumento utilizado por las empresas para alisar el resultado.

#### **II.2.4. Metodologías empíricas para detectar el alisamiento**

Para verificar si las empresas alisan o no alisan el resultado se han empleado diversas metodologías, cuyo análisis hemos agrupado en dos categorías: clásicas y la propuesta por Eckel (1981).

##### **II.2.4.1. Metodologías clásicas**

Una vez definido el nivel de resultado objeto de alisamiento, la identificación del alisamiento a través del procedimiento clásico requiere resolver tres problemas:

1. La especificación del resultado considerado como “resultado esperado”, “resultado objetivo” o “resultado normal”. Para ello se precisa asumir un modelo que describa el proceso de generación de las expectativas.
2. La definición de las variables instrumento que se espera influyan en el comportamiento del resultado.
3. La fijación del criterio de clasificación de las empresas como alisadoras y no alisadoras.

Dado que no existe unanimidad entre los investigadores en cómo resolver estos problemas, las metodologías aplicadas para detectar la existencia de alisamiento difieren en función de las características específicas empleadas en cada trabajo. Estas metodologías *ad hoc* no han estado exentas de críticas porque la evidencia empírica puede ser consecuencia de la validez de las hipótesis o de cómo se ha medido el alisamiento.



## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

En relación con el primer problema, especificar el resultado esperado, varios han sido los modelos de expectativas utilizados para obtener este indicador y medir las desviaciones respecto al resultado reflejado en los estados contables.

Por ejemplo, Beidleman (1973), Barnea, Ronen y Sadan (1976), Gabás y Pina (1991) y Apellániz (1991) utilizan un modelo de tendencia lineal para determinar, a través de los residuos de la regresión temporal, las variaciones imprevistas en el resultado, esto es, la desviación del resultado obtenido por la empresa respecto al resultado esperado; Dascher y Malcom (1970) emplean un modelo exponencial y Copeland y Licastro (1968) un modelo de martingalas.

No obstante, la aproximación más utilizada consiste en asumir un modelo de comportamiento aleatorio del resultado que predice que el resultado esperado es igual al resultado del ejercicio anterior, al resultado del ejercicio anterior más un incremento o, alternativamente, al resultado medio del sector. Esta aproximación ha sido utilizada en numerosos trabajos para contrastar no sólo la hipótesis alisamiento, sino la elección contable en general. Entre ellos, podemos citar a Archibald (1967), Copeland (1968), White (1970), Healy (1985), DeAngelo (1986 y 1988), Moses (1987), Beatti et al. (1994), DeFond y Park (1997) y Young (1998).

El segundo problema a abordar consiste en seleccionar los instrumentos contables que se predice serán utilizados por los directivos para alisar el resultado, precisamente este es un requisito tradicionalmente necesario para confirmar el alisamiento. El problema de esta aproximación, como indican Ronen y Sadan (1981), es que el efecto alisador de una potencial

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

variable instrumento puede ser mitigado por el efecto agregado de todas las potenciales variables. En otras palabras, es posible que la selección de los directivos tienda a alisar el resultado, mientras que la selección de los instrumentos realizada por los investigadores actúe en la dirección opuesta, lo que dificulta detectar el alisamiento.

Una vez determinados los instrumentos concretos que el investigador asume utilizados se obtiene el "resultado no manipulado", "resultado antes de la manipulación", "resultado no discrecional" o "resultado antes de ajustes discrecionales, el cual viene dado por la diferencia entre el resultado obtenido y las variables instrumento.

Por último, hay que clasificar las empresas en alisadoras y no alisadoras, lo que se suele realizarse a través de medidas de dispersión como la desviación típica que miden si los instrumentos reducen las fluctuaciones del resultado obtenido por la empresa. Así, se considera que una empresa es alisadora cuando la variabilidad del resultado es menor que la variabilidad del resultado no manipulado<sup>28</sup>.

### II.2.4.2. Metodología de Eckel (1981)

Imhoff (1977) sugirió que el resultado normal o resultado esperado puede expresarse como una función de las ventas, asumiendo implícitamente que las ventas no son objeto de la

---

<sup>28</sup> Los trabajos que utilizan regresiones temporales de las variables objeto y de los instrumentos, por lo general, no emplean índices para confirmar o rechazar la existencia de alisamiento. Las hipótesis se contrastan analizando la correlación entre las variaciones inesperadas del resultado y las variaciones inesperadas de los instrumentos.

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

discrecionalidad contable de los directivos. Esta asunción también se incorpora en el modelo de Jones (1991), y en los modelos modificados a partir de éste, que serán explicados en el epígrafe II.4.2.

Una de las condiciones que estableció Imhoff (1977) para fijar la existencia de alisamiento artificial fue que el coeficiente de determinación obtenido de la regresión temporal del resultado debía ser mayor que el coeficiente de determinación de la regresión temporal de las ventas, lo que indicaría que el resultado tiene menor variabilidad que las ventas.

Sin embargo, en opinión de Eckel (1981), el criterio basado en el coeficiente de determinación de las regresiones temporales no permite detectar todos los casos de alisamiento. Así, tomando como referencia las asunciones de Imhoff (1977), parte de las siguientes premisas:

1. El resultado,  $R$ , es una función lineal de las ventas,  $V$ , de los costes variables,  $C_1V$ , y de los costes fijos,  $C_2$ :

$$R = V - C_1V - C_2$$

2. El porcentaje de los costes variables permanece constante a lo largo del tiempo:

$$0 < C_1 < 1$$
$$C_{1,t+1} = C_{1,t} = C_1$$

3. Los costes fijos permanecen constantes o aumentan a lo largo del tiempo, pero no se reducen:

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

$$C_2 > 0$$

$$C_{2,t+1} \geq C_2$$

4. Las ventas brutas sólo pueden ser alisadas a través de instrumentos reales, esto es, las ventas no son objeto de alisamiento artificial.

Dadas estas cuatro premisas, Eckel (1981) establece que existe alisamiento del resultado cuando el coeficiente de variación del cambio del resultado,  $CV_{\Delta R}$ , es menor que el coeficiente de variación del cambio en las ventas,  $CV_{\Delta V}$ . Este criterio para clasificar una empresa como alisadora se recoge en la siguiente expresión:

$$|CV_{\Delta R}| < |CV_{\Delta V}|$$

o de forma equivalente:

$$|CV_{\Delta R} / CV_{\Delta V}| < 1$$

Siendo,

$\Delta R$  = El cambio en el resultado en un período.

$\Delta V$  = El cambio en las ventas en un período.

CV = El coeficiente de variación, medido por la desviación típica de la variable dividido por la media

La metodología de Eckel (1981) ha sido utilizada por Albrecht y Richardson (1990), Ashari et al. (1994), López y Peiró (1994) y Carlson y Bathala (1997).

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

En nuestra opinión, las ventajas de esta metodología frente a las metodologías clásicas o tradicionales pueden resumirse en tres puntos. En primer lugar, no necesita especificar un modelo de expectativas para determinar el resultado esperado. En segundo lugar, es un procedimiento que agrega el efecto de un conjunto de potenciales instrumentos, evitando realizar el análisis empírico para cada uno de los posibles instrumentos. En tercer y último lugar, en oposición a las "complicadas" metodologías *ad hoc* que hacen difícil realizar comparaciones entre diferentes trabajos, es una metodología sencilla que sólo requiere comparar el coeficiente de variación del cambio del resultado con el coeficiente de variación del cambio en las ventas.

Frente a las anteriores ventajas, hay que señalar que puede producir importantes sesgos de medición derivados de las incorrectas asunciones utilizadas para modelizar el comportamiento de las variables en ausencia de manipulación y, por lo tanto, la manipulación en sí misma.

Así, Eckel (1981) asume que las ventas no son utilizadas para manipular el resultado, por lo que el alisamiento se confirma cuando el coeficiente de variación del cambio de las ventas es mayor que el coeficiente de variación del cambio del resultado. Sin embargo, gran parte de la investigación actual sobre manipulación del resultado sostiene la conveniencia de considerar como variables no manipuladas el cambio de las ventas cobradas, más que el cambio de las ventas totales.

## **II.3. LA TEORÍA POSITIVA DE LA ELECCIÓN CONTABLE**

### **II.3.1. Orígenes**

La teoría positiva de la elección contable se deriva tanto del cambio en el esquema metodológico seguido por la normalización contable, como de la reacción al alcance que tomó el proceso de regulación en las décadas de los sesenta y setenta. Con el objetivo de situar el contexto en el que surge esta línea de investigación, creemos conveniente revisar las relaciones históricas entre normalización e investigación sobre elección contable.

El objetivo de la regulación contable es controlar, a través de la emisión de normas, la cantidad y el nivel de uniformidad que debe presentar la información financiera de la empresa. Para justificar las normas adoptadas, los organismos reguladores han necesitado apoyarse en una teoría que permitiese resolver los conflictos de elección que se plantean por la existencia de diversas alternativas contables, promoviendo que gran parte de la investigación en Contabilidad se haya dirigido a elaborar el marco teórico en el que basar la elección contable.

La necesidad de fundamentar las decisiones normalizadoras en torno a una teoría contable ha sido señalada por diversos autores. Así, en palabras de Tua Pereda (1983, p. 887): "Desde sus comienzos, la regulación contable ha buscado un apoyo teórico que sirviera como punto de partida para la emisión de normas con destino a la práctica". Igualmente, Pina Martínez (1991, p. 84) señala que gran parte del esfuerzo de los investigadores ha sido construir una base teórica que permita sustentar la emisión de normas contables incuestionables.

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

No obstante, la elaboración de esta teoría contable se ha abordado históricamente desde distintas posiciones metodológicas en respuesta al diferente estadio alcanzado por la normalización y al diferente objetivo atribuido desde la misma a la información contable. De esta forma, y aún cuando en función de la metodología seguida pueden distinguirse dos grandes perspectivas de investigación: normativa y positiva, es frecuente diferenciar tres etapas en el ámbito de la investigación que están conectadas con las etapas seguidas por la normalización contable en EE.UU.<sup>29</sup>:

La primera etapa, que abarca el período comprendido entre principios de los años treinta y finales de los años cincuenta, se caracteriza por la utilización de una metodología positiva dirigida a recopilar y explicar las prácticas contables más utilizadas en las empresas para, a partir de ellas, inducir los principios básicos que las sustentan. En este período, en conexión con la preocupación institucional por proteger a los inversores bursátiles, la contabilidad financiera se considera un medio para comunicar a los accionistas la situación de la empresa. El escaso avance conseguido en la unificación de los procedimientos contables provocó el cambio de orientación.

En la segunda etapa, cuyo punto de partida se sitúa en el año 1959, fecha de constitución del APB, se intenta avanzar en la normalización construyendo previamente el soporte teórico que permita fundamentar las normas contables. Para ello se utiliza una metodología normativa consistente en derivar una serie de postulados básicos que sirvan de base para la formulación de los

---

<sup>29</sup> Tua Pereda (1983, pp. 452-484) realiza un análisis exhaustivo de las características de estas etapas.

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

principios contables y para el desarrollo de las reglas que deben aplicarse a cada situación concreta. En esta etapa existe la creencia de que sólo hay una forma correcta de reflejar los hechos contables, de modo que la finalidad atribuida a la contabilidad financiera es la búsqueda y registro de una verdad única, el cálculo del beneficio y de la situación patrimonial, sin importar quién la recibe y por qué (Tua Pereda, 1991, p. 24).

Hay que esperar hasta principios de la década de los setenta para que la preocupación de los organismos reguladores se traslade de la fijación de postulados y principios a la fijación de los objetivos, estableciéndose como propósito prioritario de la contabilidad financiera su utilidad para satisfacer las necesidades de los usuarios. Aunque en épocas anteriores pueden encontrarse referencias al objetivo de utilidad, el informe Trueblood del AICPA (1973) constituye el primer documento institucional en el que se reconoce explícitamente el cambio de enfoque que da lugar a la tercera etapa, denominada utilitarista. Así, en el primero de los doce puntos sobre "objetivos de la información financiera" se recoge que el objetivo básico de los estados contables es suministrar información útil para la toma de decisiones económicas.

Junto al nuevo objetivo, basado en la utilidad para el usuario, aparece el tema de las consecuencias económicas de las normas contables en referencia "al impacto de la información contable en la toma de decisiones de las empresas, gobierno, sindicatos, inversores y acreedores" (Zeff, 1978, p. 56).

Ambos factores contribuyen fundamentalmente a que se produzca un nuevo cambio en la metodología utilizada por la investigación en torno a la elección contable. Se abandona el uso



## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

generalizado de la investigación normativa dedicada a la búsqueda de la alternativa más correcta como vía para elegir entre criterios de valoración o nivel de publicación de información, y los problemas de elección se plantean analizando empíricamente tanto la utilidad de la información, como los posibles efectos que la misma puede provocar en las decisiones de los usuarios.

Si en un primer momento los enfoques surgidos en esta etapa utilitarista se caracterizan por el mayor interés hacia los inversores, utilizando las teorías financieras para estudiar la relación entre la información contable y los precios de las acciones, posteriormente los investigadores se dirigen a evaluar la conducta del usuario interno de la información: la empresa<sup>30</sup>. Dentro de la investigación centrada en la empresa se sitúa la teoría positiva de la elección contable que surge impulsada por dos artículos de Watts y Zimmerman publicados en *Accounting Review* en 1978 y 1979<sup>31</sup>.

---

<sup>30</sup> Monterrey Mayoral (1998) revisa las características de la investigación positiva orientada hacia el mercado de valores y de la investigación positiva basada en las teorías de la empresa.

<sup>31</sup> Aunque estos dos trabajos son la referencia utilizada habitualmente por los investigadores, Watts y Zimmerman (1978) sitúan el origen de la teoría positiva de la contabilidad en Watts (1977).

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

### II.3.2. Objetivos y marco conceptual

#### *Objetivos*

Watts y Zimmerman (1978 y 1979) expresan su desacuerdo con la metodología normativa utilizada en las décadas anteriores y la necesidad de construir una teoría positiva que explique los factores que influyen en la actitud de los directivos ante las normas contables, con la finalidad de obtener un conjunto de predicciones que permitan entender tanto el origen de las presiones ejercidas por éstos en el proceso de emisión de normas, como el efecto de las normas contables en la redistribución de los recursos.

En palabras de estos autores: “Buscamos desarrollar una teoría positiva de la determinación de normas contables. Tal teoría ayudará a entender mejor las fuerzas de presión que determinan el proceso de regulación contable, el efecto de las diferentes normas contables en los diferentes grupos de individuos, y por qué los grupos emplean recursos para intentar influir en el proceso de regulación” (Watts y Zimmerman 1978, p. 112).

Así, señalan que las teorías contables deben ser positivas y explicar por qué determinadas empresas usan unos procedimientos contables y no otros alternativos, proporcionando predicciones sobre qué empresas utilizarán o no esos procedimientos. Estas explicaciones y predicciones del comportamiento de la empresa ante la información contable permitirán a los usuarios valorar las consecuencias que, para ellos, tienen las decisiones contables (Watts y Zimmerman, 1986, pp. 2 y 7).

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

En opinión de Belkaoui (1985, p. 134): “el mensaje básico de la corriente positiva de la contabilidad, también conocida como ‘La Escuela de Rochester’, es que las teorías contables normativas no son teorías científicas y deben ser reemplazadas por teorías positivas que expliquen las prácticas contables actuales en términos de la elección voluntaria de los directivos de los procedimientos contables alternativos”.

Por lo tanto, a diferencia de la investigación descriptiva, que retrata lo que ocurre, y de la investigación normativa, centrada en prescribir lo que debería ocurrir, el objetivo principal de la teoría positiva de la elección contable es explicar y predecir la orientación que tomará la política de información contable adoptada por los directivos. En este sentido, se aparta de la investigación positiva iniciada por Ball y Brown (1968), que estudia la relación entre las cifras contables y los precios de las acciones sin proporcionar hipótesis que predigan y expliquen la elección contable.

Aunque la teoría positiva se centra en la Contabilidad Financiera, algunos autores han utilizado sus planteamientos para explicar la evolución de los procedimientos contables internos afectos a la Contabilidad Directiva. Entre estos autores hay que destacar a Azofra y Prieto (1996), quienes analizan los cambios en los sistemas de información contable internos desde la perspectiva de la teoría positiva de la contabilidad.

### *Marco conceptual*

El marco conceptual utilizado por la teoría positiva de la elección contable se apoya en la incidencia de la información contable en

## *CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN*

los costes de agencia y en los costes/beneficios políticos y, por lo tanto, en la riqueza de los directivos. Los efectos que producen los costes de agencia en la elección contable se determinan a través de la concepción de la empresa recogida en la teoría de la red contractual. Los efectos de los costes y/o beneficios políticos se examinan apoyándose en la teoría del proceso político.

Tal y como expusimos en el capítulo primero, la teoría de la red contractual considera a la empresa como un nexo de contratos que utilizan la información contable como mecanismo de control de los directivos para minimizar los costes de agencia. La teoría positiva sitúa el énfasis en el hecho de que la información contable sea una parte de los mecanismos de control de los directivos.

De acuerdo con Watts (1977, p. 63), muchos trabajos en la literatura contable argumentan que la función de los estados financieros de las empresas es y debería ser proporcionar información útil a los inversores para sus decisiones de inversión. Pero la información contable también tiene como función retribuir y supervisar a los directivos para que sus actuaciones no se desvíen de los objetivos del principal. Por consiguiente, las funciones de utilidad y control de la información contable se superponen.

Desde la perspectiva general de los costes de transacción, Holthausen y Leftwich (1983, pp. 81-82) señalan que un mundo sin costes de transacción produce la proposición de irrelevancia de la contabilidad financiera: el valor de la empresa es independiente de la elección de las reglas contables porque los usuarios de la información contable pueden interpretar los estados contables usando cualesquiera medida sin incurrir en

## *CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN*

costes. Sin embargo, la empresa se enfrenta a costes de transacción que viene dados por los costes de negociar, formular, evaluar y renegociar los términos de los contratos, así como los costes asociados a la obtención de información. Cuando los costes de transacción se introducen en el análisis, la elección voluntaria u obligatoria de los métodos contables afecta al valor de la empresa y a la riqueza de los directivos, auditores, reguladores e inversores porque los factores que afectan a estos costes cambian la distribución de los flujos de tesorería esperados o los derechos de las partes sobre esos flujos de tesorería.

Así, Watts y Zimmerman (1978) sostienen que la información contable en general, y más concretamente la magnitud del resultado, afecta directamente e indirectamente a la riqueza de los directivos.

El efecto en la riqueza de los directivos es directo cuando se altera la base de referencia para la determinación del sistema de retribución. Esto es, cuando los directivos tienen primas sobre beneficios.

La riqueza de los directivos puede alterarse indirectamente por los contratos de deuda y por los costes o beneficios políticos. El incumplimiento de las restricciones de los contratos de deuda puede acelerar el vencimiento de la deuda o la renegociación de los contratos con los subsiguientes costes que afectan a los flujos de tesorería futuros de la empresa. Las regulaciones gubernamentales de la actividad empresarial como, por ejemplo, la determinación de las tarifas en los sectores regulados, los impuestos, las subvenciones o las protecciones arancelarias también alteran los futuros flujos de tesorería de la empresa. Por

## *CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN*

consguiente, los contratos de deuda y los costes o beneficios políticos pueden alterar los flujos de tesorería de las empresas, lo que afecta al precio de las acciones y al valor del capital humano de los directivos y, por consiguiente, a la riqueza de éstos.

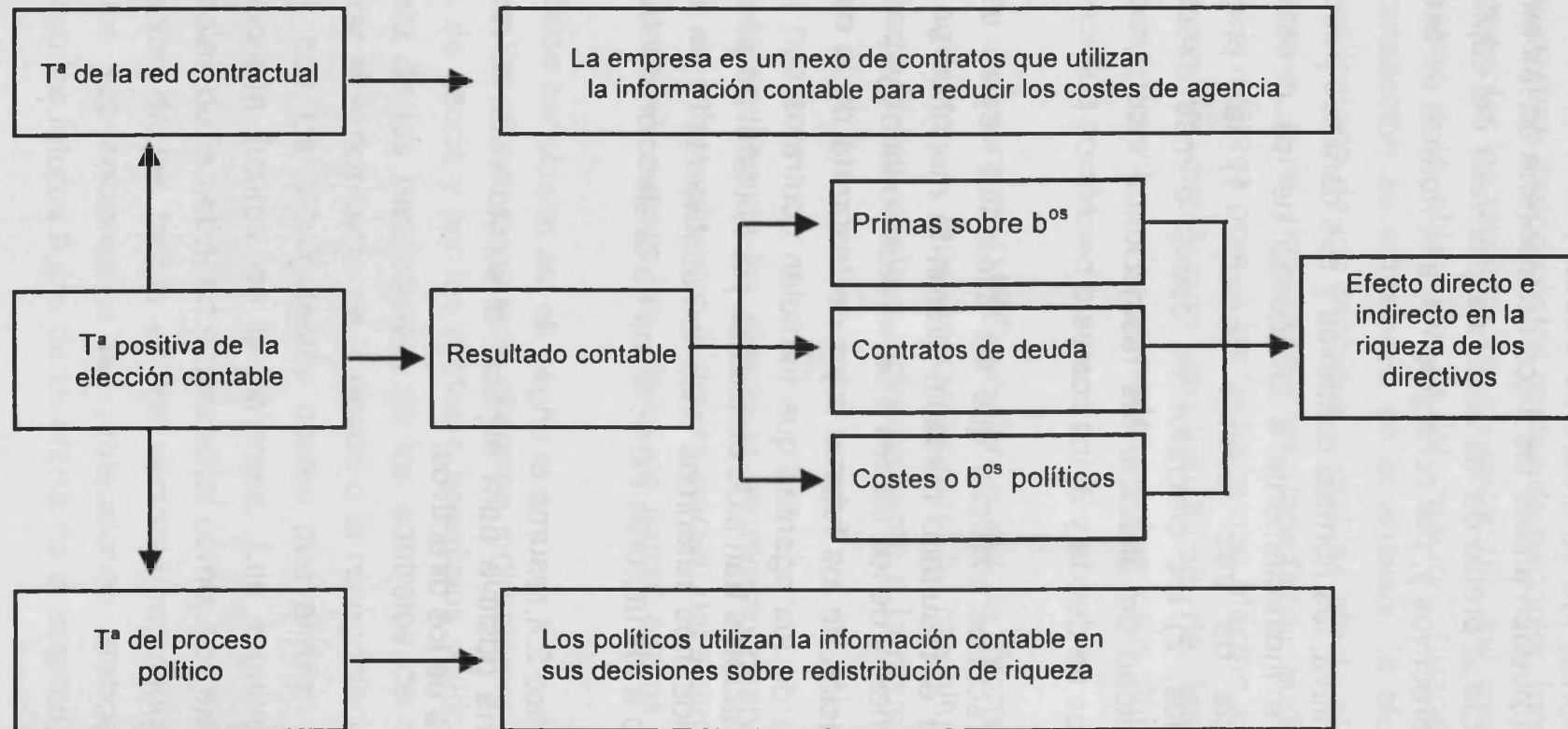
En definitiva, las normas contables y sus cambios pueden afectar directa e indirectamente a la riqueza de los directivos por la presencia de tres factores básicos: 1) las primas sobre beneficios, 2) los contratos de deuda o más exactamente la probabilidad de alcanzar las restricciones incorporadas en los contratos de deuda y 3) los costes o beneficios políticos.

Estos factores explican que las diferentes reglas usadas para calcular el resultado contable alteren la magnitud de los costes de agencia y de los costes o beneficios políticos y, por lo tanto, la distribución de los futuros flujos de tesorería de la empresa y la riqueza de los agentes que formulan contratos con la empresa. Estos factores han sido ampliados por la literatura posteriormente y a ellos nos referimos más exhaustivamente en el apartado relativo a los factores explicativos de la elección contable.

El Gráfico 2.4 resume el origen de las relaciones establecidas por la teoría positiva para explicar el efecto entre el resultado y la riqueza de los directivos.

GRÁFICO 2.4.

LA RELACIÓN ENTRE EL RESULTADO CONTABLE Y LA RIQUEZA DE LOS DIRECTIVOS



### **II.3.3. Metodología de la investigación sobre los factores explicativos**

Los trabajos integrados dentro de la teoría positiva de la elección contable se pueden clasificar en dos áreas de investigación, atendiendo a los objetivos perseguidos en los trabajos:

1. La investigación relativa a los factores representativos de los costes de agencia y de los costes o beneficios políticos que explican la elección de procedimientos que anticipan o difieren el reconocimiento de beneficios. Representa el núcleo central de la teoría positiva tanto por el número de estudios como por la mayor consistencia empírica detectada.

2. La investigación que analiza las consecuencias económicas de los cambios contables que anticipan o difieren el reconocimiento de beneficios, a través del impacto que provocan en el mercado de valores. Los trabajos realizados en esta área han sido escasos y los resultados empíricos no son concluyentes.

Dado que nuestro trabajo empírico se enmarca dentro de la primera de estas dos áreas de investigación, a continuación se exponen sus características y los problemas del análisis empírico utilizado para contrastar las hipótesis. Ello permitirá entender las razones que impulsan la aparición de la investigación sobre manipulación del resultado<sup>32</sup>.

En términos generales, las hipótesis sobre los factores explicativos predicen que la elección de los procedimientos

---

<sup>32</sup> Las hipótesis específicas y los resultados empíricos de estas dos áreas de investigación se recogen en el capítulo tercero de esta tesis.



## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

contables que anticipan el reconocimiento de beneficios puede explicarse por los costes de agencia, representados básicamente por las primas sobre beneficios y por la probabilidad de alcanzar las restricciones incorporadas en los contratos de deuda. Por el contrario, los costes o beneficios políticos incentivan a los directivos a elegir los instrumentos que difieren el reconocimiento de beneficios.

En consecuencia, las variables independientes o explicativas de los modelos reflejan los factores representativos de los costes de agencia y de los costes o beneficios políticos, mientras que las variables dependientes o explicadas recogen el efecto que las opciones contables disponibles en el marco de los PCGA producen en el resultado: positivo (anticipar) o negativo (diferir).

La medición de las variables dependientes se ha realizado utilizando dos aproximaciones:

1. La evaluación individual de los métodos contables alternativos, aproximación que ha sido utilizada en la mayor parte de los trabajos. En este caso, la variable dependiente suele tomar el valor 1 cuando se elige la opción que anticipa el reconocimiento de beneficios: amortización lineal, adopción del método FIFO para valorar el consumo de existencias, capitalización de los costes de I+D, etc. El valor 0 se asigna a los criterios contables que difieren beneficios: amortización acelerada, adopción del LIFO, imputación como gastos de los costes de I+D, etc.

2. El diseño de carteras de métodos contables a las que se asigna un peso diferente en el cálculo del resultado, la cual ha sido empleada en escasos trabajos entre los que se encuentran los de Zmijewski y Hagerman (1981) y Soliman (1989). Una vez

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

el investigador ha seleccionado varias alternativas contables que anticipan o difieren beneficios, se ordenan las posibles combinaciones y se obtienen, bajo determinadas asunciones, una serie de estrategias que tienen una incidencia mayor o menor en el beneficio.

Por ejemplo, suponiendo 4 alternativas contables, y dado que cada una tiene dos efectos diferentes en el resultado (anticipación o diferimiento) hay 16 posibles combinaciones que las empresas podrían adoptar. Si se asume que cada alternativa produce el mismo efecto en el beneficio<sup>33</sup>, se obtienen 5 estrategias en las empresas: 1) las cuatro alternativas elegidas difieren beneficios, 2) una de las alternativas elegida anticipa beneficios y las tres alternativas restantes los difieren, 3) se han adoptado dos alternativas que anticipan beneficios y dos que difieren, 4) una de las alternativas difiere beneficios y las tres restantes los anticipan, y 5) las cuatro alternativas elegidas anticipan beneficios.

Puesto que las variables dependientes son variables de carácter cualitativo, los modelos de regresión utilizados son modelos de elección discreta (logit y probit binomiales o multinomiales) que calculan la probabilidad de elegir las diferentes opciones contables según los valores de las variables independientes.

Esta metodología tiene dos importantes limitaciones que reducen el poder explicativo de los modelos:

---

<sup>33</sup> Ello supone, por ejemplo, que la decisión amortización lineal versus acelerada tiene la misma incidencia en el resultado que la decisión FIFO versus LIFO, etc. Dada la arbitrariedad de esta asunción, los investigadores también han asumido que cada método contable tiene un peso diferente en el beneficio.

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

1. Las opciones contables elegidas por el investigador no miden necesariamente el efecto de la discrecionalidad de los directivos, porque estas opciones puede no ser susceptibles de manipulación (Watts y Zimmerman, 1990).
2. Es improbable que los directivos elijan las opciones contables de forma independiente. Los directivos tienen una estrategia de beneficio a lo largo del tiempo y para su consecución es de esperar que empleen el conjunto de instrumentos de los que disponen (Zmijewski y Hagerman, 1981, p. 133).

En este mismo sentido, Watts y Zimmerman (1986, p. 248) señalan: "Si los directivos eligen los procedimientos contables sobre la base de una cartera, la investigación sobre la elección de procedimientos contables individuales no es un poderoso test para la contrastación de las tres hipótesis básicas".

No obstante, la capacidad explicativa de la aproximación que utiliza el diseño de carteras de métodos contables, explicada anteriormente, también es baja porque la ordenación de las estrategias de elección de métodos contables requiere asunciones sobre los efectos relativos en el resultado contable que pueden no ser correctas y producir errores de medición de la variable dependiente.

En palabras de Zmijewski y Hagerman (1981, p. 141): "La 'verdadera' ordenación de las combinaciones de políticas contables y, por lo tanto, las 'verdaderas' estrategias pueden diferir de las estrategias propuestas por dos razones. La primera es que las asunciones *ad hoc* sobre la magnitud de los efectos de las políticas contables en el beneficio neto de todas las empresas pueden ser incorrectas. El resultado de este tipo de

## *CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN*

error es que muchos de los intervalos cardinales de estimación podrían no ser estadísticamente significativos. La segunda razón de que cualquiera de las estrategias analizadas pueda diferir de las 'verdaderas' estrategias surge de los efectos de las políticas contables en las empresas individuales. Para una empresa en particular, el efecto de los métodos de valoración de existencias puede ser mayor, menor o igual que el efecto de la depreciación. Esto produce errores de clasificación de una empresa dentro de una estrategia".

### **II.4. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO**

Como indicamos en la introducción del capítulo, la investigación sobre manipulación del resultado se inicia con las aportaciones de Healy (1985) y DeAngelo (1986) que cambiaron la definición de la variable dependiente empleada en los modelos de elección discreta utilizados por la teoría positiva.

Los autores utilizaron unas sencillas asunciones sobre el comportamiento de los ajustes contables en ausencia de manipulación (ajustes no discrecionales), obteniendo una estimación de los ajustes contables discrecionales por diferencia entre los ajustes contables realizados del período y los ajustes no discrecionales. De este modo, en lugar de medir la variable dependiente a través del efecto cualitativo que produce la adopción de procedimientos contables específicos, la variable dependiente es una variable continua que mide los ajustes contables discrecionales estimados.

De acuerdo con Watts y Zimmerman (1986, p. 263), la incorporación en los modelos sobre elección contable de los

## *CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN*

ajustes contables discrecionales aumenta la "potencia del test" porque éstos captan todas las posibles elecciones. Sin embargo, una dificultad de los primeros modelos es la ausencia de una teoría que explique el comportamiento que deben tener los ajustes contables no discrecionales.

En los mismos términos se expresan los autores en un trabajo posterior: las estimaciones utilizadas hasta el momento son una medida ruidosa los ajustes contables manipulados por los directivos porque no existe un "auténtico" modelo que permita diferenciar los componentes discrecional y no discrecional de los ajustes contables (Watts y Zimmerman, 1990, p. 144).

Así, y aunque lo usual es calificar las aportaciones de Healy (1985) y DeAngelo (1986) como los primeros modelos que estiman los ajustes discrecionales y no discrecionales, puede decirse que el modelo de Jones (1991) es el primero que explica los factores determinantes de los ajustes no discrecionales, lo que supone avanzar en la investigación propia de la teoría positiva de la elección contable.

Por otra parte, los trabajos de Burgstahler y Dichev (1997) y DeGeorge, Patel y Zeckhauser (1999) incorporan una segunda metodología a la investigación sobre manipulación del resultado, que no requiere estimar los ajustes contables discrecionales. En este caso, la existencia de manipulación se demuestra por la presencia de discontinuidades significativas en la distribución de frecuencias del resultado en los intervalos contiguos al umbral de referencia, el cual se asume representa el objetivo de resultado a conseguir por los directivos.

## *CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN*

Antes de analizar los diversos modelos de estimación de los ajustes discretivos y las características de la metodología basada en las distribuciones de frecuencias, creemos conveniente destinar un apartado a explicar la obtención de los ajustes contables a partir de los flujos de tesorería.

### **II.4.1. Flujos de tesorería de las actividades ordinarias y ajustes contables**

La aplicación de los principios contables del devengo, de correlación de ingresos y gastos y de prudencia provoca una discrepancia entre los flujos de tesorería y el resultado contable periódico. Esta diferencia representa los ajustes contables o ajustes a los flujos de tesorería efectuados en el período.

Así pues, en un sentido estricto, los ajustes contables son la diferencia entre el resultado del ejercicio y los flujos de tesorería<sup>34</sup>. No obstante, dado que los investigadores se centran en los flujos de tesorería de las actividades ordinarias, y no en los flujos de tesorería totales, el término ajustes contables se utiliza como sinónimo de los ajustes que deben efectuarse al resultado para obtener los flujos de tesorería de las actividades ordinarias.

---

<sup>34</sup> Los pronunciamientos de los organismos reguladores sobre la elaboración del estado de flujos de tesorería, entre los que destacan el SFAS 95 del FASB (1987), la NIC 7 del IASC (1992) y el documento 20 de la serie principios contables de AECA (1998), clasifican los flujos de tesorería atendiendo al tipo de operaciones realizadas por la empresa en: flujos de tesorería de las actividades ordinarias, flujos de tesorería por actividades de inversión y flujos de tesorería por actividades de financiación.

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

Seguidamente, hacemos referencia al contenido informativo de los ajustes contables para centrarnos, posteriormente, en los problemas de determinación de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias, los cuales provocan problemas para obtener los ajustes contables, y en la obtención de estas variables.

### II.4.1.1. Contenido informativo de los ajustes contables

Frente a la “objetividad” de los flujos de tesorería<sup>35</sup>, los principios y normas contables incorporan la posibilidad de elegir entre criterios alternativos y, por consiguiente, la posibilidad de manipular, en cierta medida, el resultado contable sin infringir los PCGA. No obstante, los PCGA exigen que se mantenga la uniformidad de los criterios a lo largo del tiempo y sólo se lleven a cabo alteraciones con el objetivo de representar, de la mejor manera posible, la imagen fiel.

Dada su objetividad, los flujos de tesorería del ejercicio podrían ser más utilizados por los inversores y acreedores como fuente de información para evaluar la capacidad futura de la empresa y la actuación de los directivos. Sin embargo, los flujos de tesorería no son un buen predictor de la actuación futura de la empresa. Están influenciados por la temporalidad de las entradas y salidas de dinero, lo que produce problemas de desajuste y de información no oportuna para que los usuarios puedan adoptar decisiones útiles (Dechow, 1994).

---

<sup>35</sup> No obstante, es cierto que, como señalan Gabás y Apellániz (1994, p. 115), la existencia de definiciones alternativas de tesorería incorpora una cierta flexibilidad en la cuantificación de los flujos de tesorería.

## *CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN*

Así, Gonzalo Angulo (1995, p. 19), en su estudio realizado para revisar las formas y métodos de análisis basados en las magnitudes relacionadas con los flujos de tesorería, señala: "La tesorería generada por las operaciones, y su utilización para financiar el resto de las actividades, suele ser la clave para el análisis y determinación del tipo de comportamiento que está siguiendo la empresa".

Para Amat, Blake y Dowds (1996, p. 614): "Una de las ventajas de la contabilidad de los flujos de tesorería es que evita muchos de los problemas generados por la posibilidad de elección entre varias alternativas que existe en la contabilidad elaborada con criterios de devengo. Sin embargo, es importante ser consciente de que algunos de los aspectos problemáticos de la información elaborada con criterio de devengo pueden serlo también en el estado de flujos de tesorería". Así, los autores señalan que los flujos de tesorería son inevitablemente fluctuantes debido a la naturaleza cíclica de la actividad económica, por lo que deben juzgarse a largo plazo más que en un único período.

La mayor utilidad para los usuarios del resultado frente a los flujos de tesorería del ejercicio se recoge en el SFAC 1 del FASB (1978, párrafo 44): "La información sobre el resultado de la empresa y sus componentes obtenidos por los ajustes contables generalmente aceptados proporciona un indicador mejor de la actuación de la empresa que la información de los cobros y pagos del período". Esta afirmación promovió una fructífera línea de investigación que cuestiona o trata la validez del potencial predictivo de los flujos de tesorería frente al resultado contable.

La evidencia empírica proporcionada por los trabajos enmarcados en esta corriente confirma que los ajustes contables,



## *CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN*

especialmente los de corto plazo que, como veremos posteriormente, son los derivados de los cambios en las cuentas de capital circulante de las operaciones, añaden contenido informativo a los flujos de tesorería del ejercicio puesto que permiten predecir mejor los futuros flujos de caja de la empresa. Entre ellos, se encuentran los realizados por Wilson (1986), Rayburn (1986), Dechow (1994), Gabás y Apellániz (1994), Giner y Sancho (1996) y Dechow, Kothari y Watts (1998).

El trabajo de Dechow (1994) pone además de manifiesto que el contenido informativo del resultado contable y, por consiguiente, de los ajustes contables, en comparación con los flujos de tesorería ordinarios, aumenta en las siguientes situaciones:

1. Cuando el intervalo temporal es corto. La asociación entre el resultado contable y los futuros rendimientos de las acciones es mayor en los intervalos trimestrales y anuales que en los intervalos de cuatro años. Ello demuestra que los problemas de temporalidad de los flujos de tesorería tienden a desaparecer cuando el intervalo temporal es largo.

2. Cuando las empresas experimentan grandes cambios en el capital circulante de las operaciones o cuando emprenden nuevas actividades de inversión o financiación. En un contexto de estabilidad de las cuentas de capital circulante, de la inversión y de la financiación no hay mucha diferencia entre la información suministrada por el principio de caja y por el principio de devengo. Sin embargo, cuando la empresa experimenta cambios en sus requerimientos de capital circulante (por ejemplo, el porcentaje de las ventas cobradas varía de un ejercicio a otro) o cuando emprende nuevas actividades de inversión y financiación, la magnitud de los ajustes contables aumenta y, por

## *CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN*

consiguiente, la diferencia entre los flujos de tesorería y el resultado. La autora demuestra que cuanto mayor es el valor absoluto de los ajustes contables realizados en el ejercicio por la empresa, mayor es la capacidad del resultado contable para predecir los futuros rendimientos de las acciones.

3. Cuando mayor es la duración del ciclo de explotación. Relacionado con el punto anterior, predice y confirma que cuanto más largo es el ciclo de explotación de una empresa, mayores son sus requerimientos de capital circulante para un determinado nivel de actividad, y mayor es la asociación entre el resultado y los futuros rendimientos de las acciones.

Ingram y Lee (1997) demuestran que, en comparación con la información suministrada por el resultado y por los flujos de tesorería por actividades ordinarias, los ajustes contables tienen una mayor capacidad para predecir el futuro crecimiento de la empresa, medido por el cambio en las ventas, el cambio en activo y el cambio en el neto.

Por su parte, el reciente trabajo de Barth, Cram y Nelson (2001) revela que cada componente de los ajustes contables (la variación de las cuentas de clientes, la variación de existencias, la variación de las cuentas de proveedores y los gastos de amortización) tiene distinta capacidad para predecir los futuros flujos de tesorería. De ahí debe entenderse que todos ellos son útiles para este propósito.

#### **II.4.1.2. Problemas de determinación de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias**

Los trabajos sobre la manipulación contable se centran en la información contenida en los flujos de tesorería de las actividades ordinarias por ser las actividades que constituyen el objeto habitual de la empresa y, en consecuencia, por la idea de que la información contenida en la tesorería de las operaciones corrientes representa la medida más recurrente de las circunstancias económicas de la empresa.

Como ejemplo de la importancia de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias recogemos la siguiente cita de AECA (1998, p. 22):

“Así como la cuantía de los resultados de las actividades ordinarias es la cifra más importante que se deriva de la cuenta de pérdidas y ganancias, el montante de los flujos líquidos netos de este tipo de actividades es la información clave que refleja el estado de flujos de tesorería, y ello por dos razones:

1) en primer lugar, porque permite conocer las pautas de transformación en cobros y pagos de las partidas de ingresos y gastos, respectivamente, que constituyen la cuenta de resultados, ofreciendo de esta manera una información muy importante para enjuiciar el comportamiento financiero de la entidad en el período, y

2) en segundo, porque los flujos líquidos por actividades ordinarias son la fuente primaria de tesorería para la realización de pagos por dividendos, reembolsos de préstamos y pagos por operaciones de inversión en activos inmovilizados, debiendo

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

recurrirse a otras fuentes alternativas de fondos líquidos cuando la cuantía de los mismos no sea suficiente para cubrir las necesidades descritas”.

La determinación de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias no está exenta de problemas. Desde una perspectiva histórica, los problemas se derivan de la confusión sobre el concepto, las operaciones que intervienen y la diversidad de formatos utilizados por las empresas para presentar esta información.

Así, por ejemplo, en el *Statement of Changes in Financial Position*, recogido en el APB Opinion 19 (AICPA, 1971), los flujos de tesorería de las actividades ordinarias se computaban a partir del confuso concepto de “fondos procedentes de las operaciones” lo que suponía un problema de comparabilidad de la información dada la flexibilidad en la terminología y formatos usados en la preparación de este documento.

En la actualidad, las dificultades surgen por la utilización generalizada del método indirecto, que estima los flujos de tesorería de las actividades ordinarias corrigiendo la autofinanciación operativa con los cambios en las cuentas de capital circulante de las operaciones ordinarias salvo la tesorería.

Esto es, los pronunciamientos contables permiten elaborar el estado de flujos de tesorería a través de dos métodos: directo e indirecto. El método directo informa por separado de las principales categorías de cobros y pagos del período. El procedimiento indirecto muestra la conciliación entre el resultado del ejercicio y los flujos de tesorería para poner de manifiesto el proceso de transformación del beneficio, o la pérdida, en liquidez.

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

Realizando todos los ajustes pertinentes, el importe de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias obtenido con el método indirecto debería coincidir con el que se obtendría en caso de utilizar el método directo.

Sin embargo, como señalan Drtina y Largay (1985), Huefner, Ketz y Largay (1989), Bahnson, Miller y Budge (1996) y Collins y Hribar (1999), entre otros autores, el balance y el estado de tesorería no están necesariamente articulados en el sentido de que los cambios experimentados en el ejercicio en las cuentas del balance que intervienen en la determinación de la variación del capital circulante de las operaciones ordinarias, salvo tesorería, no tienen por qué haberse producido por cambios en la tesorería.

Los motivos de estas divergencias pueden deberse a las reclasificaciones de activos o pasivos de largo a corto plazo, a la conversión a la moneda funcional de los estados contables de las empresas subsidiarias en el extranjero al tipo de cambio de la fecha de cierre, a los cambios en la entidad contable producidos por fusiones, adquisiciones, ventas de filiales, etc.

Dado que los investigadores calculan los flujos de tesorería de las actividades ordinarias y los ajustes contables a través del procedimiento indirecto de estimación, el problema de la no necesaria articulación junto con la frecuente utilización de simplificaciones<sup>36</sup> provoca que autores como Collins y Hribar

---

<sup>36</sup> Como ejemplos extremos de estas simplificaciones, podemos citar los trabajos de Ball y Brown (1968) y de Beaver y Dukes (1972) que sólo utilizan las amortizaciones para obtener los ajustes contables.

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

(1999) señalen que las conclusiones de estas investigaciones empíricas están sesgadas<sup>37</sup>.

Como contrapunto de esta opinión, creemos necesario señalar que esta manera de operar deriva de la falta de información sobre los flujos de tesorería de las actividades ordinarias de las empresas, especialmente evidente en el caso de España, y de la necesidad de homogeneizar, en el tiempo y entre empresas, la información sobre los flujos de tesorería y los ajustes contables. Los problemas históricos señalados anteriormente obligan a calcular estas variables utilizando aproximaciones de sus verdaderos valores que, por supuesto, contienen un término de error.



### **II.4.1.3. Obtención de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias y los ajustes contables**

A continuación nos centramos en las diferentes definiciones empleadas en la investigación sobre manipulación del resultado para obtener los ajustes contables. Con este objetivo, siguiendo el contenido del Gráfico 2.5, comenzaremos haciendo referencia a la obtención de los flujos de tesorería por actividades ordinarias a través del método indirecto, para pasar después a la obtención de los ajustes contables.

---

<sup>37</sup> A favor de estas conclusiones, Hansen (1999) encuentra que los errores de medición y el sesgo de los estimadores de los ajustes contables discretionales obtenidos por los modelos de DeAngelo (1986), Jones (1991) y Jones modificado por Dechow, Sloan y Sweeny (1995) están asociados a los cambios estructurales de la empresa.

**GRÁFICO 2.5.**  
**EL MÉTODO INDIRECTO DE CONCILIACIÓN ENTRE EL RESULTADO**  
**Y LOS FLUJOS DE TESORERÍA DE LAS ACTIVIDADES ORDINARIAS**

+	<b>Resultado ordinario (neto) del ejercicio</b>	 <b>Ajustes contables a largo plazo</b>
-	Cargos derivados de activos y pasivos a largo plazo efectuados al resultado ordinario (neto) que no han supuesto pagos Abonos derivados de activos y pasivos a largo plazo efectuados al resultado ordinario (neto) que no han supuesto cobros	
=	<b>La variación del capital circulante de las operaciones ordinarias (Recursos procedentes o generados de las operaciones)</b>	 <b>Ajustes contables a corto plazo</b>
- (+)	Incremento (disminución) de las cuentas de activo del capital circulante de operaciones ordinarias salvo tesorería y equivalentes	
- (+)	Disminución (incremento) de cuentas de pasivo del capital circulante de operaciones ordinarias	
=	<b>Flujos de tesorería de las actividades ordinarias</b>	

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

Como indica el Gráfico 2.5, el resultado ordinario (o el resultado neto) se corrige por los ajustes contables a largo plazo, que representan los cargos (gastos/pérdidas) y abonos (ingresos/beneficios) efectuados al resultado que no han supuesto movimientos de tesorería y proceden de activos y pasivos a largo plazo. De la diferencia entre el resultado y los ajustes a largo plazo se obtiene la variación del capital circulante de las operaciones ordinarias o, en términos del PGC español, los recursos procedentes o generados de las operaciones, que se incluyen en el cuadro de financiación.

Los ajustes contables a largo plazo dependen del nivel de resultado considerado como referencia: resultado ordinario o resultado neto<sup>38</sup>. Así, si partimos del resultado neto, los ajustes a largo plazo incluirían partidas relativas a las actividades de inversión y financiación como, por ejemplo, los beneficios y pérdidas por enajenación del inmovilizado, las subvenciones de capital traspasadas al resultado del ejercicio o las variaciones en las provisiones del inmovilizado material, inmaterial y cartera de control. Sin embargo, lo habitual es utilizar el resultado ordinario, por lo que los ajustes a largo plazo provienen, fundamentalmente, de las dotaciones para amortizaciones del inmovilizado.

Si a los recursos procedentes o generados de las operaciones le incorporamos los ajustes contables a corto plazo, que son los que se derivan de los cambios habidos durante el período en las

---

<sup>38</sup> Concretamente, el PGC establece que los recursos procedentes de las operaciones se determinan corrigiendo el resultado neto del ejercicio por: los beneficios o pérdidas que sean consecuencia de correcciones valorativas de activos inmovilizados o pasivos a largo plazo, los gastos e ingresos que no han supuesto variación del capital circulante y los resultados obtenidos en la enajenación de elementos del inmovilizado (Norma 8ª, párrafo d, sobre la elaboración de las cuentas anuales).



## *CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN*

cuentas que afectan al capital circulante de las operaciones, excluida la tesorería y equivalentes, obtenemos los flujos de tesorería de las actividades ordinarias.

El problema de determinar estos flujos de tesorería y, por lo tanto, la magnitud de los ajustes contables surge por los siguientes dos motivos:

En primer lugar, como apuntamos en el epígrafe anterior, las reclasificaciones de activos y pasivos de largo a corto plazo o los cambios en la entidad contable, entre otros acontecimientos, provocan que las variaciones experimentadas en las cuentas del balance que intervienen en el cálculo de la variación del capital circulante de las operaciones ordinarias no se hayan producido necesariamente por cambios en la tesorería.

En segundo lugar, la agregación de las cuentas por masas patrimoniales contenida en el balance de situación, y la de gastos e ingresos ofrecida en la cuenta de pérdidas y ganancias, imposibilita delimitar todos los componentes que afectan exclusivamente a los flujos de tesorería de las operaciones ordinarias, y no a los de las operaciones de inversión y financiación de la empresa. A estos problemas hacemos referencia en el epígrafe IV.4.2. del capítulo cuarto de la tesis, en el que se explica cómo se han calculado los flujos de tesorería de las actividades ordinarias y los ajustes contables.

Por consiguiente, los ajustes contables totales realizados en un período pueden calcularse de dos formas:

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

1. Como diferencia entre el resultado y los flujos de tesorería de las actividades ordinarias (método directo), lo que requiere disponer de información sobre los flujos de tesorería.
2. Utilizando simplificaciones o aproximaciones de sus componentes a largo y a corto plazo (método indirecto).

En cada uno de estos dos procedimientos existen diferencias en las definiciones empleadas por los autores consultados en la investigación sobre manipulación del resultado y, por lo tanto, en la magnitud de los ajustes, cuyas características señalamos a continuación.

En relación con el método directo, los trabajos no coinciden en el nivel del resultado (neto u ordinario) a considerar para determinar su magnitud. Así, DeAngelo (1986 y 1988), Boynton, Dobbins y Plesko (1992), Pourciau (1993) y Subramanyam (1996) han definido y calculado los ajustes contables por la diferencia entre el resultado neto del ejercicio y los flujos de tesorería de las actividades ordinarias, mientras que Becker et al. (1998) y DeFond y Subramanyam (1988) definen los ajustes contables como la diferencia entre el resultado ordinario y los flujos de tesorería ordinarios.

Las definiciones de los ajustes contables totales, AT, utilizadas se recogen en las siguientes expresiones:

$$AT_t = RE_t - CFO_t$$
$$AT_t = RO_t - CFO_t$$

Siendo,

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

$CFO_t$  = Los flujos de tesorería de las actividades ordinarias del ejercicio t.

$RE_t$  = El resultado neto del ejercicio t.

$RO_t$  = El resultado ordinario del ejercicio t.

En lo que respecta al método indirecto, también existen diferencias en las definiciones, especialmente en el caso de los ajustes a corto plazo. Es decir, mientras que los autores coinciden generalmente en definir los ajustes a largo plazo considerando únicamente las dotaciones para amortización del inmovilizado depreciable, las cuentas del balance utilizadas para calcular los ajustes contables a corto plazo o ajustes de circulante difieren en función del trabajo.

Por ejemplo, Healy (1985), Liberty y Zimmerman (1986) y Cahan (1992), entre otros autores, calculan los ajustes a corto plazo por la variación de cuatro partidas del balance: las existencias, las cuentas a cobrar de clientes (*accounts receivable*), las cuentas a pagar a proveedores (*accounts payable*) y el impuesto sobre beneficios a pagar. Por su parte, autores como Jones (1991) y Leone y Van Horn (1999) obtienen los ajustes a corto plazo por la variación de las cuentas de activo circulante distintas de tesorería menos/más la variación del pasivo circulante.

Las siguientes expresiones sintetizan las características de la obtención de los ajustes contables totales a través de sus componentes a largo y a corto plazo:

$$AT_t = AC_t + AL_t$$

$$AC_t = \Delta WC_t = \Delta INV_t + \Delta DC_t - \Delta OP_t$$

$$AL_t = - DEP_t$$

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

Siendo,

$AC_t$  = Los ajustes a corto plazo o de circulante del ejercicio t.

$AL_t$  = Los ajustes a largo plazo del ejercicio t.

$\Delta WC_t$  = La variación del capital circulante de las actividades ordinarias, salvo tesorería, del ejercicio t respecto al ejercicio t-1.

$\Delta INV_t$  = La variación de existencias del ejercicio t respecto al ejercicio t-1.

$\Delta DC_t$  = La variación de los derechos de cobro con origen en las operaciones ordinarias del ejercicio t respecto al ejercicio t-1.

$\Delta OP_t$  = La variación de las obligaciones de pago con origen en las operaciones ordinarias del ejercicio t respecto al ejercicio t-1.

$DEP_t$  = Los gastos por amortización del inmovilizado depreciable del ejercicio t.

Como resumen, el Cuadro 2.2 recoge las definiciones de ajustes contables empleadas en los trabajos empíricos sobre manipulación del resultado.

En él se refleja que la obtención de los ajustes contables por el método directo se emplea en escasos trabajos. Concretamente, de los 53 trabajos recogidos en el cuadro, el método directo sólo parece haber sido utilizado en los estudios de DeAngelo (1986), Boynton, Dobbins y Plesko (1992), Subramanyam (1996), Becker et al. (1998), DeFond y Subramanyam (1998), Kasznik (1999) Klein (2000) y Heninger (2001).

Asimismo, de los 45 trabajos que utilizan el método indirecto, sólo 10 trabajos se centran exclusivamente en los ajustes contables de circulante: DeFond y Jiambalvo (1994), Guenther

## *CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN*

(1994), Becker et al. (1998), DeFond y Subramanyam (1998), McCulloch (1998a y 1998b), Peasnell, Pope y Young (1998, 1999a y 1999b) y Heninger (2001).

No obstante, como indicaremos al explicar las versiones de circulante de los modelos basados en Jones (1991), autores como Beneish (1998) sostienen la conveniencia de considerar sólo a los ajustes de corto plazo, eliminando los ajustes de largo plazo, para estimar los ajustes contables discretionales.

CUADRO 2.2.

DEFINICIONES DE AJUSTES CONTABLES  
EN LA INVESTIGACIÓN SOBRE MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

Autores (Año). País	Definición de ajustes contables
Healy (1985). EE.UU.	$\Delta$ existencias + $\Delta$ cuentas a cobrar - $\Delta$ cuentas a pagar - ( $\Delta$ impuesto sobre beneficios a pagar + impuestos diferidos) - gastos por amortización.
DeAngelo (1986). EE.UU.	Resultado neto - flujos de tesorería de las actividades ordinarias
Liberty y Zimmerman (1986). EE.UU.	Idem a Healy (1985).
Jones (1991). EE.UU.	$\Delta$ activo circulante - $\Delta$ tesorería - $\Delta$ pasivo circulante - gastos por amortización.
Boynton et al. (1992). EE.UU.	Idem a DeAngelo (1986).
Cahan (1992). EE.UU.	Idem a Healy (1985).
DeFond y Jiambalvo (1994). EE.UU.	Ajustes a corto plazo = $\Delta$ existencias + $\Delta$ cuentas a cobrar + $\Delta$ otros activos circulantes - $\Delta$ cuentas a pagar - $\Delta$ impuesto sobre beneficios a pagar - $\Delta$ otros pasivos circulantes.
Guenther (1994). EE.UU.	Ajustes a corto plazo = $\Delta$ activo circulante - $\Delta$ tesorería - $\Delta$ pasivo circulante + $\Delta$ deuda a corto por reclasificación - $\Delta$ impuesto sobre beneficios a pagar.
Apellániz y Labrador (1995). España	2 definiciones: 1) Ajustes totales = $\Delta$ existencias + $\Delta$ deudores de tráfico - $\Delta$ acreedores de tráfico - gastos por amortización - dotaciones a las provisiones a largo plazo y 2) Ajustes a largo plazo = gastos por amortización + dotaciones a las provisiones a L.P.
Dechow et al. (1995). EE.UU.	$\Delta$ activo circulante - $\Delta$ tesorería - $\Delta$ pasivo circulante + $\Delta$ deuda a corto por reclasificación - gastos por amortización.
Kang y Sivaramakrishnan (1995). EE.UU.	$\Delta$ existencias + $\Delta$ cuentas a cobrar + $\Delta$ otros activos circulantes - $\Delta$ cuentas a pagar - gastos por amortización.
Gaver et al. (1995). EE.UU.	$\Delta$ activo circulante - $\Delta$ tesorería - $\Delta$ pasivo circulante + $\Delta$ deuda a corto por reclasificación - $\Delta$ impuesto sobre beneficios a pagar - gastos por amortización.
Holthausen et al. (1995). EE.UU.	$\Delta$ activo circulante - $\Delta$ tesorería - $\Delta$ pasivo circulante + $\Delta$ deuda a corto por reclasificación - gastos por amortización - impuestos diferidos.

**CUADRO 2.2.  
CONTINUACIÓN**

Autores (Año). País	Definición de ajustes contables
Dechow et al. (1996). EE.UU.	Idem a Dechow et al. (1995).
Guay et al. (1996). EE.UU.	Idem a Dechow et al. (1995).
Subramanyam (1996). EE.UU.	Idem a DeAngelo (1986).
Beneish (1997). EE.UU.	Idem a Holthausen et al. (1995).
Cahan et al. (1997). EE.UU.	Idem a Jones (1991).
DeFond y Park (1997). EE.UU.	Idem a Dechow et al. (1995).
Hall y Stammerjohan (1997). EE.UU.	Idem a Healy (1985).
Jones (1997). EE.UU.	Idem Jones (1991).
Key (1997). EE.UU.	$\Delta$ activo circulante $\neq$ de tesorería e inversiones financieras - $\Delta$ pasivo circulante + $\Delta$ deuda a corto por reclasificación - gastos por amortización.
Paek y Press (1997). EE.UU.	Idem a Dechow et al. (1995).
Robinson y Grant (1997). EE.UU.	Idem a Healy (1985).
Wu (1997). EE.UU.	Idem a Dechow et al. (1995).
Becker et al. (1998). EE.UU.	Rdo ordinario - fujos de tesorería de las actividades ordinarias.
Culvenor et al (1998). EE.UU.	Idem a Dechow et al. (1995).
DeFond y Subramanyam (1998). EE.UU.	Idem a Becker et al. (1998).
Makar y Alam (1998). EE.UU.	No especificados.
McCulloch (1998a y 1998b). EE.UU.	Ajustes a corto plazo. No especificados.
Peasnell et al. (1998). Reino Unido	Ajustes a corto plazo = $\Delta$ existencias + $\Delta$ cuentas a cobrar - $\Delta$ cuentas a pagar.
Teoh, Welch y Wong (1998a). EE.UU.	Idem a DeFond y Jiambalvo (1994).

**CUADRO 2.2.  
CONTINUACIÓN**

Autores (Año). País	Definición de ajustes contables
Teoh, Welch y Wong (1998b) y Teoh, Wong y Rao (1998). EE.UU.	2 definiciones: 1) Ajustes a corto plazo = DeFond y Jiambalvo (1994) y 2) Ajustes a largo plazo = Resultado neto - flujos de tesorería actividades ordinarias - Ajustes a corto plazo.
Young (1998). Reino Unido	Idem a Dechow et al. (1995).
Abarbanell y Lehavý (1999).EE.UU.	$\Delta$ activo circulante - $\Delta$ tesorería - $\Delta$ pasivo circulante + $\Delta$ deuda a corto por reclasificación - gastos por amortización.
Beneish (1999). EE.UU.	Idem a Holthausen et al. (1995).
Chambers (1999). EE.UU.	Idem a Gaver et al. (1995).
Francis et al. (1999). EE.UU.	$\Delta$ activo circulante - $\Delta$ tesorería - $\Delta$ pasivo circulante + $\Delta$ deuda a corto por reclasificación - gastos por amortización - impuestos diferidos.
Guidry et al. (1999). EE.UU.	$\Delta$ existencias + $\Delta$ cuentas a cobrar + $\Delta$ Otros activos circulantes - $\Delta$ cuentas a pagar - $\Delta$ Otros pasivos circulantes - gastos por depreciación y amortización.
Jeter y Shivakumar (1999). EE.UU.	Idem a DeFond y Jiambalvo (1994), pero incluyendo los ajustes a largo plazo definidos por los gastos por amortización.
Kaszink (1999). EE.UU.	Rdo. de las operaciones continuas - flujos de tesorería de las actividades ordinarias.
Kang (1999). EE.UU.	Idem a Dechow et al. (1995).
Leone y Van Horn (1999). EE.UU.	Idem a Jones (1991).
Peasnell et al. (1999a y 1999b). Reino Unido	Ajustes a corto plazo. No especificados.
Rajgopal et al. (1999). EE.UU.	No especificados.
Shivakumar (1999). EE.UU.	Idem a Jeter y Shivakumar (1999).
Azofra et al. (2000). España	Idem a Dechow et al. (1995).
Klein (2000). EE.UU.	Idem a DeAngelo (1986).
Bartov (2001). EE.UU.	Idem a Abarbanell y Lehavý (1999).
Heninger (2001). EE.UU.	Idem a Becker et al. (1998).



## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

### II.4.2. Modelos de estimación de los ajustes discrecionales

El objetivo principal de la investigación sobre manipulación del resultado es separar los ajustes contables en dos componentes:

1. Los no discrecionales, normales o no manipulados, que representan los ajustes no susceptibles de manipulación y los ajustes impuestos por los organismos reguladores.
2. Los ajustes discrecionales, anormales o inesperados, que miden la manipulación contable de los directivos.

Dada la imposibilidad de medir directamente estos componentes, los investigadores utilizan un modelo para determinar la magnitud de los ajustes no discrecionales y obtener un subrogado de los ajustes discrecionales por diferencia entre los ajustes contables y los ajustes no discrecionales estimados. Ello se puede expresar como:

$$A = \text{AND} + \text{AD} \Rightarrow \text{AD} = A - \text{AND}$$

Siendo,

A = Los ajustes contables.

AND = Los ajustes contables no discrecionales

AD = Los ajustes contables discrecionales.

Atendiendo al número de ajustes considerados en el término A de la expresión anterior, los modelos pueden clasificarse en dos grupos:

1. Los modelos relativos a un ajuste contable específico que el investigador asume como instrumento de manipulación, los

## *CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN*

cuales predicen el comportamiento que debería tener ese específico ajuste contable en ausencia de manipulación.

Puesto que requieren aplicar juicios de valor sobre el ajuste que presumiblemente manipula el directivo, su empleo se ha centrado en las cuentas y sectores en los que parece existir un gran margen de discrecionalidad. Por ejemplo, las provisiones y reservas por pérdidas en el sector bancario y de seguros.

Dentro de esta categoría se encuentran el modelo de McNichols y Wilson (1988), centrado en la provisión por insolvencias, los de Moyer (1990), Wahlen (1994), Beaver y Engel (1996) y Ahmed, Takeda y Thomas (1999), relativos al sector bancario y al comportamiento de las reservas por pérdidas de préstamos, así como los de Petroni (1992), Beaver y McNichols (1998), Peñalva (1998), Petroni, Ryan y Wahlen (1999) y Gaver y Paterson (2000), realizados considerando el comportamiento de las reservas por pérdidas de reclamaciones en el sector seguros.

2. Los modelos relativos al conjunto de ajustes contables representados por los ajustes totales (AT) o por los ajustes de corto plazo (AC) en los términos definidos en el cuadro anterior (Cuadro 2.2).

En este segundo grupo se enmarca la gran mayoría de los estudios realizados en el ámbito de la manipulación del resultado, y a ellos nos referimos a continuación.

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

### II.4.2.1. Modelos relativos al conjunto de ajustes contables

Los modelos desarrollados para estimar el conjunto de los ajustes discrecionales, tanto en sus componentes a largo y a corto plazo, como los que se centran exclusivamente en los ajustes a corto plazo, se estudian siguiendo el siguiente orden:

- Modelos de Healy (1985), DeAngelo (1986) y Dechow y Sloan (1991).
- Modelo original de Jones (1991).
- Modelo de Jones modificado por Dechow, Sloan y Sweeny (1995).
- Otras modificaciones del modelo de Jones.
- Modelo de Kang y Sivaramakrishnan (1995).
- Modelo de Peasnell, Pope y Young (1998).
- Modelo de McCulloch (1998a).

*Modelos de Healy (1985), DeAngelo (1986) y Dechow y Sloan (1991)*

Healy (1985) asume que los ajustes contables discrecionales suman cero a lo largo del horizonte de estimación. Ello implica que los ajustes contables no discrecionales de cada ejercicio vienen dados por la media de los ajustes contables totales obtenidos en el período de estimación:

$$AND_t = \frac{\sum_{n=1}^T AT_n}{T}$$

Donde,

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

- $AND_t$  = Los ajustes contables no discrecionales del ejercicio  $t$  divididos por el total del activo al final del ejercicio  $t$ , que es la variable utilizada por Healy para reducir los problemas de heteroscedasticidad.
- $AT_n$  = Los ajustes contables totales en los  $n$  ejercicios incluidos en el período de estimación divididos por el total del activo.
- $t$  = El subíndice indicativo del ejercicio de referencia.
- $n = 1...T$  = El subíndice de los ejercicios incluidos en el período de estimación.

En su comentario al trabajo de Healy (1985), Kaplan (1985, p. 111) señala que la utilización de los ajustes contables totales como subrogado de los ajustes no discrecionales constituye una importante limitación del modelo porque está asumiendo que los ajustes no discrecionales son constantes en el período de estimación, y eso no suele ser cierto. Las circunstancias económicas de la empresa modifican las cuentas de capital circulante y, por lo tanto, los ajustes contables no discrecionales, por lo que sería preferible utilizar un modelo simple que expresara cómo se espera que cambien las existencias, las cuentas a cobrar y las cuentas a pagar en función del cambio en las ventas de cada año. El autor también sostiene que los gastos por depreciación de activos fijos difícilmente pueden considerarse un ajuste discrecional.

Posteriormente, DeAngelo (1986) considera que la variación en los ajustes contables totales producida en un ejercicio económico refleja el componente discrecional de los ajustes. Por consiguiente, el modelo propuesto por la autora estima los ajustes no manipulados utilizando los ajustes totales del período anterior:

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

$$AND_t = AT_{t-1}$$

Como indican Dechow, Sloan y Sweeny (1995, p.198), el modelo de DeAngelo puede considerarse un caso especial del modelo de Healy en el que el período de estimación de los ajustes no discrecionales se restringe a las observaciones del año anterior. Si los ajustes no discrecionales son constantes a lo largo del tiempo, ambos modelos estarán bien especificados. Sin embargo, si los ajustes contables no discrecionales cambian de un período a otro, los modelos producirán sesgos por errores de medición que originan errores de especificación del modelo. Ello implica que las críticas de Kaplan (1985) al modelo de Healy pueden aplicarse al modelo de DeAngelo.

De acuerdo con Jones (1991, p. 210), los ajustes contables no discrecionales son una función de los ingresos, por lo que el cambio en los ajustes totales de un período puede originarse por la variación de los ajustes no discrecionales debida al cambio de ingresos, y no por la variación en los ajustes discrecionales.

El objetivo del denominado "modelo industrial" de Dechow y Sloan (1991) no es analizar el comportamiento de los ajustes contables, sino el comportamiento de los costes de I+D para contrastar si estas actividades se manipulan en el año anterior al cambio de los CEO. No obstante, Dechow, Sloan y Sweeny (1995) incorporan este modelo en su estudio sobre la capacidad estadística de los modelos empleados para detectar la manipulación del resultado, lo que ha generado que la literatura lo mencione como una referencia más.

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

Este modelo considera que los ajustes no discrecionales pueden obtenerse a través de una regresión que incorpora como variable independiente a la medida de los ajustes contables realizados en las empresas pertenecientes al mismo sector:

$$AND_t = \alpha + \beta \text{ media}_t (AT_t)$$

Donde,

$\text{media}_t (AT_t)$  = La medida industrial de los ajustes contables totales del ejercicio  $t$  normalizada el activo de las empresas del mismo sector no incluidas en la muestra.

$\alpha$  y  $\beta$  = Los parámetros específicos de la empresa en la regresión.

De acuerdo con Dechow, Sloan y Sweeney (1995, p. 200), la capacidad estadística del modelo industrial depende de dos factores. Primero, el modelo elimina la posibilidad de medir la variación de los ajustes no discrecionales que no sean comunes entre las empresas del mismo sector, de modo que el modelo producirá sesgos de medición en las variables si los cambios en los ajustes no discrecionales responden a cambios en las circunstancias específicas de una empresa. Segundo, el modelo elimina la variación en los ajustes discrecionales que están correlacionadas entre las empresas, lo que puede causar problemas de potencia del análisis empírico, esto es, problemas de no rechazar la hipótesis nula cuando ésta es falsa.

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

### *Modelo original de Jones (1991)*

Jones (1991) intenta controlar el efecto que tienen los cambios en las circunstancias económicas en el comportamiento de los ajustes no discrecionales, incorporando sus factores determinantes. Los ajustes contables a corto plazo están determinados por el cambio en las cuentas de capital circulante que dependen en alguna medida de los cambios en los ingresos. Por su parte, el componente más importante de los ajustes a largo plazo son los gastos por amortizaciones que dependen, fundamentalmente, de los elementos del inmovilizado material.

Teniendo en cuenta estos dos factores, el modelo expresa los ajustes no discrecionales como una función de:

1. La variación de los ingresos por ventas<sup>39</sup>, que controla los cambios normales en las cuentas de capital circulante.
2. El nivel del inmovilizado material, que controla el nivel normal o no discrecional de los gastos derivados de la amortización contable de los activos depreciables.

Así pues, el modelo que plantea Jones (1991) es:

$$AND_t = a + b_1 \Delta REV_t + b_2 PPE_t$$

Donde,

$\Delta REV_t$  = La variación en las ventas en el ejercicio t respecto del ejercicio t-1.

$PPE_t$  = El inmovilizado material bruto en el ejercicio t.

---

<sup>39</sup>Aunque Jones (1991) no especifica claramente el tipo de ingresos, algunas posteriores aplicaciones del modelo utilizan las ventas netas.

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

$a$ ,  $b_1$  y  $b_2$  = Los parámetros específicos de la empresa.

Todas las variables del modelo, incluido el intercepto  $a$ , se dividen por el activo total al final del ejercicio  $t-1$  (activo al inicio del ejercicio  $t$ ), que es la variable usada por Jones para reducir la heteroscedasticidad. No obstante, el modelo se ha aplicado utilizando otras variables, como el activo medio (Holthausen 1995) o las ventas (Young, 1998).

La función de regresión que permite obtener los estimadores de los parámetros ( $\alpha$ ,  $\beta_1$  y  $\beta_2$ ) y el componente discrecional de los ajustes contables viene dada por:

$$AT_t = \alpha + \beta_1 \Delta REV_t + \beta_2 PPE_t + \varepsilon_t$$

Donde,

$\alpha$ ,  $\beta_1$  y  $\beta_2$  = Los estimadores de  $a$ ,  $b_1$  y  $b_2$ .

El error de predicción,  $\varepsilon_t$ , representa la variable subrogada de los ajustes discrecionales:

$$\varepsilon_t = AD_t = AT_t - AND_t = AT_t - [\alpha + \beta_1 (\Delta REV_t) + \beta_2 (PPE_t)]$$

Seguendo a Jones (1991, p. 213), el signo esperado del coeficiente de estimación  $\beta_2$  es negativo, dado que está relacionado con los ajustes derivados de la amortización del inmovilizado que reducen el resultado del ejercicio. Sin embargo, el signo esperado del coeficiente estimado  $\beta_1$  no es obvio, puesto que el cambio en los ingresos puede causar cambios positivos en algunas cuentas de capital circulante (por ejemplo, un aumento las cuentas a cobrar) y cambios negativos en otras cuentas de capital circulante (por ejemplo, un aumento de las cuentas a



## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

pagar). La autora obtiene signos positivos tanto para el intercepto,  $\alpha$ , como para el coeficiente  $\beta_1$ , siendo negativo el coeficiente  $\beta_2$ .

Culvenor, Godfrey y Byrne (1998) encuentran que el poder explicativo del modelo aumenta cuando se utiliza el inmovilizado material bruto en lugar del inmovilizado material neto. Sin embargo, la inclusión de los activos intangibles y de las revaluaciones de activos no mejora su capacidad explicativa.

### *Modelo de Jones modificado por Dechow, Sloan y Sweeny (1995)*

El modelo de Jones asume que los ingresos por ventas, cobrados y no cobrados, no son objeto de manipulación, por lo que pueden ser usados como una variable explicativa de los ajustes no discrecionales. No obstante, tal y como apuntamos al tratar el alisamiento, el resultado puede manipularse cambiando ventas de un período a otro, es decir, mediante operaciones reales, lo que produciría errores de especificación del modelo original de Jones.

Para captar la posibilidad de que las ventas no cobradas se manipulen, Dechow, Sloan y Sweeny (1995) ajustaron el cambio en las ventas por el cambio en las cuentas a cobrar y expresaron los ajustes no discrecionales como:

$$AND_t = a + b_1 (\Delta REV_t - \Delta AR_t) + b_2 PPE_t$$

Siendo,

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

$\Delta AR_t$  = La variación en las cuentas a cobrar de clientes en el ejercicio t respecto al ejercicio t-1, dividida por el activo al final del ejercicio t-1.

En definitiva, la modificación introducida supone asumir que el cambio en las ventas cobradas no es objeto de manipulación, mientras que el cambio en las ventas a crédito producido en el período de estimación es un instrumento de manipulación.

Como señala Beneish (1998, p. 212), "reconozco que, en los años en que las ventas son manipuladas, parte del crecimiento de las ventas no es originalmente exógeno, pero no hay forma de diferenciar qué parte del crecimiento de las ventas es consecuencia de la manipulación". No obstante, la evidencia sí parece confirmar que es más difícil ejercer la discreción sobre las ventas al contado que sobre las ventas a crédito.

Concretamente, Beneish (1997) encuentra que las ventas al contado raramente son manipuladas (sólo el 1,6 % de las empresas de la muestra presenta algún tipo de manipulación en esta partida). Por el contrario, las ventas a crédito son frecuentemente manipuladas (67,2% de la muestra).

### *Otras modificaciones del modelo de Jones*

El modelo de Jones (1991) y el modelo de Jones modificado por Dechow, Sloan y Sweeny (1995) han sido alterados por algunos investigadores, lo que ha generado que existan diversas versiones de los modelos "tipo Jones". Las modificaciones introducidas al modelo de Jones (original o con la modificación de

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

Dechow, Sloan y Sweeny) se pueden agrupar en tres categorías no excluyentes, que a continuación analizamos:

1. La versión de circulante de los modelos "tipo Jones".
2. La incorporación de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias como factor de control.
3. La estimación transversal.

La denominada versión de circulante fue aplicada al modelo original de Jones por DeFond y Jiambalvo (1994) y Guenther (1994), entre otros autores. Consiste en excluir el componente relativo al inmovilizado material (PPE) y, por lo tanto, los ajustes a largo plazo representados por la amortización contable.

Así, el componente no discrecional de los ajustes a corto plazo se calcula utilizando el cambio de los ingresos por ventas como única variable explicativa:

$$ACND_t = a + b_1 \Delta REV_t$$

Siendo,

$ACND_t$  = Los ajustes contables a corto plazo no discrecionales del ejercicio t, divididos por el activo al final del ejercicio t-1.

Según Beneish (1998, p. 211), este modelo parece más atractivo porque la manipulación a través de la depreciación es transparente o económicamente inverosímil. Es transparente porque los efectos de los cambios en la vida útil o en los métodos de amortización deben reflejarse en la memoria. Es inverosímil porque para hacerla menos transparente debe

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

realizarse través de los cambios en el activo fijo y ello supone que el directivo renuncia a las oportunidades rentables.

Consistente con este argumento, la evidencia presentada por Keating y Zimmerman (1999) demuestra que los cambios en la política de amortización no parecen ser la herramienta usada para manipular el resultado. Los cambios en el método de amortización, en las revisiones de la vida útil y en las estimaciones del valor residual fueron relativamente infrecuentes, dado que se produjeron en menos del 1% de las empresas-año de su muestra.

Por su parte, Peasnell, Pope y Young (1999a) utilizan la versión de circulante del modelo de Jones modificado por Dechow, Sloan y Sweeny (1995), al que nos hemos referido anteriormente.

La segunda modificación, recogida en recientes estudios, consiste en incorporar los flujos de tesorería de las actividades ordinarias en la regresión, como una variable adicional, para controlar un doble efecto:

- a. La correlación negativa existente entre el cambio de los ajustes contables de circulante y el cambio en los flujos de tesorería de las actividades ordinarias, cuya evidencia se encuentra en los trabajos de Dechow (1994) y Dechow, Kothari y Watts (1996).

La explicación de por qué se produce esta correlación negativa se encuentra en la capacidad de los ajustes contables para reducir los desajustes producidos por las fluctuaciones temporales de las entradas y salidas de dinero. En palabras de Dechow (1994, p.19): "Si los ajustes contables son usados para

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

alisar temporalmente las fluctuaciones en los flujos de tesorería, entonces los cambios en los flujos de tesorería y los ajustes contables estarán negativamente correlacionados". Esta correlación implica, además, que los cambios en flujos de tesorería de las operaciones ordinarias explican parte del cambio producido en los ajustes contables.

- b. Los errores de especificación detectados en la aplicación de los modelos en las empresas con valores extremos en los flujos de tesorería de las actividades ordinarias.

Dechow, Sloan y Sweeny (1995) detectan que los cinco modelos evaluados en su trabajo: Healy (1985), DeAngelo (1986), Dechow y Sloan (1991), Jones (1991) y el modelo de Jones modificado por ellos, tienden a rechazar o aceptar erróneamente la hipótesis nula (que predice que el resultado no es manipulado) en las empresas con valores extremos en el resultado contable o en los flujos de tesorería. Concretamente, las empresas con reducidos (elevados) flujos de tesorería por operaciones ordinarias tienden a tener elevados (reducidos) ajustes contables, dada la negativa correlación explicada en el punto anterior, y los modelos tienden a atribuir estos ajustes al componente discrecional, por lo que la frecuencia de los ajustes discretos tiende a ser elevada (reducida).

Así pues, la inclusión de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias ha dado lugar a dos nuevos modelos:

- El modelo de Kasznik (1999), que añade el cambio en los flujos de tesorería a la versión de Jones modificada por Dechow, Sloan y Sweeny (1995):

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

$$AND_t = a + b_1 (\Delta REV_t - \Delta AR_t) + b_2 PPE_t + b_3 \Delta CFO_t$$

Donde,

$\Delta CFO_t$  = La variación de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias del ejercicio t respecto al ejercicio t-1, dividida por el activo al final del ejercicio t-1.

- El modelo empleado por Jeter y Shivakumar (1999), que utiliza la versión original de Jones (1991) añadiendo cinco coeficientes específicos para los quintiles en los que se dividen los valores de los flujos de tesorería por actividades ordinarias de las empresas de la muestra.

$$AND_t = a + b_1 \Delta REV_t + b_2 PPE_t + b_3 (d1_t CFO_t) + b_4 (d2_t CFO_t) + b_5 (d3_t CFO_t) + b_6 (d4_t CFO_t) + b_7 (d5_t CFO_t)$$

Donde,

d1 ..d5 = Los indicadores de los quintiles de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias a los que pertenecen las empresas, que son variables cualitativas que toman el valor 1 cuando las observaciones se encuentran en el quintil y el valor 0 en caso contrario.

La tercera modificación ha consistido en utilizar estimaciones transversales, en lugar de estimaciones temporales, para detectar los ajustes discrecionales. Es decir, mientras que Jones (1991) y Dechow, Sloan y Sweeny (1995) estimaron originalmente los coeficientes de regresión de sus modelos mediante mínimos cuadrados ordinarios utilizando datos de serie temporal, gran parte de la investigación reciente postula las

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

ventajas de estimar los coeficientes de regresión a través de datos transversales (*cross-sectional*).

DeFond y Jiambalvo (1994), que fueron los primeros en aplicar datos transversales a su versión del modelo de Jones, obtuvieron una mayor t-estadística con la estimación transversal por mínimos cuadrados ordinarios que con la estimación temporal por mínimos cuadrados ordinarios.

Los problemas de la estimación con datos temporales son, por un lado, que se necesita un mínimo de 10 observaciones en el tiempo para obtener los grados de libertad suficientes para realizar los análisis de significatividad y, por otro lado, que asume que los coeficientes de las variables independientes permanecen constantes a lo largo del período temporal de estimación.

Los datos de corte transversal, que suponen estimar los parámetros en las empresas de un mismo sector en un momento del tiempo, permiten disponer de un mayor número de observaciones y pueden aplicarse en períodos temporales inferiores a diez años con mejores niveles de significatividad. Además, no necesitan asumir que los coeficientes del modelo son constantes en el tiempo, aunque sí asumen que los coeficientes son los mismos entre las empresas del sector en cada ejercicio. Parece que los investigadores consideran esta asunción más razonable, ya que la utilización de datos transversales es la aproximación dominante en la actualidad.

Como resumen de las ventajas de la utilización de los datos transversales en la estimación de los ajustes contables no discrecionales, citamos las siguientes palabras de Kothari (2000, p. 61): "La estimación transversal de los modelos de Jones ha

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

reemplazado a la original formulación de serie temporal en las recientes aplicaciones. DeFond y Jiambalvo (1994), Subramanyam (1996) y otros estudios han legitimado la estimación transversal. Su evidencia sugiere que las conclusiones basadas en la estimación transversal no son peores que las obtenidas en la estimación con series temporales en los modelos de Jones. La estimación transversal suaviza los requerimientos de disponibilidad de datos para las empresas que deben ser incluidas en los análisis de estimación de series temporales. Esto mitiga los potenciales problemas de sesgo. La precisión de los estimadores es probablemente mayor en la estimación transversal porque la estimación de series temporales requiere un mayor número de observaciones para una empresa individual".

### *Modelo de Kang y Sivaramakrishnan (1995)*

Kang y Sivaramakrishnan (1995, pp. 354-355) sostienen que los modelos basados en Jones (1991) se enfrentan a tres problemas estadísticos: errores en las variables, variables omitidas y simultaneidad, y ello les lleva a plantear un nuevo modelo. A continuación nos referimos a cada uno de estos tres problemas.

El sesgo por errores de medición aparece cuando en lugar de utilizar los verdaderos valores de las variables se utilizan aproximaciones o variables subrogadas que miden los verdaderos valores de las variables con error. Si los errores se producen en las variables independientes, los estimadores obtenidos por mínimos cuadrados ordinarios son insesgados inconsistentes. Una solución a este problema consiste en utilizar variables instrumentales en la estimación, que, aunque tienen



## *CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN*

una alta correlación con las variables explicativas verdaderas, no están correlacionadas con los términos de error.

El problema de las variables omitidas se origina cuando se excluyen variables que son relevantes para explicar los ajustes discrecionales, lo que puede producir que los estimadores por mínimos cuadrados ordinarios sean sesgados inconsistentes. Para Kang y Sivaramakrishnan (1995), la omisión de los gastos en los modelos tipo Jones puede implicar un problema por omisión de variables explicativas relevantes. Ello puede explicar que los modelos frecuentemente produzcan un sesgo positivo en los ajustes discrecionales en un contexto de crecimiento del resultado y un sesgo negativo en situaciones de reducción del resultado.

Por último, el problema de la simultaneidad surge porque las variables independientes y dependientes se determinan conjuntamente: los ingresos por ventas, que son la variable independiente de los ajustes no discrecionales de circulante, están formados por ajustes no discrecionales, que son la variable dependiente. Esto provoca, según Kang y Sivaramakrishnan (1995), que las variables explicativas no se distribuyan independientemente de los residuos, lo que produce sesgo en los estimadores cuando se utiliza mínimos cuadrados ordinarios.

Para reducir el problema de las variables omitidas relevantes, Kang y Sivaramakrishnan (1995) introducen como variables explicativas no sólo las ventas, sino también el coste de ventas y otros gastos de explotación. Para reducir los problemas de errores en las variables y simultaneidad, los autores estiman los parámetros de su modelo utilizando variables instrumentales y el método de la generalización de momentos.

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

Así, el modelo desarrollado por Kang y Sivaramakrishnan (1995) adopta la siguiente expresión:

$$ABND_t = a + b_1 [\delta_1 REV_t] + b_2 [\delta_2 EXP_t] + b_3 [\delta_3 PPE_t]$$

Las variables  $\delta_1$ ,  $\delta_2$  y  $\delta_3$  se definen como:

$$\delta_1 = AR_{t-1} / REV_{t-1}$$

$$\delta_2 = (INV_{t-1} + OAC_{t-1} - CL_{t-1}) / EXP_{t-1}$$

$$\delta_3 = DEP_{t-1} / PPE_{t-1}$$

Siendo,

$ABND_t$  = Los ajustes contables de balance no discrecionales, que son calculados por el valor de las cuentas al final del período, y no por la variación de las cuentas de capital circulante, menos la amortización:  $ABND_t = AR_t + INV_t + OAC_t - CL_t - DEP_t$ .

$AR_t$  = Las cuentas a cobrar de clientes.

$INV_t$  = Las existencias.

$OAC_t$  = Otros activos circulantes distintos de tesorería y clientes.

$CL_t$  = El pasivo circulante.

$DEP_t$  = Los gastos por amortización del inmovilizado material.

$REV_t$  = Los ingresos por ventas.

$EXP_t$  = Los gastos de explotación distintos de la amortización contable.

$PPE_t$  = El inmovilizado material bruto.

t = Subíndice relativo al ejercicio.

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

### *Modelo de Peasnell, Pope y Young (1998)*

El modelo de Peasnell, Pope y Young (1998), al igual que la versión de circulante de los modelos "tipo Jones", se centra en los ajustes contables de circulante asumiendo que son éstos, y no la amortización contable, el instrumento utilizado para manipular el resultado.

No obstante, consideran que los ajustes de circulante no discrecionales deben expresarse, no como una función de la variación de las ventas corregida por la variación en las cuentas a cobrar de clientes, sino como una función de las ventas<sup>40</sup> y del dinero recibido de clientes, así como de dos márgenes de contribución del sector en el que opera la empresa: el margen bruto en ventas y el margen bruto de dinero.

En consecuencia, el modelo propuesto por los autores para estimar el componente no discrecional de los ajustes de circulante o a corto plazo adopta la siguiente expresión:

$$ACND_t = a + b_1 [\lambda_{1t} REV_t] + b_2 [\lambda_{2t} CR_t]$$

Siendo,

$ACND_t$  = Los ajustes contables a corto plazo no discrecionales del ejercicio t.

$REV_t$  = Las ventas del ejercicio t.

$CR_t$  = Los cobros de clientes en el ejercicio t.

---

<sup>40</sup> El modelo inicial señala que las ventas netas deben corregirse por las pérdidas y dotaciones por insolvencias de clientes. No obstante, la aplicación empírica de su modelo realizada en Peasnell, Pope y Young (1999a) asume que no ha habido cambios en las insolvencias de clientes, por lo que no tienen en cuenta esta corrección.

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

$\lambda_{1t}$  = El margen bruto de las ventas netas del ejercicio t =  
(Ventas del sector<sub>t</sub> - Coste de ventas del sector<sub>t</sub>) /  
Ventas del sector<sub>t</sub>.

$\lambda_{2t}$  = El margen bruto de dinero del sector del ejercicio t =  
(Cobros de clientes del sector<sub>t</sub> - Pagos a proveedores  
del sector<sub>t</sub>) / Cobros de clientes del sector<sub>t</sub>.

Los parámetros en la regresión se estiman con datos transversales. De forma similar a los modelos basados en Jones (1991), Peasnell, Pope y Young (1998) emplean el método de mínimos cuadrados ordinarios en la estimación.

### *Modelo de McCulloch (1998a)*

Por último, nos referiremos al modelo teórico formulado por McCulloch (1998a). Al igual que el de Peasnell, Pope y Young (1998) y la versión de circulante de los modelos tipo Jones, este modelo sólo recoge el comportamiento de los ajustes contables de corto plazo. Sin embargo, a diferencia de los anteriores, incorpora componentes explícitos para la reversión de los ajustes discrecionales y para los flujos de tesorería por operaciones ordinarias.

El autor define los ajustes de circulante no discrecionales (ACND) como:

$$ACND_t = E_t^* - CFO_t$$

Donde,

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

$E_t^*$  = El resultado de las operaciones no manipulado antes de la amortización contable del ejercicio t.

$CFO_t$  = Los flujos de tesorería por operaciones ordinarias del ejercicio t.

Para medir  $E^*$  utiliza los ingresos no manipulados ( $REV^*$ ) calculados tomando la rotación de las cuentas a cobrar no manipuladas ( $REV^*/AR^*$ ). Así, asume que la rotación de cuentas a cobrar no manipulada sigue un proceso que puede ser estimado como:

$$\begin{aligned} REV_t^*/AR_t^* &= b_1 + b_2 (REV_{t-1}/AR_{t-1}) + u \Rightarrow \\ \Rightarrow E_t^* &= REV_t^* = b_1 AR_t + b_2 RevRatio_t + v \end{aligned}$$

Donde,

$$RevRatio_t = REV_{t-1} AR_t / AR_{t-1}$$

Sustituyendo el valor de  $E_t^*$  de la relación anterior, añadiendo un intercepto, a, y eliminado el residuo v, obtiene la siguiente expresión de los ajustes de circulante no discrecionales:

$$ACND_t = a + b_1 AR_t + b_2 RevRatio_t - b_3 CFO_t$$

Asimismo, considera que los ajustes de circulante discrecionales ( $ACD_t$ ) de cada período contienen dos partes: una que representa los nuevos ajustes discrecionales seleccionados en ese período y otra que revierte de los pasados períodos:

$$ACD_t = NEWACD_t + \sum_{i=1}^H \theta_i NEWACD_{t-i}$$

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

Donde,

$NEWACD_t$  = Los nuevos ajustes de circulante discrecionales del período t.

$\theta_i$  ( $\in [-1,0] \forall i$ ) = Los parámetros de los ajustes de circulante discrecionales que revierten de previos períodos<sup>41</sup>.

i = Subíndice relativo a la empresa

Sumando los componentes no discrecional y discrecional recogidos en las dos últimas expresiones, McCulloch (1998a) expresa su modelo en términos de los ajustes de circulante (AC) de la siguiente forma:

$$AC_t = \beta_0 + \beta_1 AR_t + \beta_2 REVRatio_t - \beta_3 CFO_t + \left( \sum_{i=1}^H \theta_i NEWAD_{t-i} + NEWAD_t \right)$$

En su posterior trabajo, McCulloch (1998b) demuestra que, bajo la especificación de su modelo y las estrategias de manipulación del resultado, los ajustes discrecionales y no discrecionales están siempre negativamente correlacionados. La extensión de la correlación negativa depende de la interacción entre la persistencia de la manipulación y el conjunto de oportunidades disponibles para la manipulación. En particular, encuentra que cuanto más persistente sea la corriente de resultados menor será la negativa correlación. La mayor oportunidad de alterar el resultado también atenúa la negativa correlación, pero el efecto no es necesariamente lineal y depende del grado de persistencia del resultado.

---

<sup>41</sup> Para la estimación, asume que  $\theta_i$  permanece constante a lo largo del tiempo.

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

### II.4.2.2. Evidencia sobre el comportamiento de los modelos

A pesar de la aparente superioridad teórica de los modelos de Kang y Sivaramakrishnan (1995), Peasnell Pope y Young (1998) y McCulloch (1998a) frente a los modelos "tipo Jones", no conocemos ningún trabajo que los haya utilizado a excepción de la posterior aplicación realizada por los propios Peasnell, Pope y Young (1999a) y de los trabajos que han comparado la capacidad estadística de los mismos.

A continuación haremos referencia a las conclusiones obtenidas en los estudios que evalúan el comportamiento de los modelos expuestos. Así pues, nos referiremos a los trabajos de Dechow, Sloan y Sweeny (1995), Guay, Kothari y Watts (1996), Kang y Sivaramakrishnan (1995), Kang (1999), Peasnell, Pope y Young (1998), Young (1999) Bartov, Gul y Tsui (2000), Thomas y Zhang (2000) y Azofra, Castrillo y Delgado (2000).

Dechow, Sloan y Sweeny (1995) comparan la especificación y la potencia estadística de cinco modelos<sup>42</sup>: Healy (1985), DeAngelo (1986), Dechow y Sloan (1991), Jones (1991) y el modelo de Jones modificado por ellos. Su evidencia empírica demuestra tres cosas. Primero, que todos los modelos parecen estar bien especificados cuando se aplican a muestras aleatorias. Segundo, todos los modelos tienden cometer errores de tipo I en las empresas con resultados extremos, siendo menores en los modelos original y modificado de Jones. Tercero, la modificación

---

<sup>42</sup> La especificación del análisis estadístico se evalúa analizando la frecuencia con que se generan los errores de tipo I, que surgen cuando la hipótesis nula (que predice que el resultado no es manipulado en respuesta a los factores identificados por los investigadores) es rechazada siendo cierta (rechazar  $H_0/H_0$  es cierta). El poder estadístico se evalúa examinando la frecuencia con que se generan los errores de tipo II, lo que se produce cuando la hipótesis nula no se rechaza siendo falsa (se acepta  $H_0/H_1$  es cierta).

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

del modelo de Jones a través del ajuste de las ventas por las cuentas a cobrar tiene mayor potencia estadística que el modelo original de Jones para detectar la manipulación del resultado.

Esos mismos modelos son evaluados por Guay, Kothari y Watts (1996). Los autores afirman que todos los modelos estiman el componente discrecional con imprecisión y/o errores de especificación, siendo los errores más pronunciados en el modelo de Healy, en el modelo DeAngelo y en el modelo industrial de Dechow y Sloan en comparación con las versiones original y modificada del modelo de Jones.

Sin embargo, tal y como indica Healy (1996), hay que tener presente que el trabajo de Guay Kothari y Watts (1996) compara los modelos valorando la relación de los ajustes discretos y de los no discretos con el rendimiento de las acciones<sup>43</sup>. Por lo tanto, sus conclusiones no pueden extrapolarse a otros estudios sobre manipulación del resultado.

Kang y Sivaramakrishnan (1995), utilizando un proceso de simulación, indican que la estimación con variables instrumentales en su modelo tiene mayor poder y es más robusta contra los errores tipo I (rechazar  $H_0/H_0$  cierta). No obstante, también detectan que el modelo de Jones no parece tener tendencia a cometer errores de tipo I cuando las empresas son aleatoriamente seleccionadas, produciéndose sólo cuando las empresas tienen fases económicas de expansivas (rentabilidad económica aumenta) o de recesión (rentabilidad económica decrece). También indican que la estimación de su modelo con el método de generación de momentos es la mejor.

---

<sup>43</sup> A las hipótesis de Guay, Kothari y Watts (1996) haremos referencia en el capítulo tercero de esta tesis (epígrafe III.4.2.2.2).



## *CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN*

Kang (1999) compara el modelo original de Jones con el modelo de Kang y Sivaramakrishnan utilizando datos transversales. Sus conclusiones son que el comportamiento del modelo original de Jones mejora utilizando variables instrumentales en lugar de mínimos cuadrados ordinarios. El modelo de Kang y Sivaramakrishnan produce una mayor t-estadística que el modelo de Jones cuando se estima usando tanto variables instrumentales como el método de generación momentos, no existiendo diferencias estadísticamente significativas entre ambos métodos de estimación.

Por el contrario, Peasnell, Pope y Young (1998) detectan que la versión instrumental del modelo de Kang y Sivaramakrishnan, a través de regresiones transversales, tiene menor potencia para detectar la manipulación en comparación con la versión de circulante del modelo de Jones y con su modelo. No obstante, los autores no descartan que el modelo de Kang y Sivaramakrishnan pueda mejorar usando variables instrumentales con datos temporales.

Young (1999) concluye que los estimadores de los ajustes discrecionales contienen errores de medición significativos, siendo los errores mayores en el modelo de Healy que en el modelo de DeAngelo y en los modelos original y modificado de Jones. Su evidencia empírica indica que los flujos de tesorería por operaciones ordinarias, el crecimiento de las ventas y la estructura del activo fijo inducen a medir con error el componente estimado de los ajustes discrecionales. De ahí que el autor señale la necesidad de incluir estas variables como factores de control en las regresiones.

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

Bartov, Gul y Tsui (2000) demuestran que la presencia de variables omitidas correlacionadas produce sesgos en los estimadores de los ajustes discrecionales identificando tres variables correlacionadas: 1) el ratio de endeudamiento, 2) el ratio entre el valor contable y el valor de mercado de los fondos propios y 3) el cambio en el resultado ordinario del ejercicio. Sin embargo, a diferencia de Young (1999), no apoyan la capacidad del modelo de DeAngelo para detectar la manipulación del resultado. Asimismo, concluyen que el funcionamiento de los modelos original y modificado de Jones es mejor con estimaciones transversales que con estimaciones temporales.

Por su parte, Thomas y Zhang (2000) comparan la capacidad para predecir los futuros ajustes contables de cuatro modelos: original de Jones, industrial de Dechow y Sloan, Jones modificado por Dechow, Sloan y Sweeny y Kang y Sivaramakrishnan. Los autores detectan que sólo el modelo de Kang y Sivaramakrishnan tiene una relativa capacidad para predecir los ajustes contables totales. No obstante, el modelo original de Jones es el que mejor predice los ajustes contables de circulante.

En el contexto español, Azofra, Castrillo y Delgado (2000) analizan el comportamiento de cinco modelos para detectar el fraude contable: 1) original de Jones; 2) Jones modificado por Dechow, Sloan y Sweeny; 3) versión de circulante del modelo original de Jones; 4) versión de circulante del modelo de Jones modificado por Dechow, Sloan y Sweeny y 5) el modelo Peasnell, Pope y Young. La muestra comprende 30 empresas españolas con opinión con salvedades y denegada en el informe de auditoría en el período comprendido entre 1991 y 1998.

## *CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN*

Los resultados empíricos de su trabajo demuestran que los ajustes discrecionales son significativamente positivos cuando se aplican los cuatro primeros modelos, lo que confirma la hipótesis de que la discrecionalidad contable ha sido utilizada para aumentar el resultado. Por el contrario, los ajustes discrecionales obtenidos a través del modelo de Peasnell, Pope y Young (1998) no son significativamente positivos. Los autores señalan que un problema importante detectado en la estimación de los parámetros a través del modelo de Peasnell, Pope y Young es la alta correlación entre los ingresos y el dinero recibido de clientes.

En resumen, para demostrar la existencia de manipulación del resultado a través de los modelos de estimación de los ajustes contables discrecionales se requiere especificar previamente dos grupos de observaciones: 1) las que se predice tienen fuertes incentivos a manipular el resultado y 2) las que se asumen no son manipuladas. Ello permite comparar si los ajustes discrecionales son significativamente diferentes entre ambos grupos de observaciones y aceptar o rechazar las hipótesis.

Así, la validez de las conclusiones obtenidas con esta metodología depende de dos factores:

Por un lado, de la veracidad de las asunciones sobre el comportamiento de ambos grupos de observaciones. Esto, según McNichols (2000, p. 324), puede ser difícil de mantener no sólo porque no está claro que las observaciones que se asume no manipuladas no lo estén, sino también porque una parte de los ajustes discrecionales revierte en los sucesivos períodos y puede llevar a sobrevalorar o subvalorar el comportamiento discrecional.

## *CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN*

Por otro lado, la capacidad del modelo o modelos empleados para captar el componente discrecional de los ajustes contables también determina la validez de las conclusiones. Esto es, los ajustes discretionales estimados deben ser un buen subrogado de los verdaderos ajustes discretionales, porque de lo contrario la evidencia obtenida estará sesgada, lo que ha sido cuestionado por algunos autores como acabamos de indicar.

El Cuadro 2.3 recoge los modelos, la muestra y el tipo de estimación (temporal y/o transversal) aplicados en los estudios que han utilizado la metodología basada en la estimación de los ajustes discretionales para contrastar la existencia de manipulación. Por consiguiente, no hemos incluido a los trabajos cuyo objetivo principal es comparar el poder estadístico de varios modelos. Su análisis pone de manifiesto que los modelos predominantes en la actualidad para estimar los ajustes contables discretionales son los de "tipo Jones" en su versión original y modificada por el cambio en las cuentas de clientes.

CUADRO 2.3.

MODELOS DE ESTIMACIÓN DE LOS AJUSTES DISCRECIONALES EMPLEADOS EN LA INVESTIGACIÓN SOBRE MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

Autores (Año). País	Muestra	Modelos empleados	Estimación
Healy (1985). EE.UU.	1.527 observaciones. Período: 1930-1980.	Healy (1985).	Sin regresión
DeAngelo (1986). EE.UU.	64 empresas. Período: 1973-1985.	DeAngelo (1986).	Sin regresión
Liberty y Zimmerman (1986). EE.UU.	Datos anuales: 105 empresas. 1968-1981. Datos trimestrales: 85 empresas. 1974-1981.	DeAngelo (1986).	Temporal
Jones (1991). EE.UU.	23 empresas. Período: 1980-1985.	Jones (1991).	Temporal
Boynton et al. (1992). EE.UU.	649 observaciones. Período: 1981-1985.	Jones (1991).	Transversal
Cahan (1992). EE.UU.	48 empresas. Período: 1970-1983.	Jones (1991).	Temporal
DeFond y Jiambalvo (1994). EE.UU.	94 empresas. Período: 1985-1988.	Versión de circulante de Jones (1991).	Temporal y transversal
Guenther (1994). EE.UU.	388 observaciones. Período: 1972-1988.	Versión de circulante de Jones (1991).	Temporal
Apellániz y Labrador (1995). España	35 empresas. Período: 1989-1992.	DeAngelo (1986) y Jones (1991).	Transversal
Gaver et al. (1995). EE.UU.	1.588 observaciones. Período: 1980-1990.	Jones modificado por Dechow et al. (1995) y Healy (1985) para comparar la evidencia.	Temporal
Holthausen et al. (1995). EE.UU.	443 observaciones. Período: 1982-1990.	Jones modificado por Dechow et al. (1995) y Healy (1985) para comparar la evidencia.	Transversal

**CUADRO 2.3.  
CONTINUACIÓN**

<b>Autores (Año). País</b>	<b>Muestra</b>	<b>Modelos empleados</b>	<b>Estimación</b>
Dechow et al. (1996). EE.UU.	92 empresas. Período: 1982-1992.	Jones modificado por Dechow et al. (1995).	Temporal
Subramanyam (1996). EE.UU.	2.808 observaciones. Período: 1973-1993.	Jones (1991).	Transversal
Beneish (1997). EE.UU.	64 empresas. Período: 1987-1993.	Jones modificado por Dechow et al. (1995).	Transversal
Cahan et al. (1997). EE.UU.	43 empresas. Período: 1978-1980.	Jones (1991).	Temporal y transversal
DeFond y Park (1997). EE.UU.	13.297 observaciones. Período: 1984-1994.	Jones modificado por Dechow et al. (1995).	Temporal y transversal
Hall y Stammerjohan (1997). EE.UU.	20 empresas. Período: 1974-1992.	Jones (1991).	No especificada
Jones (1997). EE.UU.	797 observaciones. Período: 14 años (no especificados).	Jones (1991) y Jones modificado por Dechow et al. (1995).	Temporal
Key (1997). EE.UU.	Entre 13 y 25 empresas. No especifica las observaciones. Período: 1984-1995.	Jones (1991).	Temporal
Paek y Press (1997). EE.UU.	1.229 observaciones. Período: 1987-1992.	Jones modificado por Dechow et al. (1995).	Temporal
Robinson y Grant (1997). EE.UU.	127 empresas. Período: 1980-1989.	Jones (1991).	Temporal
Wu (1997). EE.UU.	87 empresas. Período: 1980-1987.	Jones (1991).	Transversal
Becker et al. (1998). EE.UU.	12.576 observ. Período: 1989-1992.	Jones (1991).	Transversal

**CUADRO 2.3.  
CONTINUACIÓN**

Autores (Año). País	Muestra	Modelos empleados	Estimación
DeFond y Subramanyam (1998). EE.UU.	503 empresas. Período: 1990-1993.	Jones (1991).	Transversal
Makar y Alam (1998). EE.UU.	123 empresas. Período: 1974-1992.	Jones (1991).	Temporal
Teoh, Wong y Rao (1998). EE.UU.	1.682 empresas. Período: 1980-1990.	Jones (1991).	Transversal
Teoh, Welch y Wong (1998a). EE.UU.	1.526 empresas. Período: 1975-1984.	Jones (1991).	Transversal
Teoh, Welch y Wong (1998b). EE.UU.	1.248 empresas. Período: 1976-1989.	Jones (1991).	Transversal
Young (1998). Reino Unido	533 empresas. Período: 1988-1991.	Jones (1991).	Transversal
Abarbanell y Lehavy (1999). EE.UU.	1.801 empresas. Período: 1986-1997.	Jones modificado por Dechow et al. (1995).	Temporal
Beneish (1999). EE.UU.	64 empresas. Período: 1987-1993.	Jones modificado por Dechow et al. (1995).	Transversal
Chambers (1999). EE.UU.	59.016 observaciones. Período: 1976-1995.	Jones modificado por Dechow et al. (1995) con los ajustes de circulante del ejercicio anterior como factor de control.	Transversal
Francis et al. (1999). EE.UU.	74.390 observaciones. Período: 1974-1994.	Jones (1991).	Transversal
Guidry et al. (1999). EE.UU.	179 observaciones. Período: 1993-1995.	Jones modificado por Dechow et al. (1995) y Healy (1985) para comparar la evidencia.	Transversal

**CUADRO 2.3.  
CONTINUACIÓN**

Autores (Año). País	Muestra	Modelos empleados	Estimación
Kaszink (1999). EE.UU.	499 observaciones. Período: 1991.	Jones modificado por Dechow et al. (1995) con el cambio en los flujos de tesorería ordinarios como factor de control.	Transversal
Kang (1999). EE.UU.	1.502 observaciones. Período: 1978-1996.	Jones (1991) y Kang y Sivaramakrishnan (1995).	Temporal y transversal
Leone y Van Hom (1999). EE.UU.	744 hospitales privados. Período 1989-1996.	Jones modificado por Dechow et al. (1995)	Temporal
Peasnell et al. (1999a). Reino Unido	1.271 observaciones. Período: 1993-1996.	Versión de circulante de Jones modificado por Dechow et al (1995) y Peasnell et al. (1998).	Transversal
Peasnell et al. (1999b). Reino Unido	811 observaciones para 1990-1992 y 872 observaciones para 1994-1996.	Versión de circulante de Jones modificado por Dechow et al (1995).	Transversal
Rajgopal et al. (1999). EE.UU.	8.963 observaciones. Período: 1989-1995.	Jones modificado por Dechow et al. (1995).	Temporal
Shivakumar (1999). EE.UU.	859 empresas. Período: 1989-1992.	Jones (1991).	Transversal
Klein (2000). EE.UU.	683 observaciones. Período: 1991-1993.	Jones (1991) y Jones modificado por Dechow et al. (1995).	Temporal y transversal
Bartov (2001). EE.UU.	304 empresas. Período: 1994-1996.	Jones modificado por Dechow et al. (1995).	Transversal
Heninger (2001). EE.UU.	67 empresas. Período: 1969-1998.	Jones modificado por Dechow et al. (1995).	Temporal



### II.4.3. Metodología de la distribución de frecuencias del resultado

A finales de la década de los noventa ha surgido una nueva metodología en la investigación sobre manipulación del resultado, que ha sido empleada originalmente por Burgstahler y Dichev (1997) y posteriormente por Degeorge, Patel y Zeckhauser (1999), Burgstahler y Eames (1999) y Leone y Van Horn (1999).

Esta aproximación al análisis de la manipulación del resultado ha sido calificada recientemente de novedosa e importante por Healy y Wahlen (1999), McNichols (2000) y Young (2001). Las opiniones recogidas por estos autores, a las que hacemos referencia después de señalar las características de esta metodología, son especialmente relevantes para nosotros, dado que Healy desarrolló el primer modelo de estimación de los ajustes discrecionales totales, McNichols fue la creadora del primer modelo de estimación de los ajustes discrecionales individuales, centrado en el comportamiento de la provisión por insolvencias, y Young tiene, al menos, siete trabajos sobre la manipulación del resultado en el Reino Unido.

La metodología de la distribución de frecuencia consiste en analizar la distribución del resultado para ver si existen discontinuidades en los intervalos por encima y por debajo del objetivo, meta o umbral de referencia (*threshold*) que se predice tienen los directivos. Se asume que la distribución del resultado en ausencia de manipulación debería estar relativamente alisada, lo que implica que no deben existir discontinuidades significativas. La hipótesis de manipulación del resultado se confirma si hay menos observaciones que las esperadas justo

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

por debajo del umbral de referencia y más observaciones que las esperadas justo por encima del umbral de referencia.

Los umbrales de referencia considerados en los trabajos, que son analizados en detalle en el capítulo tercero de la tesis, se sitúan en tres valores de cero: 1) cero beneficios, 2) cero aumentos del resultado y 3) cero desviaciones del resultado respecto a las predicciones de los analistas financieros.

La presencia de discontinuidades en la distribución del resultado en los intervalos adyacentes a estos umbrales de referencia implica que los directivos manipulan el resultado con tres objetivos: 1) evitar pérdidas (conseguir beneficios), 2) evitar descensos del resultado (conseguir aumentos del resultado) y 3) evitar que el resultado se sitúe por debajo de las predicciones de los analistas financieros (superar las predicciones de resultado de los analistas)<sup>44</sup>.

De ellos, DeGeorge, Patel y Zeckhauser (1999) encuentran que el objetivo prioritario de los directivos es evitar las pérdidas, seguido de los descensos del resultado y, en último lugar, las sorpresas negativas del resultado respecto a las predicciones de los analistas financieros.

Para Healy y Wahlen (1999, p. 379), la principal ventaja de estos estudios se encuentran en que no necesitan estimar los ajustes

---

<sup>44</sup> Teniendo en cuenta que el análisis empírico se centra en los intervalos inmediatamente contiguos a los valores de cero, los objetivos en un sentido estricto serían: 1) evitar pequeñas pérdidas (conseguir pequeños beneficios), 2) evitar pequeños descensos del resultado (conseguir pequeños incrementos en el resultado) y 3) evitar las pequeñas sorpresas negativas del resultado en relación con las predicciones de los analistas (conseguir pequeñas sorpresas positivas del resultado). Pero los autores no inciden en el término "pequeño", por lo que también lo hemos omitido al tratar estos trabajos.

## CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

discrecionales, lo que evita los problemas antes indicados. En su lugar, analizan la distribución del resultado para examinar si existen discontinuidades anormales alrededor del umbral de referencia y pueden estimar la frecuencia de la manipulación en este umbral.

En palabras de McNichols (2000, p. 336), "una característica notable del procedimiento de Burgstahler y Dichev (1997) y Degeorge et al. (1999) es que el poder de su análisis proviene de la especificación de sus predicciones en cuanto al grupo de empresas que alteran el resultado, más que de una buena medida de la discreción sobre el resultado. Estos estudios miden la discreción sobre el resultado por su comportamiento después de la manipulación, que no cabe duda que incluye componentes discrecionales y no discrecionales. Por consiguiente, parece inverosímil que el comportamiento del componente no discrecional del resultado pueda explicar las grandes diferencias detectadas en el estrecho intervalo que rodea sus hipótesis sobre el resultado considerado como meta".

Asimismo, la autora sostiene que proporciona una poderosa herramienta al identificar el contexto en el que un gran número de empresas parece manipular el resultado y un indicador de la frecuencia de la manipulación, aunque esto descansa en la asunción sobre cuál es la distribución del resultado en ausencia de manipulación (McNichols, 2000).

Por su parte, Young (2001) señala las siguientes tres ventajas:

1. No necesita medir el componente discrecional de los ajustes contables, con lo que se evitan dos problemas:

## **CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN**

- a) Los derivados del error de medición de los ajustes contables totales en los casos de no disponibilidad del estado de flujos de tesorería y, por consiguiente, de la ausencia de información sobre los flujos de tesorería de las actividades ordinarias.
  - b) Los derivados de la imprecisión de los modelos para separar los componentes discrecional y no discrecional de los ajustes contables.
2. Capta todos los posibles instrumentos empleados en la manipulación (contables y reales), dado que una parte del resultado se ha obtenido utilizando instrumentos reales. Estos instrumentos, como ya hemos indicado, consisten en adecuar las transacciones económicas a los ejercicios en los que se desee obtener un determinado resultado.
3. Teniendo en cuenta que es bastante improbable que la discontinuidad observada esté causada por el componente no discrecional, proporciona una estimación de la frecuencia con que las empresas alteran el resultado en las áreas de referencia.

Como contrapartida a las ventajas anteriores, Young (2001) cita tres inconvenientes:

- 1. Descansa en la asunción de que la discontinuidad observada sólo puede explicarse por la manipulación.
- 2. No capta qué instrumentos han sido utilizados para alterar el resultado.

## *CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN*

3. Ofrece pocas ideas sobre los incentivos a manipular el resultado para alcanzar metas específicas.

En lo que respecta a este último inconveniente, pensamos que el autor hace referencia a que esta metodología no se ha aplicado todavía para demostrar o proporcionar evidencia empírica sobre cuáles son cuáles son las causas y los efectos de la manipulación. Es decir, no se utiliza un modelo de regresión que mida el grado de asociación entre los ajustes discrecionales y las variables explicativas consideradas.

No obstante, esta metodología sí puede utilizarse para observar si existen o no diferencias en la distribución del resultado de las empresas en función de diversas variables explicativas (tamaño, endeudamiento, cotización, sistemas de remuneración de los directivos, etc.). Pero las variables explicativas tienen que clasificarse por rangos y sólo se puede captar si hay diferencias entre los rangos considerados. No se puede obtener una medida del grado de relación existente entre la discrecionalidad contable y la variable explicativa. Por otra parte, la inclusión de las variables explicativas requiere realizar una gran cantidad de histogramas, lo que es poco operativo y hace que sea imposible determinar todos los posibles factores que inciden en la manipulación.

En el capítulo siguiente nos detendremos en exponer los trabajos que aplicando esta metodología analizan las situaciones de pérdidas y de descensos del resultado, aspectos que constituyen el objetivo del trabajo empírico desarrollado en la presente tesis doctoral.

## *CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN*

### **II.5. RESUMEN**

El capítulo recoge el origen y la tradicional diferenciación en los objetivos, marco teórico y metodologías utilizadas en las dos primeras líneas de investigación de la elección contable: el alisamiento del resultado y la teoría positiva de la elección contable, así como las características de las metodologías empíricas aplicadas en la investigación sobre manipulación del resultado.

El análisis del alisamiento del resultado ha puesto de relieve que su objetivo es detectar si las decisiones de los directivos se dirigen, o no, a reducir la variabilidad de los beneficios, o pérdidas, en el tiempo, pero sin incorporar los factores explicativos. Para justificar las motivaciones de los directivos ante este tipo de elección se han empleado diversos razonamientos deductivos y analíticos. Así, los razonamientos recogidos en los primeros trabajos aplican el contenido de las teorías directivas y del comportamiento, mientras que los posteriores trabajos teóricos sobre el alisamiento utilizan el marco de la teoría de la agencia o simplemente la existencia de asimetrías en la información. También se ha indicado que las metodologías clásicas o tradicionales requieren especificar el modelo de expectativas que genera el resultado objetivo o resultado esperado, las variables instrumento que el investigador asume utilizadas por el gerente y el criterio de clasificación de las empresas como alisadoras y no alisadoras.

En relación con la teoría positiva de la elección contable se ha destacado que su objetivo no es verificar si existe o no un determinado tipo de elección contable, sino explicar los factores que influyen en la elección de procedimientos alternativos, los

## *CAPÍTULO II. LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN*

cuales anticipan o difieren el reconocimiento de beneficios, para poder predecir su comportamiento y las consecuencias de sus decisiones en el mercado de valores. El marco conceptual se apoya en las teorías de la red contractual y del proceso político, las cuales reflejan que el resultado contable afecta a los costes de agencia y a los costes o beneficios políticos y, por consiguiente, al valor de la empresa y a la riqueza de los directivos. Asimismo, se han descrito las características y las limitaciones de los modelos de elección discreta empleados para contrastar el efecto de las variables explicativas en las opciones contables individuales y en las carteras de opciones contables.

En lo que respecta a la investigación sobre manipulación del resultado se ha indicado que ésta representa un cambio en la metodología empírica empleada en el análisis de la elección contable, pero no en los objetivos ni en el marco conceptual. Por ello, nos hemos centrado en los aspectos relacionados con las metodologías aplicadas en esta línea de investigación.

Concretamente, se han analizado los problemas de la obtención de los ajustes contables y de la estimación de los ajustes discrecionales, derivados fundamentalmente por la falta de información sobre los primeros y el desconocimiento sobre los segundos, poniendo de relieve que los modelos predominantes para estimar los ajustes discrecionales son el modelo original de Jones (1991) y el modelo de Jones modificado por Dechow, Sloan y Sweeny (1995), si bien es cierto que no son más que aproximaciones para determinar la variable de interés. Finalmente, se ha analizado la metodología de la distribución de frecuencias del resultado que, además de ser la más novedosa, permite evitar los problemas señalados.

## **CAPÍTULO III**

### **CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS DE LA ELECCIÓN CONTABLE**





## *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

### **III.1. INTRODUCCIÓN**

Como señalamos en el capítulo anterior, los objetivos de la teoría positiva de la elección contable son, por una parte, determinar las causas de las decisiones de los directivos dirigidas a anticipar o diferir el reconocimiento de beneficios y, por otra parte, conocer sus consecuencias en el mercado de valores. Ello ha dado origen a dos áreas de investigación: la relativa a los factores que explican las causas de la elección contable y la relativa a las consecuencias de los cambios contables en el mercado de valores. Se trata de orientaciones distintas que, sin embargo, pueden ser combinadas.

La investigación centrada en los factores explicativos de la elección contable es la que agrupa el mayor número de trabajos y la que mejor consistencia empírica presenta, por lo que constituye el núcleo central de la teoría positiva.

Las conclusiones obtenidas en este ámbito fueron incorporadas al alisamiento del resultado en el trabajo de Moses (1987), de modo que puede decirse que sólo en fechas relativamente recientes la investigación sobre el alisamiento del resultado ha incluido en el análisis empírico a los factores explicativos, con evidencia no concluyente. La excepción se encuentra en los trabajos que analizan la incidencia de la dispersión accionarial para explicar el alisamiento, los cuales predicen que las empresas en las que existe propiedad difusa alisan el resultado en mayor proporción que las empresas controladas por los accionistas (socios).

La dispersión accionarial se ha introducido en algunos estudios como un factor representativo de las causas o motivaciones de

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

los directivos ante la elección contable, dado que, en definitiva, cuanto mayor es la dispersión accionarial, mayor es la libertad de los directivos y mayores son los costes de agencia.

No obstante, la tendencia en la actualidad es considerar que la concentración accionarial, así como la mayor proporción de consejeros externos en el Consejo de Administración y la "calidad" de la auditoría miden la eficacia de los mecanismos de supervisión de los directivos. Es decir, estas variables se consideran como factores que explican la existencia de límites a la discrecionalidad contable de los directivos y reducen la probabilidad de elegir las opciones que anticipan beneficios.

Este capítulo resume tanto la evidencia empírica sobre las variables que explican las causas y limitaciones de la elección contable, como la evidencia sobre las consecuencias en el mercado de valores. Con el objetivo de diferenciar estos tres aspectos, el capítulo se ha dividido en tres apartados. En el primero se analizan los factores que explican la elección contable, que es la principal línea de investigación de la teoría positiva. En el segundo se consideran los factores que limitan la discrecionalidad contable. En el tercer, y último, apartado se explican las consecuencias de la elección contable en el mercado de valores.

Teniendo en cuenta la escasez de trabajos sobre los factores explicativos en el ámbito del alisamiento y el hecho de que la evidencia no sea concluyente, con la excepción ya señalada de las variables relativas a la dispersión accionarial, hemos optado por no dedicar un epígrafe específico a este tipo de elección. En consecuencia, los dos primeros apartados están en su mayor parte dedicados a la elección que anticipa o difiere el

### **CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS**

reconocimiento de beneficios. La evidencia existente sobre el alisamiento se comenta en el apartado relativo a cada factor representativo de las causas y limitaciones de la elección contable.

Sin embargo, en el tratamiento de las consecuencias de la elección contable en el mercado de valores sí diferenciamos las argumentaciones y conclusiones obtenidas en el alisamiento de las obtenidas en la elección que anticipa y difiere el reconocimiento de beneficios.

#### **III.2 FACTORES QUE EXPLICAN LA ELECCIÓN CONTABLE**

Siguiendo las argumentaciones recogidas en la teoría positiva, las causas que explican la elección contable dirigida a anticipar o diferir el reconocimiento de beneficios surgen en respuesta a tres factores básicos, los cuales afectan directa o indirectamente a la riqueza de los directivos: 1) las primas sobre beneficios, 2) la probabilidad de incumplir las restricciones de los contratos de deuda y 3) los costes o beneficios políticos.

Estos tres factores originaron las tres principales hipótesis formuladas por la teoría positiva: 1) la hipótesis primas sobre beneficios, 2) la hipótesis contratos de deuda y 3) la hipótesis costes/beneficios políticos. Las dos primeras, en términos generales, explican los incentivos de los directivos a elegir los procedimientos que anticipan el reconocimiento de beneficios. La tercera hipótesis, costes o beneficios políticos, explica las motivaciones de los directivos a elegir los procedimientos que difieren beneficios.

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

La contrastación de la hipótesis primas sobre beneficios se ha realizado tradicionalmente sin observar el detalle de este sistema de remuneración, lo que ha ocasionado que la evidencia no sea concluyente, además de sugerir la conveniencia de incorporar la existencia de límites inferior y superior en estos contratos.

La hipótesis contratos de deuda se ha contrastado en la mayoría de los trabajos utilizando subrogados de la probabilidad de alcanzar las restricciones de deuda. Es decir, al igual que la hipótesis anterior, no se han examinado, generalmente, las restricciones concretas existentes en los contratos de deuda, siendo en este caso el endeudamiento el subrogado más utilizado.

El efecto de los costes o beneficios políticos se ha centrado en los costes políticos. Si bien en la actualidad la tendencia es analizar situaciones concretas de visibilidad política, gran parte de los primeros trabajos han empleado el tamaño de la empresa como subrogado de los costes políticos.

Además de estas hipótesis de carácter general, se considera que las motivaciones de los directivos a elegir los procedimientos que anticipan o difieren beneficios pueden surgir en respuesta a situaciones específicas como son: las luchas de poderes en el Consejo de Administración, los cambios en el equipo directivo, los cambios en la regulación contable, los contratos implícitos entre la empresa y los grupos que tienen intereses en ella, las expectativas de los analistas financieros, las pérdidas y los descensos del resultado. Por lo tanto, la investigación también tiene en cuenta estos aspectos adicionales.

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

Entre estos factores o situaciones específicas, nuestra atención se centra en las pérdidas y los descensos del resultado, puesto que las hipótesis formuladas en el capítulo cuarto de esta tesis analizan la manipulación del resultado dirigida a evitar estas dos situaciones. Por este motivo, hemos dedicado un epígrafe específico a la reciente evidencia que confirma que los directivos tienen fuertes incentivos a evitar reconocer pérdidas y descensos del resultado.

En consecuencia, la literatura sobre las causas o motivaciones de los directivos ante la elección contable se analiza siguiendo el orden recogido en el Cuadro 3.1.

**CUADRO 3.1.**  
**FACTORES EXPLICATIVOS DE LA ELECCIÓN CONTABLE**

Factores	Variables o situaciones consideradas
<b>Primas sobre beneficios</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ La existencia de primas sobre beneficios.</li> <li>➤ Los límites inferior y superior de las primas.</li> </ul>
<b>Contratos de deuda</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ El incumplimiento de las restricciones.</li> <li>➤ El endeudamiento.</li> <li>➤ Otros subrogados.</li> </ul>
<b>Costes y beneficios políticos</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Situaciones específicas de visibilidad política.</li> <li>➤ El tamaño y otros subrogados.</li> </ul>
<b>Pérdidas y descensos del resultado</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Evidencia existente</li> <li>➤ Explicaciones sobre las motivaciones</li> </ul>
<b>Otros factores</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ La lucha de poderes.</li> <li>➤ Los cambios del equipo directivo.</li> <li>➤ Los cambios en la regulación contable.</li> <li>➤ Los contratos implícitos.</li> <li>➤ Las predicciones de los analistas financieros.</li> <li>➤ Las expectativas sobre los resultados de las empresas de la competencia.</li> </ul>

### III.2.1. Las primas sobre beneficios

Como expusimos en el capítulo primero, las empresas en las que existe una separación entre la propiedad y la gestión suelen incorporar sistemas de incentivos para los directivos cuyo propósito es reducir los costes de agencia, siendo las primas sobre beneficios uno de los mecanismos de incentivos más utilizados.

El hecho de que el resultado contable intervenga directamente para establecer el importe de las primas sobre beneficios, llevó a la teoría positiva de la elección contable a predecir que ante la existencia de este tipo de contratos, los directivos maximizan su riqueza eligiendo los procedimientos contables que cambian beneficios de ejercicios futuros al ejercicio actual.

Así, la denominada **hipótesis primas sobre beneficios** (*bonus plan*) establece: *Ceteris paribus*, los directivos de las empresas que tienen primas sobre beneficios es más probable que elijan los procedimientos que anticipan el reconocimiento de beneficios (Watts y Zimmerman, 1986, p. 208).

La contrastación de esta hipótesis se ha realizado tradicionalmente a través de una variable dicotómica que toma el valor 1 si la empresa tiene un sistema de incentivos basado en los beneficios, y el valor 0 en caso contrario. Sin embargo, la evidencia suministrada utilizando esta metodología, que se resume en el Cuadro 3.2, es contradictoria.

Así, Hagerman y Zmijewski (1979) sólo encuentran evidencia significativa a favor de la hipótesis en una de las cuatro opciones analizadas: la elección del método de amortización lineal frente a



### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

la amortización acelerada. Zmijewski y Hagerman (1981) confirman la hipótesis en relación con sus estrategias de ordenación de carteras. Skinner (1993) también confirma que la existencia de primas sobre beneficios explica la mayor probabilidad a utilizar el método de amortización lineal, en oposición al acelerado, así como la elección a amortizar el fondo de comercio en el período máximo permitido para anticipar el reconocimiento de beneficios, pero no detecta evidencia a favor en la elección FIFO versus LIFO.

Sin embargo, los trabajos de Watts y Zimmerman (1978), Bowen, Noreen y Lacey (1981), Abdel-Khalik (1985), Hunt (1985) y Soliman (1989) no han confirmado la hipótesis. Las alternativas contables analizadas en estos estudios son la reacción a favor o en contra de los directivos a la contabilidad ajustada al nivel de precios, la activación versus imputación como gastos de los costes financieros asociados a la adquisición de inmovilizado, la elección del método de valoración de existencias, la elección de la amortización lineal en oposición a la amortización acelerada y la imputación como ingreso del ejercicio, en oposición al diferimiento, de la deducción fiscal por inversión.

**CUADRO 3.2.  
TRABAJOS QUE ANALIZAN LA EXISTENCIA DE PRIMAS SOBRE BENEFICIOS  
PARA EXPLICAR LA ELECCIÓN QUE ANTICIPA BENEFICIOS**

Autores (Año). País	Muestra	Elecciones analizadas (variables dependientes)	Evidencia
Watts y Zimmerman (1978). EE.UU.	52 empresas en 1974.	Reacción a favor o en contra la contabilidad ajustada a precios.	No confirmada.
Hagerman y Zmijewski (1979). EE.UU.	300 empresas en 1975.	1. FIFO versus LIFO. 2. Amortización lineal versus acelerada. 3. Período de imputación a gastos de los costes de pensiones. 4. Deducción fiscal a la inversión (Ingreso ejercicio/diferimiento)	Confirmada con la elección 2
Bowen et al. (1981). EE.UU.	182 empresas en 1974.	Activación versus gastos de los costes financieros por adquisición de activos.	No confirmada.
Zmijewski y Hagerman (1981). EE.UU.	300 empresas en 1975.	Carteras con las opciones de Hagerman y Zmijewski (1979).	Confirmada.
Abdel-Khalik (1985). EE.UU.	178 empresas en 1974.	FIFO versus LIFO.	No confirmada.
Hunt (1985). EE.UU.	382 empresas en 1976.	No LIFO versus LIFO.	No confirmada.
Soliman (1989). EE.UU.	214 empresas entre 1982-1984	1. FIFO versus LIFO. 2. Amortización lineal versus acelerada. 3. Deducción fiscal por inversión (ingreso. diferimiento). 4. Carteras con las tres opciones contables.	No confirmadas.
Skinner (1993). EE.UU.	504 empresas en 1987.	1. FIFO versus LIFO. 2. Amortización lineal versus acelerada. 3. Período de amortización del fondo de comercio: 40 años (máximo legal) versus menos de 40 años	Confirmada con las elecciones 2 y 3.

### CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS

Una explicación de los contradictorios resultados empíricos obtenidos fue ofrecida por Healy (1985), quién señaló la necesidad de incorporar en el análisis empírico los límites mínimo y máximo de las primas sobre beneficios, dado que estos contratos suelen incorporar estos límites como explicamos en el capítulo primero. La existencia de límites en las primas sobre beneficios significa que los directivos no siempre maximizan el valor actual de sus remuneraciones eligiendo las opciones contables que anticipan beneficios.

Desde nuestro punto de vista, la aportación de Healy (1985), fruto de su tesis doctoral realizada en el *Massachusetts Institute of Technology* (MIT), constituye una de las más importantes referencias en el área de la elección contable por dos motivos. En primer lugar, incorpora por primera vez las características concretas de los sistemas de incentivos de los directivos para explicar las decisiones contables que afectan al resultado. En segundo lugar, introduce los ajustes contables discrecionales para medir el efecto de las decisiones contables, abandonando la metodología utilizada por la teoría positiva de la elección contable

Considerando la existencia de límites mínimo y máximo en las primas sobre beneficios, Healy (1985) predice que la elección contable que maximiza el valor actual de las remuneraciones de los directivos depende de la región en que se encuentre el resultado esperado y, por consiguiente, las primas.

El directivo seleccionará los ajustes contables que anticipan el reconocimiento de beneficios cuando las primas sobre beneficios se sitúen entre los límites mínimo y máximo. Por el contrario, el directivo elegirá diferir el reconocimiento de beneficios cuando

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

espera que el resultado se sitúe por debajo del mínimo necesario para percibir las primas, y cuando espera que el importe de las primas supere el límite máximo.

Los resultados de su investigación empírica confirman sus hipótesis. La frecuencia de los ajustes contables discrecionales negativos es mayor en las empresas que están fuera de los límites recogidos en las primas sobre beneficios, lo que implica que eligen los métodos contables que difieren el reconocimiento de beneficios. Asimismo, la frecuencia de los ajustes contables discrecionales que anticipan beneficios es mayor para las empresas que se encuentran entre los límites inferior y superior.

Las hipótesis de Healy han sido evaluadas en los trabajos de Gaver, Gaver y Austin (1995), Holthausen, Larcker y Sloan (1995) y Guidry, Leone y Rock (1999). Tal y como recoge el Cuadro 3.3, los trabajos coinciden en que los directivos eligen los ajustes contables discrecionales que difieren el reconocimiento de beneficios cuando sus primas han alcanzado el nivel máximo. Asimismo, la evidencia proporcionada por Guidry, Leone y Rock (1999) y Holthausen, Larcker y Sloan (1995) apoya que los ajustes contables discrecionales tienden a anticipar el reconocimiento de beneficios en las situaciones en las que las primas sobre beneficios se encuentran entre los límites superior e inferior.

Sin embargo, los resultados empíricos discrepan cuando las primas sobre beneficios se encuentran por debajo del límite inferior. En esta situación, Guidry, Leone y Rock (1999), en consistencia con Healy (1985), detectan que los ajustes contables discrecionales tienen a diferir el reconocimiento de beneficios. Por el contrario, Gaver, Gaver y Austin (1995) y

### CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS

Holthausen, Larcker y Sloan (1995) encuentran que los directivos seleccionan los ajustes contables que anticipan el reconocimiento de beneficios.

No obstante, y aunque la evidencia de Gaver, Gaver y Austin (1995) coincide en principio con la de Holthausen, Larcker y Sloan (1995), los primeros señalan que su estudio confirma que las primas sobre beneficios motivan a los directivos al alisamiento del resultado: los directivos eligen los ajustes contables discrecionales que anticipan el reconocimiento de resultados cuando las primas no van alcanzar el límite mínimo (y viceversa).

Por el contrario, Holthausen, Larcker y Sloan (1995) sostienen que su evidencia no es consistente con el alisamiento, sino con la *ratcheting-target* (referencia trinquete), que implica que los directivos intentan conseguir los resultados predeterminados como punto de referencia y sólo eligen diferir beneficios cuando el resultado ha alcanzado al resultado de referencia.

En el ámbito de la literatura sobre el alisamiento, Moses (1987, p. 364) también argumenta que las motivaciones de los directivos que surgen de la existencia de primas sobre beneficios pueden variar con el nivel de resultado. Tres son las razones aducidas por el autor para explicar la preferencia a diferir beneficios.

1. Si el resultado supera el límite máximo, los adicionales incrementos no proporcionan primas adicionales, por lo que los directivos pueden estar motivados a "ahorrar" beneficios para períodos futuros.
2. Si el resultado obtenido es alto, incluso dentro de los límites de las primas sobre beneficios, el aumento del tipo marginal

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

impositivo puede reducir la utilidad marginal de las primas para los directivos e incentivar a "ahorrar" beneficios.

3. Si el comité que establece las remuneraciones de los directivos usa el resultado del ejercicio como umbral de referencia para evaluar las futuras primas, los directivos pueden pensar que será difícil lograr superar ese umbral de evaluación en el futuro y, en consecuencia, elegir "ahorrar" beneficios.

Por consiguiente, según Moses (1987, p. 364): "Se evitará obtener resultados bajos porque reducen el importe de las primas y se evitará obtener resultados elevados porque elevan el umbral de evaluación. El efecto neto de este comportamiento será el alisamiento del beneficio". Para contrastar sus predicciones, introdujo la tradicional variable dicotómica (1,0) que refleja la existencia o no de este sistema de incentivos. Su evidencia confirma que el alisamiento del beneficio puede explicarse por la presencia de primas sobre beneficios. Sin embargo, esta evidencia ha sido replicada por Saudagaran y Sepe (1996), quienes no encuentran que las primas sobre beneficios puedan explicar el alisamiento del beneficio.

En resumen, de acuerdo con Giner Inchausti (1997, p. 152): "Puede afirmarse que el fallo de algunas investigaciones para detectar la influencia de los mecanismos de incentivación en la elección contable, en la línea de adoptar procedimientos que aumenten el beneficio, se debe a un planteamiento erróneo, puesto que no siempre debe asociarse su existencia con una tendencia a incrementar resultado. Sin embargo, los trabajos que incorporan las características de los planes de incentivos no

siempre son consistentes, existe una disparidad de resultados en cuanto al papel de la hipótesis alisamiento versus incentivos".

**CUADRO 3.3.**  
**TRABAJOS QUE ANALIZAN LOS LÍMITES**  
**DE LAS PRIMAS SOBRE BENEFICIOS**  
**PARA EXPLICAR LA ELECCIÓN CONTABLE**

Autores (Año). País	Muestra	Variable dependiente	Evidencia
Healy (1985). EE.UU.	1.527 observaciones. Período: 1930- 1980	Ajustes contables discrecionales	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Por debajo del límite mínimo: la elección contable difiere beneficios.</li> <li>▪ Entre los límites mínimo y máximo: la elección contable anticipa beneficios.</li> <li>▪ Por encima del límite máximo: la elección contable difiere beneficios.</li> </ul>
Gaver et al. (1995). EE.UU.	1.588 observaciones Período:1980- 1990	Ajustes contables discrecionales	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Por debajo del límite mínimo: la elección contable anticipa beneficios.</li> <li>▪ Entre los límites mínimo y máximo: la elección contable anticipa beneficios (Idem a Healy).</li> <li>▪ Por encima del límite máximo: la elección contable difiere beneficios (Idem a Healy).</li> </ul>
Holthausen et al. (1995). EE.UU.	443 observaciones Período: 1982- 1990	Ajustes contables discrecionales	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Por debajo del límite mínimo: la elección contable anticipa beneficios.</li> <li>▪ Entre los límites mínimo y máximo la elección contable anticipa beneficios (Idem a Healy).</li> <li>▪ Por encima del límite máximo: la elección contable difiere beneficios (Idem a Healy).</li> </ul>
Guidry et al. (1999). EE.UU.	179 observaciones. Período: 1993- 1995	Ajustes contables discrecionales	Idem a Healy (1985).

### III.2.2. Las restricciones en contratos de deuda

Tal y como argumentamos en el capítulo primero, en el ámbito anglosajón es habitual que los acreedores y la empresa formalicen contratos privados de deuda que recogen restricciones a las decisiones de inversión y financiación de los directivos para evitar que se reduzca el valor de la deuda emitida.

Como señala Leftwich (1981 y 1983), algunas de las limitaciones recogidas en los contratos de deuda se determinan por referencia a magnitudes proporcionadas por la información contable. Así, el pago de dividendos, la emisión de deuda adicional y el mantenimiento de un fondo de maniobra, dependen de la posición financiera de la empresa reflejada por la información contable o más concretamente por el resultado, los activos tangibles, y el activo y el pasivo circulante.

Si se incumplen las restricciones recogidas en los contratos de deuda, los acreedores pueden proteger sus intereses tomando el control de los activos o acelerando el vencimiento de la deuda, lo que provoca cambios en el coste del capital y en las decisiones de inversiones y financiación. Aunque estos derechos no sean ejercidos por los acreedores, la violación de los acuerdos puede conllevar un coste de renegociación.

En este sentido, Beneish y Press (1993) indican que surgen tres tipos de costes en los casos de violación de los acuerdos de deuda:

1. Costes de refinanciación, derivados del incremento de los tipos de interés del endeudamiento después de la violación.



### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

2. Costes de reestructuración, que surgen de la exigencia de amortización, total o parcial, anticipada de la deuda. Estos costes modifican la estructura de las fuentes de financiación y con ello las decisiones de inversión y financiación de la empresa.
3. Costes de renegociación, de los nuevos acuerdos, los cuales normalmente añaden numerosas restricciones adicionales.

En un posterior trabajo, Beneish y Press (1995) encuentran que los anuncios de incumplimiento de los acuerdos de deuda están asociados con significativos descensos del valor de las acciones, lo que conlleva pérdidas en la riqueza de los accionistas.

Así pues, los directivos de las empresas que están próximas a violar las restricciones de los contratos de deuda estarán motivados a elegir los procedimientos contables que anticipan el reconocimiento de beneficios para evitar los costes mencionados y, por lo tanto, la disminución en los flujos de tesorería futuros de la empresa.

No obstante, el efecto que tienen las situaciones específicas de proximidad o incumplimiento de los acuerdos de deuda en la elección contable ha sido analizado en escasos trabajos. Una posible explicación de la escasez de este tipo de trabajos es el carácter privado de estos contratos y, por consiguiente, la dificultad de acceder a esta información.

Así, de los trabajos consultados referidos a EE.UU., sólo los de Healy y Palepu (1990), Sweeney (1994) y DeFond y Jiambalvo (1994) analizan la influencia de las decisiones contables en las

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

situaciones específicas de incumplimiento de las restricciones de los contratos de deuda.

Healy y Palepu (1990) estudiaron los cambios en los procedimientos contables producidos en las empresas próximas a incumplir las restricciones a la distribución de dividendos, no encontrando ninguna evidencia que apoyara su hipótesis de que los cambios contables que anticipan el reconocimiento de resultados reducían la probabilidad de violar estas restricciones.

Por el contrario, Sweeney (1994) documenta que las empresas que han incumplido los acuerdos de deuda tienen una mayor probabilidad a cambiar los procedimientos contables para aumentar el resultado en el año anterior a la violación.

También DeFond y Jiambalvo (1994) confirman que estas empresas presentan ajustes contables discretionales significativamente positivos en el año anterior a la violación del acuerdo de deuda.

A fin de facilitar la investigación se han utilizado diversos subrogados para medir la proximidad a incumplir los acuerdos con los acreedores. A continuación nos referimos a estos subrogados, con una especial referencia al endeudamiento que es el subrogado más empleado en la literatura de la elección contable.

### III.2.2.1. El endeudamiento

La mayoría de los estudios realizados sobre la elección contable ha utilizado los ratios de endeudamiento como variable subrogada de la proximidad de infringir los acuerdos de deuda. Se presupone que cuanto mayor sea el endeudamiento, más probable será que la empresa alcance las restricciones de los contratos de deuda, y más probable será que los directivos elijan los procedimientos que anticipan beneficios.

Para verificar la validez de esta asunción algunos investigadores han analizado y confirmado que el endeudamiento constituye un buen subrogado de la probabilidad de incumplimiento de los acuerdos de deuda.

Por ejemplo, Duke y Hunt (1990) analizan la relación entre las restricciones de deuda basadas en la información contable y siete ratios de endeudamiento: deuda a largo plazo/neto, deuda total/neto, deuda no convertible/neto, deuda a largo plazo/activos netos tangibles, deuda total/activos netos tangibles, deuda no convertible/activos netos tangibles y deuda total/activo total. Los autores confirman que los siete ratios están positivamente relacionados con la existencia y proximidad de las limitaciones de deuda, no existiendo diferencias significativas entre ellos.

Así, la denominada hipótesis endeudamiento formulada por la teoría positiva de la contabilidad predice:

**Hipótesis endeudamiento:** *Ceteris paribus*, cuanto mayor sea el ratio de endeudamiento, mayor será la probabilidad de que los directivos elijan los procedimientos que anticipan el

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

reconocimiento de beneficios (Watts y Zimmerman, 1986, p. 216).

Aunque la investigación ha utilizado diversos ratios de endeudamiento, los primeros trabajos se centraron en el ratio deuda/neto. Uno de los primeros fue Dhaliwal (1980), quien confirma que este ratio explica, en las empresas petrolíferas, la mayor probabilidad de emplear el método de "coste completo", método que anticipa el reconocimiento de beneficios frente al método de "coste de los esfuerzos positivos" como expusimos en el epígrafe II.2.2.

Tal y como recoge el Cuadro 3.4, otras evidencias a favor de la hipótesis endeudamiento se recogen en Zmijewski y Hagerman (1981), quienes analizan el efecto conjunto de una cartera de cuatro decisiones contables como ya explicamos anteriormente; en Dhaliwal, Salamon y Smith (1982) y Dhaliwal (1988), cuyos trabajos confirman la mayor probabilidad de elegir el método lineal de amortización frente al acelerado; en Daley y Vigeland (1983), quienes reflejan que el endeudamiento está positivamente asociado con la elección de activar los costes de I+D; en Hunt (1985), quien confirma que las empresas que no adoptan el método LIFO tienen mayores ratios de endeudamiento; en Labelle (1990), que analiza los cambios contables realizados por empresas canadienses, y el trabajo de Arnold (1994), centrado en el tratamiento de los impuestos diferidos en el Reino Unido. Asimismo, Young (1998), cuya muestra sólo incluye empresas británicas, detecta que los ajustes contables discrecionales están asociados positivamente con el ratio de endeudamiento.

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

No obstante, también existen evidencias en contra. Por ejemplo, Soliman (1989) sólo confirma el efecto del endeudamiento en la elección relativa al método de amortización de los activos depreciables, rechazando la hipótesis en las elecciones relativas a la valoración de existencias y al método de contabilización de las deducciones fiscales. Skinner (1993) detecta una asociación significativamente positiva entre el endeudamiento y la probabilidad de elegir el método de amortización lineal, siendo la relación estadísticamente más débil en la elección del período de amortización del fondo de comercio, pero no detecta una relación significativa entre el endeudamiento y la elección de FIFO versus LIFO.

**CUADRO 3.4.**  
**TRABAJOS QUE ANALIZAN LOS RATIOS DE ENDEUDAMIENTO**  
**PARA EXPLICAR LA ELECCIÓN QUE ANTICIPA BENEFICIOS**

Autores (Año). País	Muestra	Elecciones analizadas (variables dependientes)	Evidencia
Dhaliwal (1980). EE.UU.	66 empresas en 1976.	Coste completo versus coste de los esfuerzos positivos.	Confirmada.
Zmijewski y Hagerman (1981). EE.UU.	300 empresas en 1975.	Cartera con cuatro opciones contables.	Confirmada.
Dhaliwal et al. (1982). EE.UU.	110 empresas en 1959 y 1962.	Amortización lineal versus acelerada.	Confirmada.
Daley y Vigeland (1983). EE.UU.	313 empresas en 1972.	Activación versus gastos de I+D.	Confirmada.
Hunt (1985). EE.UU.	382 empresas en 1976.	No LIFO versus LIFO.	Confirmada.
Dhaliwal (1988). EE.UU.	183 empresas en 1981.	Amortización lineal versus acelerada.	Confirmada.
Soliman (1989). EE.UU.	214 empresas entre 1982-1984	1. FIFO versus LIFO. 2. Amortización lineal versus acelerada. 3. Deducción fiscal por inversión (ingreso versus diferimiento). 4. Carteras con las tres opciones contables.	Confirmada con la elección 2.
Labelle (1990). Canadá	183 empresas en 1982.	Cambios contables que anticipan beneficios.	Confirmada.
Skinner (1993). EE.UU.	504 empresas en 1987.	1. FIFO versus LIFO. 2. Amortización lineal versus acelerada. 3. Período de amortización del fondo de comercio.	Confirmada con las elecciones 2 y 3.
Arnold (1994). Reino Unido	50 empresas en 1978 y 1979.	Diferimiento parcial versus total de impuestos.	Confirmada.
Young (1998). Reino Unido	533 empresas entre 1988-1991.	Ajustes contables discrecionales.	Confirmada.

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

Por otra parte, en el ámbito de las empresas acusadas de fraude contable por aumentar el resultado incumpliendo los USGAAP, Dechow, Sloan y Sweeny (1996) demuestran que el endeudamiento explica la manipulación del resultado. Por el contrario, Beneish (1999) no encuentra que el endeudamiento constituya una motivación importante en las empresas que han incumplido los USGAAP

En lo que respecta al alisamiento del resultado, el único trabajo de los consultados que ha introducido ratios de endeudamiento es el de Carlson y Bathala (1997), quienes predicen una asociación positiva con el alisamiento del beneficio para minimizar el riesgo percibido por los acreedores. No obstante, los autores sólo confirman su hipótesis para altos niveles de endeudamiento. Concretamente, cuando el ratio deuda a largo plazo/activo, que es el ratio incorporado en su investigación, es superior al 25%.

En resumen, y aunque existen evidencias en contra, puede decirse que los resultados empíricos obtenidos generalmente confirman la hipótesis endeudamiento formulada por la teoría positiva de la elección contable.

#### **III.2.2.2. Otros subrogados**

En ocasiones se han utilizado subrogados distintos al endeudamiento para medir la proximidad de alcanzar o incumplir las restricciones de los contratos de deuda. Entre éstos destacan el ratio de cobertura de intereses y el ratio de distribución de dividendos.

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

El **ratio de cobertura de intereses**, definido, generalmente, como el resultado ordinario/intereses de las deudas, mide la capacidad que tiene la empresa para generar beneficios con los que cubrir las cargas financieras de la deuda. Asumiendo que los contratos de deuda establecen límites en el valor del ratio de cobertura de intereses, la hipótesis predice que cuanto menor sea este ratio, mayor será la probabilidad de elegir procedimientos que anticipen el reconocimiento de beneficios.

Por su parte, el empleo del **ratio de distribución de dividendos** (dividendos/beneficio) descansa en la asunción de que los directivos desean estabilizar este ratio a lo largo del tiempo. Dado que los contratos de deuda establecen los dividendos como una función del resultado obtenido, las hipótesis predicen que cuanto mayor sea el ratio de distribución de dividendos, mayor será la probabilidad de elegir los procedimientos contables que anticipan el reconocimiento de beneficios.

La evidencia empírica que hemos manejado es contradictoria, tal y como refleja el Cuadro 3.5.

Así, Bowen, Noreen y Lacey (1981) confirman la significatividad de estos dos ratios. Daley y Vigeland (1983) confirman la significatividad del ratio de distribución de dividendos, pero no detectan una asociación significativa con el ratio de cobertura de intereses. Por su parte, Hunt (1985) y Labelle (1990) rechazan que los métodos que anticipan beneficios puedan explicarse por alguno de estos dos ratios. Arnold (1994) verifica que el ratio de dividendos, aunque es significativo, tiene el signo contrario al previsto, no encontrando ninguna relación estadísticamente significativa a través del ratio de cobertura de intereses.



CUADRO 3.5.

TRABAJOS QUE ANALIZAN OTROS SUBROGADOS DE LAS RESTRICCIONES DE DEUDA PARA EXPLICAR LA ELECCIÓN QUE ANTICIPA BENEFICIOS

Autores (Año). País	Muestra	Variables dependientes	Variables independientes y relaciones previstas ( )	Evidencia
Bowen et al. (1981). EE.UU.	182 empresas en 1974.	Activación versus gastos de los costes financieros.	R. cobertura de intereses (-) R. de dividendos (+)	Confirmadas
Daley y Vigeland (1983). EE.UU.	313 empresas en 1972.	Activación versus gastos de los costes de I+D	R. cobertura de intereses (-) R. de dividendos (+)	Confirmada sólo con el ratio de dividendos
Hunt (1985). EE.UU.	382 empresas en 1976.	No LIFO versus LIFO.	R. cobertura de intereses (-) R. de dividendos (+)	No confirmadas
Labelle (1990). Canadá	183 empresas en 1982.	Cambios contables para anticipar beneficios.	R. cobertura de intereses (-) R. de dividendos (+)	No confirmadas
Arnold (1994). Reino Unido	50 empresas en 1978 y 1979.	Diferimiento parcial versus total de impuestos.	R. cobertura de intereses (-) R. de dividendos (+)	No confirmadas. Encuentra una relación (-) con el R.de dividendos.

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

En el ámbito del alisamiento del resultado, sólo tenemos constancia de la utilización del ratio de distribución de dividendos en el trabajo de Beatti et al. (1994), quienes predicen y confirman una asociación positiva entre la política de dividendos y la propensión al alisamiento en el Reino Unido. No obstante, Kasanen, Kinnunen y Niskanen (1996) encuentran que la utilización de ajustes discrecionales en Finlandia se dirige a alisar el resultado con el objetivo final de alisar la corriente de dividendos. Los dividendos por acción parecen mantenerse constantes a través del tiempo y hay una tendencia a no recurrir a las reservas para determinar el importe de los dividendos, puesto que en el 80,1% de las empresas de su muestra los dividendos son una función del resultado del ejercicio y no de las reservas.

#### **III.2.3. Los costes y beneficios políticos**

Como ya hemos señalado, apoyándose en la teoría del proceso político, Watts y Zimmerman (1978) afirmaron que las empresas se enfrentan a costes y beneficios políticos que dependen del resultado contable. Los autores analizaron el efecto del proceso político distinguiendo inicialmente entre empresas reguladas y empresas no reguladas.

Según los autores, el establecimiento de tarifas en las empresas de servicios se basa en la información contable. Ello implica que las normas contables que reduzcan los beneficios pueden proporcionar a los directivos una excusa para presionar a los reguladores sobre la necesidad de aumentar las tarifas de los servicios prestados, lo que aumentará los futuros flujos de tesorería. Por el contrario, si los beneficios son altos, los

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

organismos reguladores pueden imponer una disminución de las tarifas con la subsiguiente disminución en los futuros flujos de tesorería. De esta forma, los directivos estarán motivados a elegir o presionar a favor de los procedimientos contables que produzcan menores beneficios (Watts y Zimmerman, 1978, p. 115).

El resultado contable también afecta a la visibilidad política de las empresas no reguladas porque los políticos utilizan esta información para decidir implícita o explícitamente las redistribuciones de riqueza. Así, el resultado contable es utilizado por los políticos como evidencia de la existencia de monopolio, para introducir nuevas regulaciones en la industria, o apoyar las regulaciones existentes, para incrementar los impuestos, para conceder subvenciones, para proteger el mercado nacional a través de aranceles o restricciones a las importaciones.

Para evitar las potenciales intrusiones gubernamentales, las empresas emplean varios mecanismos como: la presión a los políticos, las campañas de responsabilidad social en los medios de comunicación y la selección de los métodos que minimicen el resultado contable del ejercicio. Evitando altos beneficios, los directivos pueden reducir la visibilidad política y de esta manera reducir la probabilidad de adversas consecuencias de acciones políticas (Watts y Zimmerman, 1978, p. 115).

Por lo tanto, se predice que los directivos de las empresas que están sujetas a potenciales transferencias de riqueza por el proceso político adoptarán los métodos contables que difieren beneficios, ya que de esta manera reducen la magnitud de los costes políticos o pueden obtener beneficios políticos. En otros términos, cuanto mayores sean los costes políticos a los que se

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

enfrenta la empresa, mayor será la probabilidad de elegir los métodos contables que difieren el reconocimiento de beneficios.

El análisis de la literatura sobre el efecto del proceso político en la elección contable, lo hemos dividido en dos epígrafes. En el primero, haremos referencia a las investigaciones que utilizan medidas directas de la visibilidad política de la empresa. En el segundo, a la evidencia detectada con el empleo de subrogados de los costes políticos, entre los que destaca la variable tamaño.

#### **III.2.3.1. Situaciones específicas de visibilidad política**

Liberty y Zimmerman (1986) investigan si los directivos manipulan el resultado contable en los períodos de negociaciones con los sindicatos de trabajadores. Los autores asumen que los sindicatos de trabajadores utilizan el resultado contable como fuente de información sobre las rentas económicas futuras de la empresa, lo que incentiva a los directivos a emplear los procedimientos que reducen el resultado contable durante las conversaciones salariales para conseguir menores reivindicaciones salariales y sociales de los trabajadores. Así, valoran si el resultado anual y trimestral es manipulado durante el período de negociación en comparación con los períodos anteriores y posteriores. No obstante, la evidencia obtenida es inconsistente con la hipótesis.

Evidencia a favor de la hipótesis de que las empresas reguladas prefieren utilizar las opciones contables que reducen beneficios se encuentra, entre otros, en el trabajo de Hall (1993). En él se analiza la relación entre los precios de la gasolina y el resultado contable de las empresas del sector petrolífero, sector

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

históricamente sujeto a altas tasas impositivas y a alta regulación. Sus resultados empíricos reflejan que estas empresas reducen su exposición a los costes políticos difiriendo beneficios en los períodos en los que aumenta el precio relativo de la gasolina y con ello el resultado contable. Asimismo, corrobora que las grandes empresas tienden a diferir el resultado en mayor proporción que las pequeñas.

Los costes políticos que surgen en los procesos jurídicos o en los períodos de debates legislativos han sido analizados por Cahan (1992), Makar y Alam (1998), Hall y Stammerjohan (1997), Cahan, Chavis y Elmendorf (1997) y Key (1997).

El trabajo de Cahan (1992) se centra en las empresas acusadas de violación de las leyes antimonopolio americanas en el período comprendido entre 1970 y 1983. El autor demuestra que los ajustes contables discrecionales de estas empresas fueron negativos y, por lo tanto, tendentes a reducir el resultado, durante el período de investigación, en comparación con los períodos donde las empresas no fueron investigadas y en comparación con un grupo de control.

Estas conclusiones son corroboradas por Makar y Alam (1998). Los autores también examinan la manipulación del resultado en las empresas acusadas de incumplimiento de las políticas antimonopolio, aunque en conexión con los ciclos económicos. Apoyándose en los argumentos de Peltzman (1976), quien señala que los reguladores tienden a proteger a los consumidores en los períodos de expansión económica y a los productores en los períodos de recesión, predicen que los ajustes discrecionales de las empresas investigadas serán significativamente negativos (positivos) durante los períodos de

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

investigación política y de expansión (recesión) económica. Su trabajo confirma que las empresas eligen los ajustes contables que difieren el reconocimiento de beneficios para reducir los costes políticos asociados con las investigaciones antimonopolio, siendo éstos significativamente más negativos en los períodos de expansión económica. Sin embargo, no encuentran evidencia que confirme su hipótesis en los períodos de recesión.

En el sector petrolífero, Hall y Stammerjohan (1997) detectan que la mayor probabilidad de enfrentarse a procesos de litigación por reclamaciones de daños en los casos de accidentes produjo la utilización de ajustes contables discrecionales que difieren beneficios. Han y Wang (1998) confirman que la subida de los precios del petróleo y la gasolina que se produjo a consecuencia de la invasión de Iraq a Kuwait, en Agosto de 1990, llevó a las empresas de petróleo refinado a utilizar los ajustes contables discrecionales para reducir beneficios. Con ello se intentaba evitar los altos costes políticos derivados de las críticas de la opinión pública y de las amenazas del Gobierno sobre la posibilidad de investigar la existencia de prácticas monopolísticas.

La evidencia de Cahan, Chavis y Elmendorf (1997) es consistente con su hipótesis de que las empresas químicas en EE.UU. utilizaron los ajustes contables discrecionales para reducir el resultado del ejercicio 1979 y reducir la magnitud de los costes políticos. La presencia de costes políticos en este sector se produjo como consecuencia de las deliberaciones legislativas que tuvieron lugar en 1979 en el Congreso de EE.UU., las cuales llevaron a la aprobación en 1980 de una ley medioambiental que impuso a las empresas químicas la dotación de provisiones para

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

la constitución de un fondo que permitiera cubrir los costes de limpieza de los residuos.

También Key (1997) confirma que los ajustes contables discrecionales de las empresas de televisión por cable fueron más negativos en el período en el que el Congreso de los EE.UU. discutió la conveniencia de volver a regular las tarifas de los servicios básicos de televisión por cable.

Por último, hay que destacar la aportación de Jones (1991) que, a diferencia de los anteriores trabajos, centrados en los costes políticos, contrasta la incidencia de los beneficios políticos obtenidos por las empresas a través de la protección gubernamental del mercado nacional. La autora encuentra que las empresas que obtuvieron transferencias de riqueza de los consumidores derivadas de las restricciones a la importación (reducciones de cuotas o aumento de aranceles) utilizaron los ajustes contables discrecionales para diferir el reconocimiento de resultados durante las investigaciones de la Comisión de Comercio Internacional de los EE.UU.

En resumen, la evidencia existente referida a EE.UU. parece concluir que el resultado contable afecta a la visibilidad política de las empresas, por lo que los directivos tienden a elegir los procedimientos que difieren beneficios para evitar o reducir los costes políticos que surgen en los períodos de investigación sobre actividades monopolísticas, de discusión política de leyes, de nuevas tarifas, etc. Asimismo, los directivos están motivados a diferir el reconocimiento de resultados para conseguir los beneficios políticos derivados del aumento de protecciones en el mercado nacional.

El Cuadro 3.6 recoge las características de los trabajos que acabamos de explicar sobre el efecto de las situaciones concretas de visibilidad política en la elección contable, si bien se han clasificado por orden cronológico.

**CUADRO 3.6**

**TRABAJOS QUE ANALIZAN LA VISIBILIDAD POLÍTICA  
PARA EXPLICAR LA ELECCIÓN QUE DIFIERE BENEFICIOS**

<b>Autores (Año). País</b>	<b>Muestra</b>	<b>Variable dependiente</b>	<b>Evidencia</b>
Liberty y Zimmerman (1986). EE.UU.	Datos anuales: 105 empresas. 1968-1981. Datos trimestrales: 85 empresas. 1974-1981.	Ajustes contables discrecionales	No confirman el efecto de la negociación con los sindicatos.
Jones (1991). EE.UU.	23 empresas. Período: 1981-1985.	Ajustes contables discrecionales	La política de restricciones a la importación explica los ajustes discrecionales.
Cahan (1992) EE.UU.	48 empresas acusadas de prácticas monopolísticas Período: 1970-1983.	Ajustes contables discrecionales	El incumplimiento de las leyes antimonopolio explica los ajustes discrecionales.
Hall (1993). EE.UU.	Entre 42-50 empresas petrolíferas. Período: 1979-1988.	Cambios contables que difieren beneficios	El aumento en los precios de la gasolina explica los cambios contables.
Cahan et al. (1997) EE.UU.	43 empresas químicas. Período: 1978-1980.	Ajustes contables discrecionales	El debate de nuevas regulaciones medioambientales explica los ajustes discrecionales.
Hall y Stammerjohan (1997). EE.UU.	20 empresas petrolíferas. Período: 1974-1992.	Ajustes contables discrecionales	La mayor probabilidad de reclamaciones por daños de accidentes explica los ajustes discrecionales
Key (1997). EE.UU.	Entre 13-25 empresas de TV por cable. Período: 1984-1995.	Ajustes contables discrecionales	Los debates legislativos de regulación de tarifas en la TV explican los ACD.
Han y Wang (1998). EE.UU.	76 empresas petrolíferas en 1990.	Ajustes contables discrecionales	La subida del petróleo explica los ajustes discrecionales
Makar y Alam (1998). EE.UU.	123 empresas acusadas de prácticas monopolísticas. Período: 1974-1992.	Ajustes contables discrecionales	El incumplimiento de las leyes antimonopolio explica los ajustes discrecionales.



### III.2.3.2. El tamaño y otros subrogados

Tradicionalmente, siguiendo el trabajo pionero de Watts y Zimmerman (1978), la literatura de la elección contable se ha centrado en analizar el efecto de los costes políticos introduciendo el tamaño de la empresa como subrogado de la sensibilidad o visibilidad política de la empresa.

No obstante, la utilización de subrogados, y más concretamente del tamaño, para medir los costes políticos ha sido objeto de diversas críticas. Así, Ball y Foster (1982) afirman que los costes políticos necesitan medidas más refinadas que el tamaño para que el modelo tenga mejor poder explicativo. Por su parte, Holthausen y Leftwich (1983) indican que, en ocasiones, las grandes empresas no son las que soportan mayores costes políticos, sino las que tienen mayores beneficios.

La hipótesis tamaño está basada en la asunción de que las grandes empresas tienen mayor visibilidad política y mayor probabilidad de transferir riqueza al exterior que las pequeñas. Así, predice:

**Hipótesis tamaño:** *Ceteris paribus*, cuanto mayor sea el tamaño de la empresa, mayor será la probabilidad de que los directivos elijan los procedimientos contables que difieren el reconocimiento de beneficios (Watts y Zimmerman, 1986, p. 235).

Tal y como refleja el Cuadro 3.7, evidencia a favor de la hipótesis tamaño se encuentra, entre otros, en los trabajos de Watts y Zimmerman (1978), Zmijewski y Hagerman (1981), Dhaliwal,

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

Salamon y Smith (1982), Daley y Vigeland (1983) Dhaliwal (1988) y Skinner (1993). Evidencia contraria se encuentra en Labelle (1990) y Moyer (1990).

Evidencia mixta es detectada por Hagerman y Zmijewski (1979), que confirman la hipótesis tamaño en relación con la elección de métodos de amortización (lineal versus acelerada) y los métodos de desgravación fiscal a la inversión (diferimiento versus ingreso del ejercicio), pero no la apoyan en relación con la elección FIFO versus LIFO y con el período de amortización de los costes de pensiones. Asimismo, Bowen, Noreen y Lacey (1981) sólo confirman que el tamaño puede explicar el diferimiento de beneficios cuando la regresión sólo incluye a las empresas petrolíferas, pero no encuentran resultados empíricos significativos para el conjunto de la muestra.

**CUADRO 3.7.**  
**TRABAJOS QUE ANALIZAN EL TAMAÑO PARA EXPLICAR LA ELECCIÓN QUE DIFIERE BENEFICIOS**

Autores (Año). País	Muestra	Elecciones analizadas (variables dependientes)	Evidencia
Watts y Zimmerman (1978). EE.UU.	52 empresas en 1974.	Reacción a la contabilidad ajustada al nivel de precios.	Confirmada.
Hagerman y Zmijewski (1979). EE.UU.	300 empresas en 1975.	1. LIFO versus FIFO. 2. Amortización acelerada versus lineal 3. Período de imputación a gastos de los costes de pensiones. 4. Deducción fiscal a la inversión.	Confirmada para las elecciones 2 y 4
Bowen et al. (1981). EE.UU.	182 empresas en 1974.	Gastos versus activación de los costes financieros.	No es significativo para toda la muestra, sólo para las empresas petrolíferas
Zmijewski y Hagerman (1981). EE.UU.	300 empresas en 1975	Carteras de opciones contables.	Confirmada.
Dhaliwal et al. (1982). EE.UU.	110 empresas en 1959 y 1962.	Amortización acelerada versus lineal.	Confirmada.
Daley y Vigeland (1983). EE.UU.	313 empresas en 1972.	Gastos versus activación de I+D.	Confirmada.
Dhaliwal (1988). EE.UU.	183 empresas en 1981.	Amortización acelerada versus lineal.	Confirmada.
Labelle (1990). Canadá	183 empresas en 1982.	Cambios contables para diferir beneficios.	No confirmada.
Moyer (1990). EE.UU.	845 bancos. Período: 1981-1986	Ajustes discrecionales de las provisiones por insolvencias.	No confirmada.
Skinner (1993). EE.UU.	504 empresas en 1987.	1. LIFO versus FIFO. 2. Amortización acelerada versus lineal. 3. Período de amortización del fondo de comercio.	Confirmada para las tres elecciones.

En cuanto al efecto del tamaño en la investigación del alisamiento del resultado, la evidencia empírica no parece confirmar que existan diferencias significativas entre las empresas alisadoras y no alisadoras. Así, Moses (1987) y Craig y Walsh (1989) demuestran que el alisamiento está positivamente asociado con el tamaño de la empresa. No obstante, los trabajos de Ashari et al. (1994), Beattie et al. (1994), Saudagaran y Sepe (1996) y Carlson y Bathala (1997) no encuentran que el alisamiento esté asociado con el tamaño. El Cuadro 3.8 recoge resume las características de estos trabajos.

**CUADRO 3.8.**

**TRABAJOS QUE ANALIZAN EL TAMAÑO  
PARA EXPLICAR EL ALISAMIENTO DEL RESULTADO**

<b>Autores (Año). País</b>	<b>Muestra</b>	<b>Evidencia</b>
Moses (1987). EE.UU.	212 empresas. Período: 1975-1985.	Confirman una relación positiva entre el tamaño y el alisamiento.
Craig y Walsh (1989). Australia	84 empresas. Período: 1972-1984.	Confirman una relación positiva entre el tamaño y el alisamiento.
Ashari et al. (1994). Singapur	153 empresas. Período: 1980-1990.	No confirman que el tamaño explique el alisamiento.
Beattie et al. (1994). Reino Unido	163 empresas en 1989 y 1990.	No confirman que el tamaño explique el alisamiento.
Saudagaran y Sepe (1996). Reino Unido y Canadá.	58 empresas del Reino Unido y 20 empresas de Canadá. Período: 1983-1986.	No confirman que el tamaño explique el alisamiento.
Carlson y Bathala (1997). EE.UU.	265 empresas. Período: 1982-1988.	No confirman que el tamaño explique el alisamiento.

### CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS

Para medir los costes políticos, Hagerman y Zmijewski (1979) usaron, además del tamaño, la intensidad de capital, la concentración de las ventas y el riesgo sistemático. El uso de estos índices en las posteriores investigaciones ha sido escaso, probablemente debido a que la falta de significatividad detectada en este primer trabajo.

En relación con la **intensidad del capital**, medida por el ratio activo fijo bruto/ventas, Hagerman y Zmijewski (1979, p. 143) sostienen que las empresas que utilizan una tecnología intensiva en capital no incluyen el coste de oportunidad del capital para calcular el resultado neto. Por lo tanto, por término medio, las empresas intensivas en capital tenderán a tener un mayor resultado contable que las empresas intensivas en trabajo incluso, aunque el resultado económico de ambas coincida.

Bajo este argumento, los autores formularon la hipótesis de que las empresas relativamente intensivas en capital tienen mayor probabilidad de elegir las alternativas contables que difieren el reconocimiento de beneficios.

Para Hagerman y Zmijewski (1979, p. 144), la **concentración de mercado** de las ventas puede ser usada como una medida de las rentas de monopolio de la empresa cuando ésta opera en una industria con pocos competidores. Desde esta posición, sostienen que los altos beneficios de una empresa que posea una gran participación en el mercado, aumentan la probabilidad de que se apliquen las leyes antimonopolio, lo que provocaría una fragmentación de la empresa u otras acciones gubernamentales destinadas a aumentar la competencia.

### CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS

Por consiguiente, su hipótesis predice que cuanto mayor sea la concentración de mercado, mayor será la probabilidad de adoptar las prácticas contables que difieren beneficios.

En lo que respecta al efecto en la elección contable del **riesgo sistemático**<sup>45</sup>, Hagerman y Zmijewski (1979, p. 143) señalan que las empresas con mayor riesgo sistemático tienen, como media, mayores rentabilidades contables. Esto significa que, a menos que los políticos ajusten el efecto del riesgo, las empresas más arriesgadas parecerán tener excesivos beneficios y estarán sujetas a una mayor transferencia negativa de riqueza.

Así, esperan que cuanto mayor sea el riesgo sistemático, mayor sea la probabilidad de que los directivos elijan los procedimientos que difieren el reconocimiento de beneficios.

Los resultados empíricos no son estadísticamente significativos en la mayoría de las opciones contables analizadas y en ocasiones tienen el signo contrario.

Hagerman y Zmijewski (1979) encuentran consistencia con el riesgo sistemático y con la intensidad del capital sólo en una de las cuatro elecciones analizadas: amortización de los activos depreciables. El ratio de concentración es moderadamente significativo en la elección del método de valoración de existencias, del período de imputación a gastos de los costes de pensiones y del método de deducciones fiscales, pero no en la elección relativa a la amortización.

---

<sup>45</sup> El argumento está basado en el modelo de valoración de activos en equilibrio, CAPM, que establece que, en el equilibrio, el rendimiento esperado de un activo está positivamente relacionado con su riesgo sistemático. Al CAPM y al riesgo sistemático volveremos a hacer referencia en el apartado III.4.

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

En su trabajo de 1981, en el que combinan el efecto conjunto de las cuatro decisiones contables, Hagerman y Zmijewski sólo encuentran significativo el ratio de concentración.

Por su parte, Soliman (1989) confirma la influencia del ratio de concentración con la elección de LIFO y con la cartera de métodos contables, rechazando la hipótesis con la elección del método de amortización y con el tratamiento contable de la deducción fiscal. En lo que respecta a la intensidad del capital, en contra de la hipótesis, detecta que cuanto mayor es la intensidad del capital menor es la probabilidad de elegir los procedimientos que difieren beneficios.

El Cuadro 3.9 resume las características de los estudios que acabamos de explicar.

CUADRO 3.9.

TRABAJOS QUE ANALIZAN SUBROGADOS DE LOS COSTES POLÍTICOS DISTINTOS AL TAMAÑO PARA EXPLICAR LA ELECCIÓN QUE DIFIERE BENEFICIOS

Autores (Año). País	Muestra	Variables dependientes	Variables independientes y relaciones previstas ( )	Evidencia
Hagerman y Zmijewski (1979). EE.UU.	300 empresas en 1975.	1. LIFO versus FIFO. 2. Amortización acelerada versus lineal. 3. Período de imputación de los costes de pensiones. 4. Deducción fiscal por inversión.	Intensidad del capital (+) Concentración de mercado (+) Riesgo sistemático (+)	Confirmada la intensidad del capital y el riesgo sistemático sólo con la amortización acelerada.  Confirmada la concentración del capital excepto con la amortización acelerada.
Zmijewski y Hagerman (1981). EE.UU.	300 empresas en 1975.	Carteras de opciones contables.	Intensidad del capital (+) Concentración de mercado (+) Riesgo sistemático (+)	Confirmada sólo para el ratio de concentración.
Soliman (1989). EE.UU.	214 empresas entre 1982-1984.	1. LIFO versus FIFO. 2. Amortización acelerada versus lineal. 3. Deducción fiscal por inversión. 4. Carteras con las tres opciones contables.	Intensidad del capital (+) Concentración de mercado (+)	Confirmada la intensidad del capital sólo con LIFO y la cartera de métodos.  Contraria a la prevista con el ratio de concentración.



### **III.2.4. Las pérdidas y los descensos del resultado**

Como ya hemos indicado, el efecto de las pérdidas y los descensos del resultado en la elección contable es especialmente importante en nuestra tesis, dado que son las situaciones analizadas en el capítulo cuarto. Así pues, a continuación recogemos el contenido de los trabajos existentes en este ámbito y las explicaciones que justifican por qué los directivos parecen tener cómo objetivo evitar las pérdidas y evitar que el resultado del ejercicio descienda en relación con el del ejercicio anterior.

#### **III.2.4.1. La evidencia existente**

Con el propósito de valorar el contenido informativo de las pérdidas frente a los beneficios, Hayn (1995) detecta que la distribución del resultado por acción presenta una discontinuidad alrededor del punto cero, lo que sugiere la posibilidad de que los directivos elijan las opciones contables que anticipan el resultado para evitar las pérdidas. Asimismo, la autora encuentra que las pérdidas están fuertemente vinculadas con el tamaño de la empresa: la probabilidad de incurrir en pérdidas desciende a medida que aumenta el tamaño de la empresa, de modo que las grandes empresas tienen menor probabilidad de declarar pérdidas.

El trabajo de Hayn (1995) no ofrece ninguna posible explicación de esta situación porque su objetivo no es contrastar la existencia de manipulación en el resultado, sino demostrar que el mercado de valores responde en menor medida a las pérdidas que a los beneficios debido a que los inversores perciben las

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

pérdidas como temporales y los accionistas poseen la opción de liquidación, por lo que pueden vender sus acciones para no incurrir en pérdidas sucesivas.

No obstante, en relación con la respuesta del mercado de valores a las pérdidas y beneficios, Myers y Skinner (1999) confirman que las empresas que presentan continuos incrementos en el beneficio anual tienen un mayor premio relativo en el mercado financiero y un mayor castigo relativo cuando se producen descensos del beneficio. Esto es, la valoración relativa de las acciones de las empresas aumenta proporcionalmente con la longitud de la serie de incrementos de los beneficios anuales, produciéndose un mayor descenso relativo en el precio de las acciones cuando las empresas que normalmente tienen incrementos en los beneficios presentan reducciones en los beneficios.

Por consiguiente, es a finales de la década de los noventa con las investigaciones de Burgstahler y Dichev (1997) y de Degeorge, Patel y Zeckhauser (1999) cuando se demuestra por primera vez que los directivos manipulan el resultado con los objetivos de evitar pérdidas (conseguir beneficios) y de evitar descensos del resultado (superar el resultado del ejercicio anterior), siendo el objetivo de evitar pérdidas el que prevalece.

Como ya explicamos en el epígrafe II.4.3, relativo a la metodología de la distribución de frecuencias del resultado, ambos trabajos confirman las hipótesis al detectar discontinuidades significativas en los histogramas del resultado y de las variaciones del resultado en los intervalos contiguos a los umbrales de referencia de cero beneficios y de cero aumentos del resultado.

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

Estas discontinuidades surgen por inusuales bajas frecuencias del resultado (y de las variaciones del resultado) en los intervalos correspondientes a las pequeñas pérdidas (y a los pequeños descensos del resultado) e inusuales altas frecuencias del resultado (y de las variaciones del resultado) en los intervalos relativos a pequeños beneficios (y a pequeños incrementos en los beneficios).

Burgstahler y Dichev (1997) se centran en observaciones anuales del resultado neto, mientras que DeGeorge, Patel y Zeckhauser (1999) analizan datos trimestrales del resultado por acción, pero no especifican a qué nivel (resultado neto, ordinario, etc.).

Consistente con lo anterior, Leone y Van Horn (1999) concluyen que la manipulación del resultado en los hospitales sin ánimo de lucro se dirige a evitar pérdidas, aunque rechazan la hipótesis relativa a evitar descensos del resultado. En su caso, las hipótesis se contrastan comparando la distribución de frecuencias del resultado de explotación con la distribución de frecuencias del resultado de explotación no manipulado, o antes de ajustes discrecionales (medido por el resultado de explotación menos los ajustes contables discrecionales estimados). La representación de las distribuciones de frecuencias revela la ausencia de discontinuidades significativas en el resultado de explotación no manipulado en el área de cero beneficios. Por el contrario, sí existe una discontinuidad significativa en la distribución del resultado de explotación en el mismo área.

Peasnell, Pope y Young (2000b) confirman que la presencia de pérdidas y de descensos del resultado es una de las

### CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS

características significativas de una muestra de empresas del Reino Unido censuradas por el *Financial Reporting Review Panel* por haber utilizado prácticas contables de dudosa legalidad que, en la mayoría de ocasiones, tuvieron como impacto final un aumento del beneficio.

Por último, queremos hacer una especial mención al trabajo de Leuz, Nanda y Wysocki (2000) no sólo porque detecta que la alteración del resultado para evitar pérdidas es más acusada en los países incluidos en el modelo contable continental, basados en la codificación legal (*code-law countries*), que en los países anglosajones, basados en el derecho común (*common-law countries*), sino porque refleja que España es el país dónde más prevalecen los incentivos a evitar pérdidas. El trabajo no analiza los descensos del resultado.

Leuz, Nanda y Wysocki (2000) confirman que los países del modelo continental, en comparación con los del modelo anglosajón, presentan: 1) menor variabilidad en los cambios del resultado neto, 2) menor variabilidad en los cambios en el resultado ordinario en relación con la variabilidad en los flujos de tesorería de las actividades ordinarias, 3) menor variabilidad en los cambios del resultado neto en relación con la variabilidad de los cambios en el resultado ordinario, 4) mayor valor de los ajustes contables de circulante en relación con los flujos de tesorería ordinarios y 5) menor probabilidad de presentar pequeñas pérdidas.

Los autores señalan que los factores que pueden explicar estas diferencias pueden surgir analizando quiénes son los principales usuarios de la información contenida en el resultado. En los países anglosajones, existe una amplia base de inversores que

### CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS

son los principales usuarios de la información contenida en el resultado. Por este motivo, hay una fuerte demanda de auditoría y los directivos soportan importantes costes en los casos de manipulación fraudulenta del resultado. En los países pertenecientes al modelo continental, los principales inversores son los bancos e instituciones financieras que suelen tener acceso a la información no publicada debido a que poseen relaciones directas con los directivos. Por consiguiente, la utilidad del resultado surge más desde la necesidad de cumplir con los requerimientos tributarios que desde la necesidad de presentar la imagen fiel de la situación económica y financiera de la empresa. Estos factores proporcionan incentivos a alisar el resultado y evitar una evaluación desfavorable de la empresa.

Así, Leuz, Nanda y Wysocki (2000) demuestran que la manipulación del resultado, dirigida a reducir la variabilidad del resultado neto en el tiempo (a alisar el resultado neto) y a evitar el reconocimiento de pequeñas pérdidas, es más frecuente en los países pertenecientes al modelo contable continental que en los países del modelo contable anglosajón<sup>46</sup>.

En lo que respecta a las pérdidas, la hipótesis se confirma analizando la incidencia relativa de los pequeños beneficios frente a las pequeñas pérdidas a través del siguiente ratio: número de empresas cuyos beneficios normalizados por el activo se sitúan en el intervalo (0,00 - 0,01), que es el correspondiente a los menores beneficios, dividido por el número de empresas

---

<sup>46</sup> En su posterior trabajo, cuyo propósito principal es medir la asociación entre la manipulación del resultado y una serie de variables representativas de los factores institucionales que caracterizan a cada país, como la importancia del mercado de valores y el nivel de divulgación de la información, Irlanda es el país que tiene mayor valor del ratio entre pequeños beneficios y pequeñas pérdidas, situándose inmediatamente después España (Leuz, Nanda y Wysocki , 2001).

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

cuyas pérdidas se sitúan en el intervalo (-0,01- 0,00), correspondientes a las menores pérdidas. Cuanto mayor es este ratio, mayor es el predominio de la actividad dirigida a evitar el reconocimiento de pérdidas. Su trabajo refleja que España ocupa la primera posición (ratio = 12), siendo la India el siguiente país de la clasificación (ratio = 9,67) y EE.UU. el país que menor valor del ratio presenta (ratio = 1,42).

En resumen, la reciente evidencia detectada en EE.UU., que confirma que los directivos eligen los ajustes contables discrecionales para evitar reconocer pérdidas y para evitar disminuciones en el beneficio, parece prevalecer todavía más en los países que poseen un modelo contable continental y todavía más acusadamente en España, si bien en estos últimos casos la evidencia sólo se refiere a las pérdidas.

Queremos señalar nuevamente que todos los estudios que acabamos de explicar demuestran empíricamente la manipulación del resultado en las áreas contiguas a los valores de cero beneficios y de cero aumento del resultado, no en las áreas de grandes pérdidas y de grandes descensos del resultado. En consecuencia, lo que han demostrado, en un sentido estricto, es que la manipulación del resultado se dirige, principalmente, a evitar pequeñas pérdidas para conseguir pequeños beneficios y, en menor medida, a evitar pequeños descensos del resultado para conseguir pequeños incrementos.

El Cuadro 3.10 resume las características de la muestra y la evidencia encontrada en los trabajos comentados en relación con las pérdidas y los descensos del resultado.

CUADRO 3.10.

TRABAJOS QUE ANALIZAN LAS SITUACIONES DE PÉRDIDAS Y DESCENSOS DEL RESULTADO

Autores (Año). País.	Muestra	Evidencia
Hayn (1995). EE.UU.	85.919 observaciones. Período: 1962-1990.	La distribución del resultado presenta una discontinuidad en el área de cero beneficios.
Burgstahler y Dichev (1997). EE.UU.	75.999 observaciones del resultado y 64.466 de las variaciones del resultado. Período: 1977-1994.	Las distribuciones del resultado y de sus variaciones presentan discontinuidades en las áreas de cero beneficios y cero aumentos.
Degeorge et al. (1999). EE.UU.	5.387 empresas. Período: 1974-1996.	Las distribuciones del resultado y de sus variaciones presentan discontinuidades en las áreas de cero beneficios y cero aumentos.
Leone y Van Horn (1999). EE.UU.	744 hospitales sin ánimo de lucro. Período: 1989-1996.	La distribución del resultado de explotación presenta una discontinuidad en el área de cero beneficios, mientras que la distribución del resultado antes de ajustes discrecionales no presenta discontinuidades.
Myers y Skinner (1999). EE.UU.	358 empresas con, al menos, 17 incrementos cuatrimestrales consecutivos en el resultado. Período: 1987-1997.	Las empresas con continuos incrementos en los beneficios tienen fuertes motivaciones a mantener esos incrementos.
Leuz et al. (2000). Comparación internacional.	32.000 observaciones de 23 países en el análisis de las pérdidas. Período: 1990-1998.	El ratio entre pequeños beneficios y pequeñas pérdidas es mayor en los países continentales que en los anglosajones, siendo España el país con mayor valor del ratio.
Peasnell et al. (2000b). Reino Unido	47 empresas acusadas de prácticas contrarias a los PCGA y un grupo de control. Período: 1990-1998.	Las pérdidas y los descensos del resultado son una característica significativa de su muestra.

#### **III.2.4.2. Explicaciones sobre las motivaciones**

Las motivaciones de los directivos a anticipar el reconocimiento de beneficios, en las situaciones en las que existen pequeñas pérdidas y pequeños descensos del resultado, pueden surgir a consecuencia de que las dificultades financieras reducen la cuantía de las primas sobre beneficios y aumentan la probabilidad de incumplir las restricciones de los contratos de deuda.

No obstante, la explicación ofrecida por Burgstahler y Dichev (1997) y por Degeorge, Patel y Zeckhauser (1999) tiene un contenido más amplio: las pérdidas y los descensos del resultado conllevan una evaluación negativa de la gestión de la empresa por los usuarios externos, mientras que los beneficios y los aumentos del resultado suponen una valoración positiva de la gestión por parte de los usuarios externos.

Los directivos saben que tienen evitar las pérdidas y los descensos del resultado para evitar las valoraciones negativas por parte de los usuarios externos, lo que provocaría un aumento de los costes de transacción. Es decir, los directivos tratan de evitar estas situaciones porque son conscientes de que inciden negativamente, entre otras, en las decisiones de inversión de los accionistas actuales y potenciales, en las decisiones de financiación de los acreedores y en la evaluación de su gestión, aumentando las posibilidades de que se produzcan cambios en la dirección.

Así, según Burgstahler y Dichev (1997), una explicación del hecho de que la elección contable de los directivos se dirija a evitar pérdidas y descensos del resultado se debe al aumento de



### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

los costes de transacción que producen estas situaciones. El resultado contable es el indicador que los usuarios externos utilizan para evaluar la gestión de la empresa. Las pérdidas y los descensos del resultado reducen la reputación laboral de los directivos y aumentan la probabilidad de que se produzcan cambios en la dirección. Estas situaciones también pueden reducir la confianza de los clientes y los proveedores: los clientes pueden asumir que la empresa tiene menor probabilidad de cumplir sus garantías futuras y los proveedores no ofrecerán las mejores condiciones porque pueden suponer que se producirá una caída en las compras o dificultades para hacer frente al pago.

En este mismo sentido, DeGeorge, Patel y Zeckhauser (1999) señalan que el análisis de las motivaciones psicológicas del proceso humano refleja que los individuos utilizan un umbral muy simple que consiste en distinguir entre: positivo y negativo. Aplicado al ámbito de la empresa, el umbral utilizado por los usuarios externos se situaría en conseguir beneficios y en superar el resultado del ejercicio anterior. La existencia de este umbral de evaluación implica que los costes de transacción soportados por las empresas que no lo han superado son mucho mayores que los de las empresas que sí han superado dicho umbral.

No obstante, el margen de discrecionalidad de la que disponen los directivos en el marco de los PCGA tiene límites. Ello implica que los instrumentos contables o reales no pueden evitar las pérdidas pronunciadas o los descensos pronunciados en el resultado, pero sí pueden utilizarse para evitar las situaciones de pequeñas pérdidas y de pequeños descensos en el resultado.

### III.2.5. Otros factores

Otros factores contemplados por los investigadores para explicar la elección contable de los directivos son, siguiendo el orden cronológico de la investigación: la lucha de poderes en el Consejo de Administración; los cambios en el equipo directivo; los cambios en la regulación contable; el cumplimiento de las responsabilidades implícitas de la empresa con los clientes, proveedores y trabajadores; las predicciones de los analistas financieros para evitar las sorpresas negativas del resultado; y las expectativas de los directivos sobre los futuros resultados de sus competidores. A estos factores hacemos referencia a continuación.

DeAngelo (1988, p. 3) define la **lucha de poderes** (*proxy contest*) como “una campaña política en la que los accionistas que están en desacuerdo con las políticas de los directivos intentan cambiar a los miembros del Consejo de Administración”. Dada la importancia de la información contable en las situaciones de conflicto entre los accionistas y el equipo directivo<sup>47</sup>, predice y confirma que en los períodos de lucha de poderes los directivos utilizan los ajustes contables discrecionales para anticipar el reconocimiento de beneficios en un esfuerzo por mejorar las percepciones de los accionistas sobre la actuación de la gerencia.

---

<sup>47</sup> Como ejemplo de la importancia que tiene el resultado contable en la evaluación de la gestión de los directivos, DeAngelo (1988) menciona que, a través de la lectura de "The Wall Street Journal Index" y de artículos relevantes, el 73% de los accionistas de su muestra mencionó exclusivamente los malos resultados como crítica de la actuación del equipo directivo e infrecuentemente el descenso en el precio de las acciones. Para reforzar este hecho, la autora también señala que en el período anterior a la lucha de poderes la rentabilidad de los fondos propios de estas empresas era significativamente menor que la rentabilidad de las acciones.

### CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS

Además, cuando la lucha de poderes produce un cambio del equipo directivo<sup>48</sup>, DeAngelo (1988) apoya la hipótesis de "limpieza o empeoramiento del resultado" (*earnings bath o big bath*), la cual predice un significativo descenso del resultado del ejercicio actual con el objetivo de cambiar la tendencia en los ejercicios siguientes. Esto supone que los nuevos directivos eligen los ajustes contables que producen un diferimiento en el reconocimiento de beneficios en el ejercicio del cambio en la gestión, período de transición. Después del período de transición, el resultado contable aumenta significativamente. Los trabajos de Murphy y Zimmerman (1993) y Leone y Van Horn (1999) también presentan evidencia consistente con esta hipótesis.

Los **cambios en la regulación contable** afectan al conjunto de oportunidades disponibles, por lo que es de prever que tengan un efecto en la elección contable. Como señalan Watts y Zimmerman (1990), la variación del conjunto de métodos contables aceptados explicará la variación de la elección contable dentro del conjunto de oportunidades aceptado.

Los trabajos realizados por Mertens (1991 y 1997) estudian los cambios en los métodos y en los ajustes contables ocasionados por la implantación de dos normas, en 1971 y en 1984, en Holanda. Dado que la nueva regulación redujo el conjunto de alternativas disponibles, su análisis predice y confirma que la implantación de las normas produjo un aumento en los ajustes contables no discrecionales. Asimismo, detecta un aumento en la variabilidad de los ajustes contables discrecionales, lo que

---

<sup>48</sup> En una investigación posterior, DeAngelo (1990) muestra que los cambios de control generan la demanda de una valoración independiente de la empresa a los bancos de inversión, los cuales utilizan técnicas basadas en la información contable.

### CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS

evidencia, según el autor, que las empresas intentaron eliminar parte del efecto de los nuevos cambios obligatorios.

En nuestro país, Apellániz y Labrador (1995) contrastan si la entrada en vigor del PGC de 1990 ha limitado la capacidad de los directivos para elegir los procedimientos contables que más se ajusten a sus intereses personales y, por lo tanto, ha reducido la manipulación del beneficio dentro de los PCGA. La evidencia empírica obtenida aplicando el modelo de Jones (1991) refleja que los ajustes contables discrecionales disminuyen como consecuencia de la entrada en vigor del PGC. Esto, según las autoras, confirma que los cambios en la regulación contable incrementan las obligaciones en materia económico-financiera y reducen las oportunidades de los directivos para manipular el beneficio. El estudio también estima los ajustes contables discrecionales utilizando el modelo de DeAngelo (1986), pero los resultados empíricos no son estadísticamente significativos.

El efecto en la elección contable de los **contratos implícitos** que existen entre la empresa y los grupos que tienen intereses en ella se recoge en Bowen, DuCharme y Shores (1995). Los autores argumentan que los clientes, proveedores, empleados y otros acreedores a corto plazo utilizan el resultado contable para valorar la probabilidad de que la empresa cumpla las responsabilidades implícitas relativas a la garantía del producto, la continuación de la actividad empresarial o el mantenimiento del empleo. Manteniendo constantes otros incentivos que pueden influir en la elección contable, los resultados confirman que los subrogados utilizados como indicadores de los derechos implícitos explican la elección de los métodos de valoración de existencias y de amortización que anticipan el reconocimiento de beneficios a largo plazo.

### CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS

Las recientes investigaciones de Robb (1998), Degeorge, Patel y Zeckhauser (1999), Burgstahler y Eames (1999) y Abarbanell y Lehavy (1999) reflejan la existencia de una relación entre la manipulación del resultado y las **predicciones de los analistas financieros**.

El trabajo de Robb (1998) confirma que las predicciones de los analistas financieros afectan a la utilización de las provisiones por insolvencias en el sector bancario dependiendo de si el resultado antes de ajustes discrecionales está por encima o por debajo de las predicciones de los analistas y de la baja o alta dispersión en las predicciones de los analistas.

□ Cuando el resultado antes de ajustes discrecionales está por debajo de las predicciones, y la dispersión entre los analistas es baja, los bancos emplean su discreción para anticipar el reconocimiento de beneficios y alcanzar las predicciones. Pero en las situaciones en las que la dispersión entre los analistas es alta, los bancos adoptan la política de “limpieza o empeoramiento del resultado”, difiriendo el reconocimiento de beneficios utilizando las provisiones por insolvencias.

□ Cuando el resultado antes de ajustes discrecionales está por encima de las predicciones, y la dispersión de las predicciones es baja, los bancos no parecen usar su discreción contable para diferir beneficios. Sin embargo, cuando la dispersión es alta, los bancos sí difieren los beneficios para conseguir alcanzar la media de las predicciones y acumular los ajustes contables hacia futuros períodos.

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

En consecuencia, la elección dirigida a diferir beneficios surge en respuesta a situaciones de elevada dispersión en las predicciones de los analistas financieros, independientemente de que el resultado antes de ajustes discrecionales esté por encima o por debajo de las predicciones. Por su parte, la elección dirigida a anticipar el reconocimiento de beneficios surge para alcanzar las predicciones de los analistas en los casos de baja dispersión en sus opiniones sobre el resultado de la empresa.

A través del análisis de la distribución de frecuencias de los errores de predicción o sorpresas sobre el resultado, que se definen por la diferencia entre el resultado obtenido y el resultado previsto por los analistas financieros, DeGeorge, Patel y Zeckhauser (1999) encuentran la presencia de una discontinuidad significativa en el área de cero sorpresas del resultado. Ello demuestra que uno de los objetivos de los directivos para manipular el resultado es evitar las sorpresas negativas sobre el resultado y alcanzar las expectativas de los analistas financieros.

Asimismo, Burgstahler y Eames (1999) proporcionan evidencia de que la distribución de frecuencias de las sorpresas sobre el resultado tiene una frecuencia inferior a la esperada de sorpresas negativas y una frecuencia superior a la esperada de sorpresas positivas, lo que refleja que la manipulación del resultado se dirige a evitar las sorpresas negativas.

Abarbanell y Lehavy (1999) investigan si las percepciones de los analistas sobre el potencial de inversión de la empresa afectan a la dirección y magnitud de la manipulación del resultado. Como subrogado de las percepciones sobre el potencial de inversión de las empresas utilizan las recomendaciones de compra o venta de

### CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS

acciones de los analistas financieros. Los autores predicen y confirman que las empresas con alto potencial de inversión (calificadas con recomendaciones de compra por los analistas) tienen fuertes incentivos para cumplir las predicciones eligiendo los ajustes contables que anticipan el reconocimiento de beneficios. En contraste, las empresas con bajo potencial de inversión (calificadas con recomendaciones de venta por los analistas) tienen pocos incentivos para anticipar el reconocimiento de beneficios y elegirán los ajustes contables que difieren el reconocimiento de beneficios.

El modelo analítico de Bagnoli y Watts (2000) predice que las **expectativas sobre los resultados de las empresas de la competencia** son un factor que afecta a la magnitud de los ajustes contables discrecionales porque los directivos saben que los inversores y acreedores comparan los estados contables de las empresas con similares características sectoriales para adoptar sus decisiones de inversión y financiación. Como corolario, los autores sostienen que las empresas van a actuar eligiendo la máxima cantidad de ajustes contables discrecionales simplemente porque esperan que las empresas rivales hagan lo mismo.

El Cuadro 3.11. recoge las características de los estudios explicados en este epígrafe, excluyendo el de Bagnoli y Watts (2000) por ser un trabajo teórico.

**CUADRO 3.11.**  
**TRABAJOS QUE ANALIZAN OTROS FACTORES**  
**PARA EXPLICAR LA ELECCIÓN CONTABLE**

Autores (Año). País.	Muestra	Evidencia
DeAngelo (1988). EE.UU.	86 luchas de poderes en la empresa. Período: 1970-1983.	Los directivos anticipan beneficios en los periodos de luchas de poderes para mejorar las percepciones de los accionistas. Los ajustes discrecionales difieren beneficios en el ejercicio de transición de los CEO.
Murphy y Zimmerman (1993). EE.UU.	1.630 cambios de CEO en 915 empresas. Período: 1971-1989.	Los cambios de los CEO están asociados negativamente con las rentabilidades de las acciones y con el resultado. Los ajustes discrecionales difieren beneficios en el ejercicio de transición de los CEO.
Mertens (1991 y 1997). Holanda	2 muestras: 1) 64 empresas entre 1966-1976. 2) 76 empresas entre 1975-1982	Las nuevas regulaciones contables aumentaron los ajustes no discrecionales y la variabilidad de los ajustes discrecionales.
Apellániz y Labrador (1995). España.	35 empresas. Período: 1989-1992.	La entrada en vigor del PGC redujo los ajustes contables discrecionales.
Bowen et al. (1995)	Entre 1.342 y 2.908 empresas en 1981, 1984, 1987, 1990 y 1993.	Las variables utilizadas como subrogados de las responsabilidades implícitas de la empresa con los clientes, proveedores, empleados y otros acreedores afectan a la elección contable.
Robb (1998)	149 bancos. Período: 1986-1991.	Las predicciones de los analistas financieros afectan a la utilización de las provisiones por insolvencias en los bancos.
DeGeorge et al (1999). EE.UU.	5.387 empresas. Período: 1974-1996.	La distribución de frecuencias de las sorpresas del resultado presenta una discontinuidad en el área de cero.
Abarbanell y Lehavy (1999). EE.UU.	9.745 observaciones Período. 1985-1997.	Las recomendaciones de compra y de venta de los analistas financieros afectan a los ajustes contables discrecionales.
Burgstahler y Eames (1999). EE.UU.	16.107 empresas. Período. 1986-1996.	Las sorpresas del resultado negativas tienen una frecuencia menor a la esperada, mientras que las sorpresas positivas tienen una frecuencia mayor a la esperada
Leone y Van Horn (1999). EE.UU.	478 cambios de CEO en 744 hospitales privados. Período: 1989-1996.	Los ajustes contables discrecionales difieren beneficios en el ejercicio de transición de los CEO.



### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

Por último, y aunque el presente trabajo se centra en las decisiones que están exclusivamente relacionadas con el deseo de conseguir un efecto en el resultado contable, queremos hacer una breve referencia a la evidencia empírica obtenida en España en los estudios de Mora y Rees (1996 y 1998), Gabás, Apellániz y Apellániz (1999) y Giner y Hervás (2001).

Mora y Rees (1996 y 1998) estudian los factores que afectan a la decisión de consolidar de las empresas españolas con anterioridad a su obligatoriedad en el año 1991. En su trabajo detectan que la decisión sobre la presentación de estados consolidados, antes de su obligatoriedad, está relacionada positivamente con el impacto en el resultado, el impacto en los ingresos y el tamaño de la empresa. Esto es, la presentación voluntaria de estados consolidados es más probable que se produzca cuando ésta aumenta el resultado, cuando aumenta los ingresos y en las grandes empresas.

Por su parte, Gabás, Apellániz y Apellániz (1999), analizan las características empresariales que diferencian la decisión entre el método de compra y el método de unión de intereses en los casos de fusiones. Los autores confirman que la elección del método de unión de intereses, que es el que maximiza el beneficio de la entidad resultante, está asociada positivamente con el tamaño de las empresas absorbentes, con la rentabilidad de la empresa absorbente antes de la fusión y con el tamaño del fondo de comercio generado por la operación. También detectan que son las empresas absorbentes con menos reservas en relación con su capital las que se han decantado por el método de compra, que es el que produce un mayor incremento en las reservas de la entidad resultante y puede mejorar determinados indicadores representativos de la estructura financiera.

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

Recientemente, Giner y Hervás (2001) analizan los factores que influyen en la decisión de los directivos sobre revalorizar o no el inmovilizado como consecuencia de la aprobación del Real Decreto-Ley 7/1996 sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica.

Su estudio demuestra que la mayor probabilidad a revalorizar los elementos del inmovilizado material e inmaterial, en los términos recogidos en el Real Decreto-Ley 7/1996, está asociada positivamente con las siguientes cuatro variables: 1) el ahorro fiscal que potencialmente obtienen las empresas de la revalorización, medido por la proporción que representan los activos revalorizados (el inmovilizado material más el leasing) en el activo total, 2) el nivel de endeudamiento, 3) el tamaño y 4) la rentabilidad del activo. También confirman que el ratio de liquidez está negativamente relacionado con la mayor probabilidad de optar por la revalorización.

#### **III.3. FACTORES QUE LIMITAN LA DISCRECIONALIDAD CONTABLE**

Tal y como indicamos en el capítulo primero de la tesis, gran parte de la evidencia detectada en el área de la Economía de la Empresa refleja que los problemas de agencia entre accionistas y directivos están relacionados con la estructura de los mecanismos de supervisión. Desde esta posición, se sostiene que la mayor concentración del capital o la presencia de un control activo por parte de los accionistas, los pequeños porcentajes de acciones de la empresa en poder de los directivos, la mayor proporción de consejeros externos son

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

aspectos que reducen los costes de agencia y, por lo tanto, aumentan valor de la empresa.

La incorporación de estas variables en la investigación sobre elección contable ha adquirido una creciente importancia en los últimos años, especialmente cuando el análisis se centra en las decisiones dirigidas a anticipar el reconocimiento de beneficios porque se presupone que estas decisiones, frente a las que difieren beneficios, conllevan un comportamiento más oportunista de los directivos. Es decir, se asume que los mecanismos de supervisión de los directivos pueden imponer límites en las decisiones de los directivos que anticipan beneficios, siendo más difícil que limiten las decisiones que difieren beneficios.

A continuación se revisa la literatura existente sobre el efecto que tienen en la elección contable las variables representativas de la estructura de los mecanismos de control internos de los directivos. Los factores que vamos a analizar son los tres siguientes:

1. La estructura accionarial, representada a través de las diferencias en la concentración del capital o en el control ejercido por los accionistas y de la identidad de los accionistas.
2. El Consejo de Administración, cuya capacidad de supervisión se mide por la proporción de consejeros externos y, en menor medida, por la existencia de Comités de auditoría.
3. La auditoría, cuyo funcionamiento suele medirse por la "calidad" de la auditoría.

### III.3.1. La estructura accionarial

#### *La concentración del capital*

De acuerdo con Hunt (1986), una de las cuestiones más importantes de la investigación sobre elección contable es averiguar si las diferencias en la elección contable entre empresas están determinadas en la estructura accionarial.

Esta preocupación ya fue reflejada en algunos de los primeros trabajos sobre el alisamiento del resultado. Por ejemplo, Smith (1976) distinguió entre:

- a) empresas controladas por los directivos, que son aquellas caracterizadas por la propiedad difusa en las que ningún accionista individual, o grupo de accionistas, posee un porcentaje de acciones superior al 10% de las acciones emitidas con derecho de voto; y
- b) empresas controladas por los propietarios, en las que existen accionistas que mantienen un porcentaje importante de las acciones con derecho a voto.

Siguiendo la anterior clasificación, Smith (1976), Kamin y Ronen (1978) y Koch (1981) confirman que las empresas controladas por los propietarios, alisan el resultado contable en una proporción significativamente menor que las empresas controladas por los directivos. Más recientemente, Beatti et al. (1994) y Carlson y Bathala (1997) corroboran estas conclusiones, si bien el trabajo de Moses (1997) no detecta que existan diferencias significativas.

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

En el ámbito de la elección dirigida a anticipar el reconocimiento de beneficios, la evidencia parece confirmar una asociación positiva con la ausencia de control activo por parte de los accionistas o, en términos alternativos, una asociación negativa con la presencia de un control activo.

Así, Dhaliwal, Salamon y Smith (1982) confirman que la probabilidad de elegir la amortización lineal frente a la acelerada y, por lo tanto, adoptar un método que anticipa beneficios, es mayor en las empresas en las que no existen accionistas que ejerzan un control activo. En este trabajo se entiende que no hay control activo cuando ningún accionista posee un porcentaje superior al 20% de las acciones con derecho de voto, o cuando ningún accionista miembro del Consejo posee más del 10% de las acciones con derecho de voto.

Considerando que existe concentración del capital cuando los "accionistas externos" (accionistas que no son miembros del Consejo de Administración) poseen un porcentaje de acciones superior a la media de las 5 mayores compañías del sector, Niehaus (1989) confirma que la probabilidad de elegir el método LIFO frente al FIFO, difiriendo la imputación de beneficios, está positivamente relacionada con la concentración del capital. Equivalentemente, las empresas con escasa concentración del capital tienen mayor probabilidad de anticipar beneficios.

Dempsey, Hunt y Schroeder (1993) examinan la relación entre la estructura de la propiedad y las diferencias en la utilización de las partidas extraordinarias durante el período 1960-1966, en el que existía una considerable flexibilidad en el uso de estas partidas. Su estudio proporciona evidencia de que las empresas controladas por los directivos, o empresas donde ningún

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

accionista externo posee un porcentaje de acciones superior al 10%, tenían mayor tendencia a presentar las pérdidas como extraordinarias y los beneficios como parte del resultado ordinario. Esto es, las empresas controladas por los directivos tienen mayor tendencia a aumentar el resultado ordinario.

La evidencia de Peasnell, Pope y Young (1999a), basada en empresas del Reino Unido, indica que es menos probable que los directivos elijan ajustes contables discrecionales que anticipan beneficios cuando existe un grupo de accionistas externos que posee al menos el 10% de las acciones.

Por otra parte, en el ámbito de las empresas que han realizado prácticas contables de dudosa legalidad, e incluso ilegales, para aumentar el resultado, la evidencia parece demostrar que la utilización de estas prácticas es más probable que suceda por la ausencia de accionistas externos que controlan a los directivos.

Así, DeFond y Jiambalvo (1991) detectan que los errores e irregularidades contables dirigidos a anticipar el resultado están relacionados positivamente con la existencia de propiedad difusa, que definen cuando no existe ningún accionista cuya participación en el capital supere el 5% de las acciones.

También en EE.UU, Dechow, Sloan y Sweeney (1996) confirman que, en comparación con un grupo de empresas de control, la presencia de un grupo de accionistas externos es significativamente menor en las empresas sancionadas por la SEC por sobrevalorar el resultado, incumpliendo los principios contables generalmente aceptados.

### CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS

Peasnell, Pope y Young (2000b) encuentran que el número de accionistas externos con participación superior al 3% del capital es significativamente menor en las empresas del Reino Unido censuradas por el *Financial Reporting Review Panel* que en el grupo de control. Pero no detectan diferencias significativas entre las empresas censuradas y el grupo de control en relación con el porcentaje de acciones mantenido por los accionistas externos ni con la presencia de grupos de accionistas externos con participaciones superiores al 5%.

#### *La identidad de los accionistas*

Como señalamos en el capítulo primero, la investigación en el área de la Economía de la Empresa ha analizado si el porcentaje de acciones mantenido por el equipo directivo y la presencia de los denominados inversores institucionales afectan o no a los costes de agencia. A estas variables nos referimos a continuación, dado que también se han incorporado en la investigación sobre elección contable.

La evidencia relativa a la influencia de la participación en el capital social de los directivos en la elección contable no es concluyente.

Así, Hunt (1985), encuentra que los directivos de las empresas que adoptan el método LIFO, método que difiere el reconocimiento de resultados, tienen significativamente menores niveles de participación en la propiedad que los directivos de las empresas que no adoptan el método LIFO.

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

Por el contrario, Ayres (1986) detecta que los directivos de las empresas que adoptaron el SFAS 52 sobre transacciones en moneda extranjera antes de su obligatoriedad, norma que generalmente anticipa el reconocimiento de beneficios, poseen menores porcentajes de acciones que los directivos de las empresas que adoptaron la norma cuando fue obligatoria.

El estudio de Niehaus (1989), al que nos hemos referido antes, también concluye que existe una relación no lineal entre las acciones poseídas por los directivos y la probabilidad de elegir LIFO frente a FIFO. Cuando los directivos poseen pequeños porcentajes de acciones, que el autor sitúa en niveles inferiores al 3,3% de las acciones, la frecuencia en la utilización de LIFO es mayor que la de FIFO. Cuando el porcentaje de acciones aumenta, situándose entre el 3,31% y el 26,3% de las acciones, la frecuencia de LIFO desciende y aumenta la de FIFO. Finalmente, cuando los directivos poseen porcentajes superiores al 26,3% de las acciones, la frecuencia de LIFO frente a FIFO vuelve a ser superior.

Asumiendo que los directivos actúan de forma oportunista cuando eligen los procedimientos contables que anticipan beneficios (FIFO) y de forma eficiente cuando eligen los procedimientos que difieren beneficios (LIFO), las conclusiones de Niehaus (1989) serían consistentes con las de Morck, Shleifer y Vishny (1988), recogidas en el capítulo primero.

Morck, Shleifer y Vishny (1988), detectaron que los pequeños porcentajes de acciones mantenidos por los directivos contribuyen a alinear sus objetivos con los de los accionistas, aumentando el valor de la empresa. Cuando se incrementa su participación en la propiedad, se produce el efecto



### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

atrincheramiento que reduce el valor de la empresa. A partir del punto en el que la dirección está totalmente atrincherada, los incrementos en la posesión de acciones elevan de nuevo el valor de la empresa, al alinear los objetivos de los directivos con los de los accionistas.

Tampoco la evidencia empírica sobre la asociación entre la participación de los directivos en el capital social y los ajustes contables discrecionales es concluyente.

Warfield, Wild y Wild (1995) encuentran que cuanto mayor es el porcentaje de acciones poseído por el equipo directivo, menores son los ajustes discrecionales, lo que implica que existe una relación directa y negativa entre la participación en el capital de los directivos y la elección dirigida a anticipar el reconocimiento de beneficios.

Por el contrario, Young (1998) no detecta ninguna relación lineal significativa entre los ajustes contables discrecionales y las acciones poseídas por los directivos, y afirma, aunque sin suministrar los resultados, que ha detectado una relación no lineal.

En relación con la supervisión ejercida por los inversores institucionales, Rajgopal, Venkatachalam y Jiambalvo (1999) y Peasnell, Pope y Young (1999a) reflejan que el valor de los ajustes contables discrecionales desciende a medida que aumenta el porcentaje de acciones poseído por los inversores institucionales, lo que corrobora que existe una relación negativa entre la participación en el capital de los inversores institucionales y los ajustes contables discrecionales que anticipan el reconocimiento de beneficios.

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

Esta evidencia sería consistente con los trabajos de Brickey, Lease y Smith (1988) y de McConell y Servaes (1990), analizados en el capítulo primero, quienes confirman que el valor de la empresa está positivamente relacionado con el porcentaje del capital poseído por éstos. Ello supone que los inversores institucionales disciplinan los comportamientos oportunistas de los directivos, reduciendo los costes de agencia.

Como resumen del efecto de la estructura accionarial en la elección contable, el Cuadro 3.12 recoge los trabajos que hemos comentado destacando las variables independientes utilizadas para medir la estructura accionarial y la evidencia empírica obtenida.

**CUADRO 3.12.**  
**TRABAJOS QUE ANALIZAN EL EFECTO DE LA ESTRUCTURA ACCIONARIAL**  
**EN LA ELECCIÓN CONTABLE**

Autores (Año). País.	Muestra	Variables independientes	Evidencia
Dhaliwal et al. (1982). EE.UU.	110 empresas en 1959 y en 1962.	Presencia de un grupo de accionistas externo con participación $\geq 20\%$ de las acciones con derecho de voto o de un grupo de accionistas interno con participación $\geq 10\%$ del capital.	La elección de la amortización lineal frente a la acelerada, anticipando beneficios, está asociada positivamente con la ausencia de estos grupos.
Hunt (1985). EE.UU.	382 empresas en 1976.	Porcentaje de acciones de los directivos.	Los directivos de las empresas que adoptan LIFO frente a No LIFO, difiriendo beneficios, tienen menores porcentajes de participación.
Ayres (1986). EE.UU.	232 empresas. Período: 1981-1983.	Porcentaje de acciones de los directivos.	Los directivos de las empresas que adoptaron el SFAS 52 antes de su obligatoriedad, anticipando generalmente beneficios, tienen menores porcentajes de participación.
Niehaus (1989). EE.UU.	344 empresas en 1980.	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Presencia de un grupo de accionistas externo con participación <math>\geq</math> a la participación media de las 5 mayores empresas del sector.</li> <li>▪ Porcentaje de acciones de los directivos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ La elección de LIFO frente a FIFO, difiriendo beneficios, está relacionada negativamente con la presencia de grupos de accionistas externos.</li> <li>▪ La relación entre la participación de los directivos y la elección de LIFO no es lineal.</li> </ul>
DeFond y Jiambalvo (1991). EE.UU.	35 empresas con errores contables y un grupo de control. Período: 1976-1987.	Presencia de un grupo de accionistas externo con participación $\geq 5\%$ de las acciones ordinarias.	La ausencia de este grupo explica la mayor incidencia de errores contables que aumentan beneficios.
Dempsey et al. (1993). EE.UU.	248 empresas. Período: 1960-1966	Presencia de un grupo de accionistas externo con participación $\geq 10\%$ de las acciones.	La reclasificación de cuentas para aumentar el resultado ordinario está relacionada positivamente con la ausencia de este grupo.

**CUADRO 3.12.  
CONTINUACIÓN**

Autores (Año). País.	Muestra	Variables Independientes	Evidencia
Warfield et al. (1995). EE.UU.	4.778 observaciones. Período: 1988-1990.	Porcentaje de acciones de los directivos.	Relación negativa con los ajustes discrecionales que anticipan beneficios
Dechow et al. (1996). EE.UU.	92 empresas sancionadas por la SEC y un grupo de control. Período: 1982-1992.	Presencia de un grupo de accionistas externo. No especificado el % de participación.	La presencia de este grupo es significativamente menor en las empresas sancionadas por la SEC.
Young (1998). Reino Unido	533 empresas. Período: 1988-1991.	Porcentaje de acciones de los directivos.	No confirma ninguna relación lineal significativa.
Rajgopal et al. (1999). EE.UU.	8.963 observaciones. Período: 1989-1995.	Porcentaje de acciones de los inversores institucionales.	Relación negativa con los ajustes discrecionales que anticipan beneficios
Peasnell et al. (1999a). Reino Unido	1.271 observaciones. Período: 1993-1996.	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Presencia de un grupo de accionistas externo con participación <math>\geq 10\%</math>.</li> <li>▪ Porcentaje de acciones de los inversores institucionales.</li> </ul>	Relación negativa con los ajustes discrecionales que anticipan beneficios
Peasnell et al. (2000b). Reino Unido	47 empresas acusadas de prácticas contrarias a los PCGA y un grupo de control. Período: 1990-1998.	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Tres variables continuas de la participación de los accionistas externos: nº de accionistas con participación <math>&gt; 3\%</math>, porcentaje total de acciones y porcentaje de acciones de los mayores accionistas.</li> <li>▪ Tres variables discretas para la presencia o no de grupos de accionistas: porcentajes de participación <math>\geq 5\%</math>, <math>\geq 10\%</math> y <math>\geq 20\%</math></li> </ul>	Sólo detectan una relación significativamente negativa entre el número de accionistas externos con participación superior al 3% y los ajustes discrecionales que anticipan beneficios.

### **III.3.2. El Consejo de Administración**

Como señalamos en el capítulo primero, el grado de representación de los consejeros externos o independientes es la variable más utilizada para medir el efecto de las diferencias en la composición del Consejo de Administración en los costes de agencia. Así, en el ámbito de la Economía de la Empresa existe evidencia que demuestra que cuanto mayor es la proporción de consejeros externos dentro del Consejo de Administración, menores son los costes de agencia, y por ello mayor el valor de la empresa

Dada esta evidencia, la investigación sobre la elección contable ha analizado si la debilidad del Consejo de Administración explica la utilización de ajustes contables dirigidos a aumentar el resultado. Los trabajos que hemos consultado demuestran, con la excepción del de Peasnell, Pope y Young (2000b), que existe una asociación negativa entre la proporción de consejeros externos y la discrecionalidad contable dirigida a anticipar el reconocimiento de beneficios. A las conclusiones obtenidas en estos trabajos, cuyas características se resumen en el Cuadro 3.13, hacemos referencia a continuación.

Dechow, Sloan y Sweeny (1996) confirman que los Consejos de Administración de las empresas que incumplieron los USGAAP, por sobrevaloración del resultado, tenían baja proporción de consejeros externos en relación con otras empresas del mismo sector y tamaño sobre las que no se posee evidencia de manipulación. Los autores también confirman que cuando el presidente de la compañía es el consejero delegado o cuando el presidente es el fundador original se reduce la efectividad de los

### CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS

mecanismos de supervisión de los directivos y, por lo tanto, aumenta la probabilidad de manipulación contable.

También en relación con la manipulación contable fraudulenta en EE.UU., Beasley (1996) detecta que las empresas acusadas de fraude financiero tienen una menor probabilidad de tener una alta proporción de consejeros externos. No obstante, el trabajo de Peasnell, Pope y Young (2000b) no confirma que las empresas del Reino Unido censuradas por el *Financial Reporting Review Panel* tengan una proporción de consejeros externos significativamente menor que un grupo de empresas de control.

Peasnell, Pope y Young (1999a) informan que en las situaciones en las que los directivos tienen incentivos a anticipar el reconocimiento de beneficios<sup>49</sup>, los ajustes contables discrecionales están negativamente relacionados con la proporción de consejeros externos dentro del Consejo de Administración.

Esta evidencia también se confirma en el posterior trabajo de los mismos autores donde se analiza las diferencias en la discrecionalidad contable producidas por la publicación en el Reino Unido, en diciembre de 1992, del *Informe Cadbury* que, entre otros aspectos, recomendaba la creación de comités de auditoría del Consejo con al menos tres miembros independientes. Sus resultados empíricos demuestran que la proporción de consejeros externos explica la reducción de la

---

<sup>49</sup> Peasnell, Pope y Young (1999a) asumen, siguiendo la evidencia suministrada por Burgstahler y Dichev (1997) y Degeorge, Patel y Zeckhauser (1999), que los incentivos de los directivos a anticipar el reconocimiento de beneficios surgen cuando el resultado antes de ajustes discrecionales es negativo y/o desciende en relación con el resultado obtenido en el ejercicio anterior.

discrecionalidad contable dirigida a evitar pérdidas o descensos del resultado en el período posterior a la publicación del *Informe Cadbury* (Peasnell, Pope y Young, 1999b).

**CUADRO 3.13.**  
**TRABAJOS QUE ANALIZAN EL EFECTO**  
**DE LOS CONSEJEROS EXTERNOS**  
**EN LA ELECCIÓN QUE ANTICIPA BENEFICIOS**

Autores (Año). País	Muestra	Evidencia
Dechow et al. (1996). EE.UU.	92 empresas acusadas por la SEC de incumplimiento de los USGAAP y un grupo de control. Período: 1982-1992.	Menor proporción de consejeros externos en comparación con el grupo de empresas de control.
Beasley (1996). EE.UU.	75 empresas identificadas por fraude contable y un grupo de control. Período: 1982-1991.	Menor proporción de consejeros externos en comparación con el grupo de empresas de control.
Peasnell et al. (1999a). Reino Unido	1.271 observaciones Período: 1993-1995.	La proporción de consejeros externo está asociada negativamente con los ajustes discrecionales que anticipan beneficios.
Peasnell et al. (1999b). Reino Unido	811 observaciones en el período 1990-1992. 872 observaciones en el período 1994-1996.	La proporción de consejeros externo está asociada negativamente con los ajustes discrecionales que anticipan beneficios
Peasnell et al. (2000b). Reino Unido	47 empresas censuradas por el <i>Financial Reporting Review Panel</i> y un grupo de control. Período 1990-1999.	No encuentran que existan diferencias significativas en la proporción de consejeros externos.

*Nota:* La variable independiente es el número de consejeros externos en el Consejo de Administración.

### III.3.3. La auditoría

La auditoría reduce las asimetrías informativas entre directivos y usuarios externos, al permitir que expertos independientes verifiquen la fiabilidad de los estados contables. Ello supone que los gerentes de las empresas auditadas tienen, frente a las empresas no auditadas, un mecanismo de supervisión adicional y, por consiguiente, menores oportunidades de utilizar su discrecionalidad contable.

Sin embargo, los investigadores estadounidenses, que son los que predominan en la investigación de elección contable, generalmente trabajan con empresas que cotizan en la bolsa y, por lo tanto, obligatoriamente auditadas, lo cual impide discriminar entre empresas auditadas y no auditadas. Así, se argumenta que la efectividad de la auditoría y, por lo tanto, su capacidad para limitar la manipulación del resultado, varía en función de la "calidad" del auditor.

El subrogado frecuentemente utilizado por los investigadores para medir la "calidad" de la auditoría es la pertenencia a una de las "Grandes empresas" de auditoría<sup>50</sup>. La utilización de este subrogado se basa, entre otros, en el trabajo de DeAngelo (1981), dónde se demuestra analíticamente que las empresas auditoras de mayor tamaño, que suelen definirse por su pertenencia a las "Grandes" pueden realizar auditorías de mayor "calidad" porque tienen una mayor independencia, al tener más clientes, y mayores incentivos económicos para revelar y detectar

---

<sup>50</sup> En la actualidad con la fusión, en julio de 1998, de Coopers & Lybrand y Price Waterhouse las "Grandes empresas" de auditoría son las cinco siguientes: Arthur Andersen, Coopers & Price, Ernest & Young, Peat Marwick y Deloitte & Touche.



### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

si los estados contables se han formulado de conformidad con los PCGA.

Por otra parte, como señalan DeFond y Jiambalvo (1991), la "calidad" de la auditoría puede reducir la probabilidad de anticipar el reconocimiento de beneficios, pero es improbable que tenga algún efecto en la elección de procedimientos que difieren el reconocimiento de beneficios, dada la preferencia generalizada de los auditores por las opciones más conservadoras. Desde este planteamiento, encuentran un apoyo moderado a la hipótesis de que los clientes de las "Grandes empresas" de auditoría tienen menor probabilidad de tener errores contables que aumentan el resultado.

También DeFond y Subramanyam (1998, p. 36) afirman que las legítimas divergencias entre cliente y auditor son más probables que ocurran cuando el auditor cree que la aplicación de sus criterios supondrá reconocer un menor resultado en comparación con los criterios defendidos por los directivos, que no implican necesariamente el deseo de aumentar el resultado de forma oportunista. Los auditores están motivados a elegir los criterios contables más "conservadores" (criterios que reducen los beneficios del ejercicio) para protegerse de los posibles riesgos e indemnizaciones en caso de litigación.

Los autores corroboran que las empresas que cambiaron de auditor tuvieron ajustes contables discretionales significativamente negativos en el ejercicio anterior al cambio de auditor. Ello confirma su hipótesis de que los auditores no apoyaron la aplicación de las opciones contables que anticipan el resultado, lo que ocasionó divergencias entre cliente y auditor y el consiguiente cambio de la empresa auditada. Adicionalmente,

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

detectan que los ajustes contables discrecionales que difieren beneficios se concentran en las empresas con mayor riesgo de litigación, que miden por la existencia de una opinión denegada en el informe de auditoría en el ejercicio que precede al cambio de auditor. Ello sugiere que la actitud de los auditores varía en función del riesgo del cliente.

Centrándose en empresas que incumplieron las restricciones incorporadas en los contratos de deuda y que, por lo tanto, tenían incentivos para aumentar el resultado a fin de evitar la violación de estas restricciones, DeFond y Jiambalvo (1994) encuentran que los ajustes contables discrecionales fueron significativamente negativos cuando existía una opinión desfavorable en el informe de auditoría del año anterior. Según los autores, ello indica que después de una opinión desfavorable en el informe de auditoría, aumenta la supervisión de la elección contable de los directivos, lo que lleva a que se utilicen métodos contables más conservadores a pesar de que existan incentivos a actuar de otro modo.

La evidencia empírica presentada por Becker et al. (1998) corrobora su predicción sobre el efecto de la "calidad" de la auditoría en la discrecionalidad dirigida a anticipar el reconocimiento de beneficios. Las empresas auditadas por las "No Grandes" tienen relativamente mayores ajustes contables discrecionales que las empresas auditadas por las "Grandes".

Asimismo, Francis, Maydew y Sparks (1999) informan que la media de los ajustes contables discrecionales es menor en las compañías auditadas por alguna de las Grandes que en el resto.

### CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS

En oposición a los anteriores, Dechow, Sloan y Sweeny (1996) no encuentran que la "calidad" de la auditoría redujera la probabilidad de sobrevaloración del resultado en un grupo de empresas sancionadas por la SEC por incumplimiento de los USGAAP.

No obstante, Peasnell, Pope y Young (2000a) sí detectan que las auditorías realizadas por las "Grandes" fueron significativamente menores en las empresas del Reino Unido censuradas por el *Financial Reporting Review Panel* que en el grupo de empresas de control no censuradas.

En definitiva, gran parte de la evidencia detectada en el ámbito de la investigación sobre elección contable confirma que las empresas auditadas por el actual grupo de las "Cinco Grandes" tienen menor probabilidad de utilizar los ajustes contables discrecionales que anticipan el reconocimiento de beneficios. El Cuadro 3.14 resume las características de la muestra y la evidencia detectada sobre el efecto de la "calidad" de la auditoría en los trabajos consultados.

**CUADRO 3.14.**  
**TRABAJOS QUE ANALIZAN LA "CALIDAD" DE LA AUDITORÍA**  
**EN LA ELECCIÓN QUE ANTICIPA BENEFICIOS**

Autores (Año). País	Muestra	Evidencia
DeFond y Jiambalvo (1991). EE.UU.	41 empresas que cometieron errores contables aumentando el resultado y un grupo de control. Período: 1977-1988.	La frecuencia de las "Grandes" es menor en las empresas con errores contables, pero sólo se confirma con un nivel moderado de significatividad.
DeFond y Jiambalvo (1994). EE.UU.	94 empresas que incumplieron los acuerdos de deuda. Período: 1985-1988.	Las empresas con opinión de auditoría desfavorable tienen ajustes discrecionales negativos en el ejercicio siguiente.
Dechow et al. (1996). EE.UU.	92 empresas acusadas por la SEC de incumplimiento de los USGAAP y un grupo de control. Período: 1982-1992.	No detectan diferencias estadísticamente significativas en la elección entre "Grandes" y "No Grandes" auditoras.
Becker et al. (1998). EE.UU.	10.397 observaciones de clientes de las "Grandes" y 2.179 observaciones de clientes de las "No Grandes". Período: 1989-1992.	Los ajustes discrecionales son mayores en los clientes de las "No Grandes" auditoras.
DeFond y Subramanyam (1998). EE.UU.	503 empresas que cambiaron de auditor. Período: 1990-1993.	Ajustes discrecionales negativos en el ejercicio anterior al del cambio de auditor y están asociados al riesgo de litigación.
Francis et al. (1999). EE.UU.	74.390 observaciones. Período: 1975-1994.	Los ajustes discrecionales son menores en los clientes de las "Grandes" auditoras.
Peasnell et al. (2000a). Reino Unido	47 empresas censuradas por el <i>Financial Reporting Review Panel</i> y un grupo de control. Período: 1990-1999.	La frecuencia de las "Grandes" auditoras es menor en las empresas sancionadas.

*Nota:* La variable independiente es la "calidad" de la auditoría, medida por el grupo de las actuales cinco "Grandes" auditoras.

### III.4. CONSECUENCIAS DE LA ELECCIÓN CONTABLE EN EL MERCADO DE VALORES

El análisis de los efectos que produce la información contable en el mercado de valores se inició bajo la asunción de que los precios de los activos financieros incorporan de forma total, correcta e instantánea el conjunto de información que disponen los inversores, lo que se conoce como hipótesis de la eficiencia del mercado.

Concretamente, la hipótesis de eficiencia del mercado, formulada por Fama (1970), sostiene que los inversores utilizan la información que poseen para elaborar su función subjetiva de probabilidad sobre la formación de precios y que esta distribución subjetiva de probabilidad es igual a la verdadera:

$$f^m (P_t / I_{t-1}) = f (P_t / I_{t-1})$$

Donde,

$f^m (P_t / I_{t-1})$  = La distribución subjetiva de probabilidad del mercado de los precios futuros condicionada por el conjunto de información  $I_{t-1}$ .

$f (P_t / I_{t-1})$  = La distribución de probabilidad verdadera condicionada al conjunto de información  $I_{t-1}$ .

Atendiendo al conjunto de información que incorporan los precios, se suelen distinguir tres niveles de eficiencia en el mercado. La eficiencia débil se refiere a que el precio de los títulos refleja solamente los precios pasados. La eficiencia semifuerte implica que el precio de los títulos incorpora los precios pasados y toda la información pública disponible, dentro

### CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS

de la que se encuentra la información contable. La eficiencia fuerte sostiene que el precio de los títulos incorpora además la información interna. A pesar de que los resultados obtenidos han sido, en ocasiones, contradictorios, puede decirse que la evidencia empírica parece avalar la eficiencia del mercado a nivel semifuerte, pero no la fuerte<sup>51</sup>.

En la medida en que el valor de los activos financieros se determine por referencia al CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), lo que por otra parte es objeto de discusión en el momento actual, el valor de los activos en el equilibrio viene dado por dos variables: los flujos de tesorería esperados y el nivel de riesgo inherente a los mismos. Así pues, desde la perspectiva del CAPM y de la eficiencia del mercado, el alisamiento, o cualquier otra elección contable, provocará una reacción en el valor de las acciones a su nuevo nivel de equilibrio sólo si el resultado contable constituye para los inversores una variable con capacidad predictiva de los futuros flujos de tesorería y/o afecta al nivel de riesgo.

En otros términos, en un mercado eficiente a nivel semifuerte los precios de las acciones sólo reaccionan a la divulgación de nueva información útil para la evaluación de los futuros flujos de tesorería y el nivel de riesgo, o cuando la información tiene un efecto directo en los flujos de tesorería (por ejemplo, los cambios contables que afecten a los impuestos). En este sentido, los cambios contables "cosméticos", esto es, los cambios que no afectan a los flujos de tesorería actuales ni futuros, ni al nivel de

---

<sup>51</sup> Una revisión exhaustiva de los logros de la investigación en Contabilidad basadas en la hipótesis de la eficiencia del mercado se encuentra en Tua Pereda (1991).

### CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS

riesgo, no deberían provocar, en promedio, rentabilidades anormales positivas.

La hipótesis de la eficiencia del mercado impulsó una extensa literatura dirigida a estudiar el contenido informativo del resultado en el mercado de valores. Su inicio se sitúa en Ball y Brown (1968), quienes demostraron que los cambios inesperados del resultado producen rentabilidades anormales y, por lo tanto, afectan al mecanismo de formación de los precios<sup>52</sup>.

Estas conclusiones han sido apoyadas por la posterior investigación que confirma la existencia de una correlación positiva aunque imperfecta entre el valor de las acciones y los cambios inesperados del resultado<sup>53</sup>. Otros estudios demuestran que el resultado contable, y no sólo los cambios, explican las variaciones en los precios de las acciones (Easton y Harris, 1991), y que los ajustes contables, en promedio, contribuyen a que el resultado tenga un contenido informativo superior a los flujos de tesorería del ejercicio porque permiten predecir mejor los futuros flujos de tesorería (Dechow, 1994).

Frente a la extensa investigación orientada a analizar la asociación entre el resultado contable y los precios de las acciones, el efecto de la elección contable en el mercado de valores ha sido escasamente investigado en las décadas

---

<sup>52</sup> Si bien el contenido informativo del resultado fue el objeto de atención en los primeros trabajos de esta corriente de investigación, posteriormente se ha ampliado el estudio a la relación entre otras magnitudes contables y variables bursátiles. Puede verse Giner Inchausti (2001).

<sup>53</sup> Por ejemplo, Beaver, Lamber y Ryan (1987) encuentran que la sensibilidad de los rendimientos de las acciones a los resultados inesperados no es lineal: el coeficiente de respuesta del resultado, que representa el cambio en los rendimientos por unidad de cambio en el resultado, es menor cuanto mayor es la sorpresa.

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

anteriores a los noventa, siendo en los últimos años un área de creciente interés, además de polémica.

En palabras de Subramanyam (1996, p. 250), “no existe evidencia sobre si el contenido informativo del resultado es por, o pesar de, la discreción directiva en la elección contable”.

Asimismo, Bernard y Skinner (1996, p. 314) sostienen que no está claro por qué los directivos intervienen en el proceso contable: mientras algunos autores argumentan que los directivos eligen los ajustes contables discrecionales de forma oportunista, añadiendo ruido al mercado, otros creen que los directivos utilizan su discreción para mejorar el contenido informativo del resultado contable.

El análisis de las consecuencias de la elección contable en el mercado de valores lo hemos dividido en dos partes que siguen el orden cronológico de la investigación. La primera recoge los argumentos y evidencias relativas a los efectos que tiene el alisamiento del resultado en las diferentes variables que pueden incidir en la formación de los precios de equilibrio. La segunda contiene los trabajos realizados en el ámbito de la elección que anticipa o difiere el reconocimiento de beneficios.



### III.4.1. Consecuencias del alisamiento del resultado

Una de las primeras referencias relativas a que la principal motivación de la elección contable de los directivos es influir en el mercado de valores se encuentra en Beidleman (1973). Desde la perspectiva de los inversores y analistas financieros, el autor ofreció tres argumentos que en su opinión justifican la práctica del alisamiento del resultado (Beidleman, 1973, pp. 654-655):

1. La creencia de que una corriente estable de resultados, más que una perspectiva de resultados variable, es capaz de suministrar un alto nivel de dividendos e influir positivamente en el precio de las acciones.
2. El alisamiento del resultado puede reducir la correlación de los rendimientos esperados de la empresa con los rendimientos esperados de la cartera de mercado. Esto es, reduce el riesgo sistemático de la inversión<sup>54</sup>. Esta reducción del riesgo sistemático es reconocida por los inversores e incorporada a su proceso de valoración, lo que puede producir un aumento en el precio de las acciones.
3. El alisamiento puede ampliar indirectamente la demanda de las acciones de la empresa debido a la creencia de que los analistas financieros valoran positivamente la realización de esta práctica por parte de los directivos. Los analistas financieros efectúan sus previsiones de empresa estimando los beneficios normales, e intentando aislar los factores que impiden su consecución. Cuando el directivo consigue

---

<sup>54</sup> Como señaló Sharpe (1964), el riesgo sistemático o de mercado de un activo  $i$ ,  $\beta_i$ , indica el grado de vinculación del rendimiento del título con el rendimiento de mercado y viene dado por la siguiente expresión:  $\beta_i = \text{Cov}(r_i, r_m) / \sigma^2(r_m)$ .

### CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS

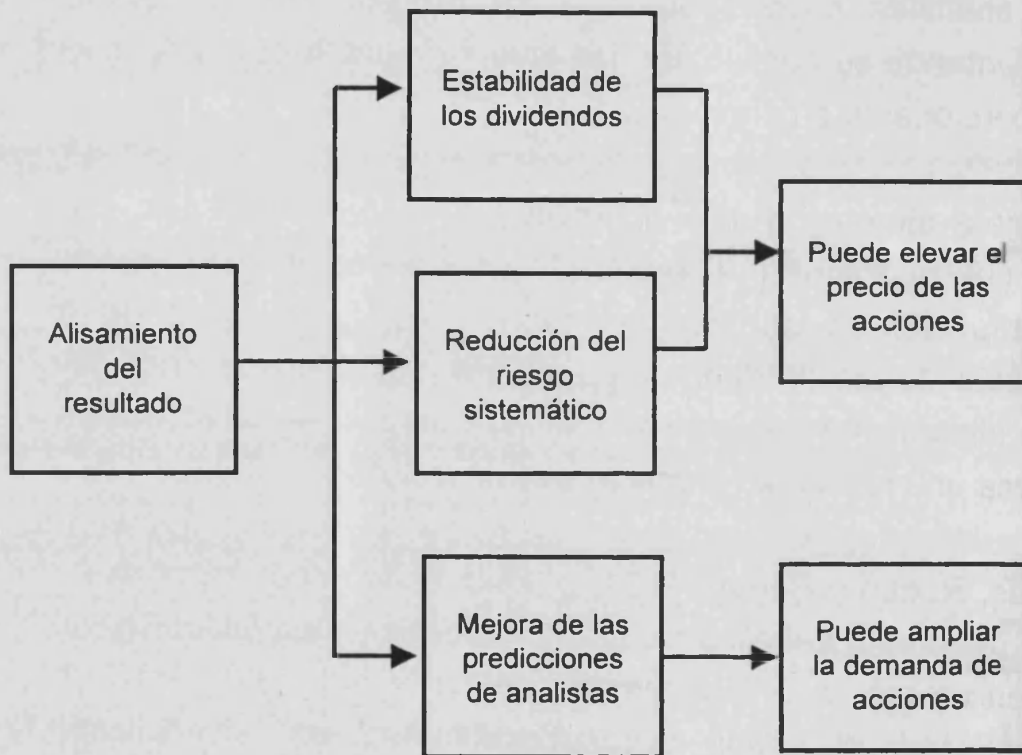
normalizar los beneficios está proporcionando al mercado información sobre el nivel, la tendencia y las expectativas de los beneficios recurrentes. Esta información es reconocida por los analistas e incorporada a su proceso de valoración, aumentando su confianza en el nivel de beneficios que puede proporcionar la empresa.

La primera afirmación de Beidleman (1973) ya fue criticada por Imhoff (1975). Imhoff (1975) señaló que el valor de las acciones es una función de los flujos de tesorería esperados, y no de la estabilidad de los dividendos, por lo que no se puede sostener que el alisamiento de una variable no recogida en los modelos produzca un impacto en el precio de las acciones.

Además, Ronen y Sadan (1981, p. 8) ofrecieron dos razones en contra del efecto del alisamiento en el riesgo sistemático. Por un lado, en un mercado eficiente, donde los inversores diversifican sus carteras, el riesgo sistemático puede ser diversificado independientemente del alisamiento. Por otro lado, consideran que la afirmación de que el alisamiento del resultado reduce el riesgo sistemático es una cuestión empírica no resuelta, que no puede garantizarse a priori.

El Gráfico 3. 1 recoge los efectos señalados por Beidleman (1973): estabilidad en los dividendos, reducción del riesgo sistemático y mejora de las predicciones de los analistas financieros. A estos efectos haremos referencia a continuación, si bien el efecto en las predicciones de los analistas financieros lo analizamos en el contexto de las expectativas de los inversores.

**GRÁFICO 3.1.**  
**EFFECTOS DEL ALISAMIENTO DEL RESULTADO**  
**EN EL MERCADO DE VALORES**



#### III.4.1.1. El alisamiento y la estabilidad de los dividendos

El efecto del alisamiento del resultado en el valor de las acciones a través de una política de estabilidad en la distribución de dividendos, plantea dos cuestiones. Por un lado, cuáles son los factores determinantes de la política de dividendos. Por otro lado, en qué medida afectan los dividendos, y más concretamente la estabilidad de los mismos, al valor de las acciones.

En lo que respecta a los factores determinantes de la política de dividendos, y aunque la literatura no es concluyente sobre la importancia relativa de los resultados contables pasados,

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

actuales y futuros en la distribución de dividendos, parece que la política de dividendos depende tanto del resultado del ejercicio, como de las expectativas sobre futuros resultados. Asimismo, los directivos de las empresas parecen contrarios a reducir los dividendos, de modo que las reducciones sólo se producen en las empresas con pérdidas persistentes o con expectativas desfavorables.

Desde esta posición, DeAngelo y DeAngelo (1990) y DeAngelo, DeAngelo y Skinner (1992) encuentran que las reducciones de dividendos son menos probables cuando las pérdidas o los bajos beneficios resultan de partidas inusuales que tienen un impacto transitorio en el resultado. Esto confirma que la política de dividendos depende principalmente de las expectativas de los directivos sobre los futuros resultados.

Kasanen, Kinnunen y Niskanen (1996) demuestran que en Finlandia hay una tendencia a alisar los dividendos por acción y a no recurrir a los resultados retenidos, las reservas, para pagar dividendos. Ello implica que la estabilidad de los dividendos está asociada a la estabilidad del resultado del ejercicio, si bien los beneficios retenidos proporcionan una salvaguarda para distribuir una corriente estable de dividendos cuando el resultado fluctúa.

En relación con el efecto de la política de dividendos en el valor de las acciones, las investigaciones teóricas y empíricas son contradictorias.

El modelo tradicional de irrelevancia de Miller y Modigliani (1961) sostiene que en ausencia de imperfecciones en el mercado y de impuestos, la distribución de beneficios entre dividendos y reservas no afecta al valor de las acciones. En oposición, como

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

indica Suárez Suárez (1988, p. 597), está el modelo de Gordon (1962) que defiende que el valor de la empresa es igual al valor actual de todos los dividendos futuros, descontados a un tipo de rendimiento constante. Uno de los problemas de este último modelo es su incapacidad de explicar de forma consistente por qué existen sociedades que no reparten apenas dividendos y, sin embargo, mantienen una alta cotización de las acciones debido a que los accionistas esperan obtener en el futuro elevadas ganancias de capital.

Como señala González Rodríguez (1996, p. 584 y 586), algunos autores sostienen que, ante la existencia de tipos de gravamen en la imposición personal más elevados sobre los dividendos que sobre las ganancias de capital, el mercado penaliza las acciones que presentan una elevada tasa de reparto de dividendos. Según el autor, existe evidencia que confirma que el mercado valora más una unidad monetaria en forma de ganancia de capital que en forma de dividendos. No obstante, también existe evidencia que apoya la hipótesis de que el mercado premia a las acciones con altos rendimientos por dividendos y otra que apoya la hipótesis de que la valoración de las acciones en el mercado es independiente del rendimiento por dividendos. En definitiva, la investigación empírica no es unánime en cuanto al impacto de los dividendos en el valor de los títulos.

Tampoco existe un consenso en la investigación empírica acerca del contenido informativo de los cambios de dividendos sobre los futuros flujos de tesorería y, por lo tanto, en los precios de las acciones.

Por ejemplo, Woolridge (1982) confirman que existe una relación positiva entre los rendimientos anormales de las acciones y el

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

signo de los cambios inesperados de dividendos. Por el contrario, DeAngelo, DeAngelo y Skinner (1996) no encuentran evidencia del contenido informativo de los dividendos, lo que se atribuyen a que los cambios de dividendos no son señales relevantes de la información privada de los directivos. Por su parte, Kane, Lee y Marcus (1984) y Easton (1991) confirman la hipótesis de que los inversores evalúan conjuntamente los anuncios de resultados y los anuncios de dividendos, de forma que hay un efecto interacción.

En resumen, la relación entre los dividendos y el valor de las acciones es una cuestión no resuelta en el área de las finanzas. No obstante, los trabajos de DeAngelo y DeAngelo (1990) y DeAngelo, DeAngelo y Skinner (1992) apoyan su hipótesis de que los directivos son reacios a reducir el ratio de distribución de dividendos. Asimismo, Kasanen, Kinnunen y Niskanen (1996) demuestran que una de las características del mercado finlandés es la estabilidad de la política de dividendos a lo largo del tiempo.

Los posibles motivos que pueden tener los directivos a estabilizar los dividendos se recogen en el siguiente comentario de Suárez Suárez (1988, p. 595): "Unos dividendos estables o regulares constituyen un buen indicador de la solidez económica y financiera de la empresa, y por ello es lógico que tal política le inspire a los accionistas cierta confianza en la marcha de la empresa. Las sociedades que practican esta política suelen tener para sus acciones una cotización bastante estable en el mercado de valores. Si el beneficio disminuye en un ejercicio y, como consecuencia, se reducen los dividendos, los accionistas ya comenzarán a contemplar con cierto pesimismo el futuro de la empresa y la cotización de las acciones descenderá".

### III.4.1.2. El alisamiento y el riesgo sistemático

El CAPM determina la relación entre rendimiento y riesgo de los activos cuando el mercado se halla en equilibrio, basándose en las siguientes hipótesis básicas:

1. Los inversores eligen sus carteras basándose en dos parámetros: rendimiento,  $E(r_i)$ , y riesgo,  $\sigma^2(r_i)$ .
2. Los inversores racionales son aversos al riesgo, prefieren carteras con un mayor rendimiento y menor riesgo.
3. Las expectativas son homogéneas, esto es, las distribuciones de probabilidad de los rendimientos de los distintos títulos para el período de referencia son iguales para todos los inversores.
4. Todos los títulos son perfectamente divisibles.
5. Los mercados son perfectos: costes de transacción nulos, imposibilidad de que ningún individuo influya en el precio, activos totalmente divisible.
6. Se puede pedir y conceder préstamos al tipo de interés de un activo libre de riesgo,  $r_f$ .
7. Se trata de un contexto unitemporal.

Bajo estas hipótesis el CAPM sostiene que, en el equilibrio, el rendimiento esperado de un activo con riesgo,  $E(r_i)$ , ha de ser igual al rendimiento del activo libre de riesgo,  $r_f$ , más una prima que le compense del riesgo sistemático que va a soportar,  $\{E(r_m) - r_f\} \beta_i$ :

$$E(r_i) = r_f + \{E(r_m) - r_f\} \beta_i$$

Donde,

$r_f$  = El rendimiento del activo sin riesgo

### CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS

$E(r_m)$  = El rendimiento esperado de la cartera de mercado,  
 $\beta_i$  = El riesgo sistemático, que se define como  $\text{Cov}(r_i, r_m) / \sigma^2(r_m)$

Siguiendo a Watt y Zimmerman (1986, págs. 26-27), la ecuación del CAPM puede formularse en términos de precios para ver más claramente qué factores son los que afectan al valor de los activos financieros.

Considerando también un horizonte de un sólo período, el rendimiento esperado de un activo con riesgo viene dado por la siguiente expresión:

$$E(r_i) = \frac{E(C_{i,1}) - V_{i,0}}{V_{i,0}}$$

Donde,

$E(C_{i,1})$  = Los flujos de tesorería esperados del activo i en el momento 1.

$V_{i,0}$  = Valor del activo i en el momento cero.

Sustituyendo el valor de  $E(r_i)$  de la expresión anterior por el CAPM y reagrupando términos, obtenemos la siguiente expresión del valor de un activo arriesgado:

$$V_{i,0} = \frac{E(C_{i,1}) - [E(r_m) - r_f] \times [\text{Cov}(C_{i,1}, r_m) / \sigma^2(r_m)]}{1 + r_f}$$



### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

De la ecuación anterior, se desprende que el valor de un activo depende de los flujos de tesorería esperados menos un ajuste por el riesgo inherente a dichos flujos de tesorería. Esta expresión se puede generalizar a un horizonte de T períodos.

Una vez analizado el contenido del CAPM, nos centramos en las relaciones entre el alisamiento y el riesgo sistemático.

Lev y Kunitzky (1974) consideran que el alisamiento reduce las fluctuaciones máximas y mínimas inducidas por las condiciones generales de la economía, y, por lo tanto, reduce el riesgo sistemático de las acciones. Si una empresa logra, por ejemplo, mantener constantes las ventas a lo largo del tiempo será menos sensible a las fluctuaciones generales de la economía que una empresa que no haya logrado estabilizar esta variable. Ello implica que si la economía entra en una fase de expansión, las ventas de esta empresa crecerán menos que las ventas de las empresas que no han logrado estabilizar las ventas, y a la inversa. El alisamiento reduce la covarianza del rendimiento de la empresa con el rendimiento del mercado y, consecuentemente, el riesgo sistemático.

Este argumento se confirma en su investigación, ya que los autores apoyan su hipótesis de que cuanto menor es la variabilidad de las ventas, de los dividendos y del resultado contable, respecto a la tendencia, menor es el riesgo sistemático y el riesgo total, medido éste último por la desviación típica de los rendimientos de la empresa.

En un estudio relativo al sector bancario español, Arcas Pellicer (1991) también confirma que la variabilidad del resultado contable por acción muestra una correlación positiva con el

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

riesgo sistemático, aunque sensiblemente menor que la variabilidad de la rentabilidad económica y la variabilidad de los dividendos.

También en España, el estudio realizado por Giner, Laffarga y Larrán (1999) detecta que las betas contables calculadas a través del resultado ordinario tienen mayor asociación con el riesgo sistemático que la beta contable de la tesorería. Por lo tanto, las medidas del riesgo contable basadas en el resultado explican el riesgo sistemático en mayor proporción que las medidas de riesgo basadas en la tesorería.

No obstante, el valor de los títulos puede no verse afectado por el menor riesgo sistemático en la medida en que los inversores esperen menores flujos de tesorería futuros de los títulos con menor riesgo sistemático.

En este sentido, Michelson, Jordan-Wagner y Wooton (1995) encuentran que las empresas de su muestra clasificadas como alisadoras tienen un riesgo sistemático inferior al de las empresas no alisadoras, pero la media de los rendimientos anuales es mayor en las empresas no alisadoras que en las empresas alisadoras. Por lo tanto, los autores concluyen que el alisamiento del resultado afecta al riesgo sistemático, pero no al valor de las acciones de la empresa.

Booth, Kallunki y Martikainen (1996) analizan el efecto del alisamiento en el comportamiento de los rendimientos anormales en el mercado finlandés después del anuncio de resultados. Los autores detectan que el mercado de valores reacciona en mayor medida a los anuncios de resultados de las empresas no alisadoras que de las empresas alisadoras. En el período

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

subsiguiente a la comunicación al mercado de la cifra de resultado del ejercicio, las rentabilidades anormales de las empresas alisadoras no presentan reacciones significativas, mientras que las rentabilidades anormales de las empresas no alisadoras sí reaccionan de forma significativa.

#### **III.4.1.3. El alisamiento y las expectativas de los inversores**

Barnea, Ronen y Sadan (1975), partiendo de los objetivos de la información financiera establecidos en el entonces recientemente aprobado informe Trueblood (1973)<sup>55</sup>, sostienen que el alisamiento reduce la incertidumbre, mejorando la capacidad de los inversores para predecir los futuros flujos de tesorería. Según los autores, esta práctica reduce la incertidumbre respecto a la empresa y la incertidumbre total del sistema debido a que el mercado incorpora la información que el directivo facilita sobre el nivel y tendencia del resultado normal de la empresa. El efecto sobre la incertidumbre se traduce en una reducción de la varianza del mercado, que a su vez afecta al riesgo de todos los activos.

En este contexto puede entenderse mejor el argumento, ya expuesto, de Beidleman (1973) relativo a que el alisamiento mejora las predicciones de los analistas, lo que aumenta la demanda de las acciones de la empresa. Los analistas financieros intentan identificar los títulos mal valorados, es decir, aquellos valores cuyo rendimiento actual, o su valor de mercado,

---

<sup>55</sup> Como indicamos en el epígrafe II.3.1 del capítulo segundo, el informe Trueblood constituye el primer documento institucional que reconoce explícitamente que el objetivo básico de los estados financieros es suministrar información útil para la adopción de decisiones económicas.

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

sea distinto al rendimiento esperado que le correspondería según el valor de su coeficiente beta en el modelo. Con ello pretenden obtener un resultado mejor que el conjunto de mercado. Esto lo lograrán vendiendo los títulos cuyo rendimiento de mercado sea menor que su rendimiento teórico y comprando los valores que ofrezcan un rendimiento de mercado mayor que el teórico.

Según Beidleman (1973), el alisamiento del resultado produce que la rentabilidad del mercado del título se aproxime a la rentabilidad que le correspondería según el modelo, esto es, un valor de mercado más aproximado al valor intrínseco. De ahí que estos títulos estén menos sujetos a oscilaciones en sus precios y sean títulos óptimos a mantener por los inversores.

No obstante, no creemos que las conclusiones de la investigación sean lo suficientemente concluyentes para apoyar la hipótesis de que el alisamiento del resultado transmite la información privada de los directivos y mejora la capacidad predictiva de los inversores. Sólo tenemos constancia de la existencia de tres trabajos y uno de ellos presenta evidencia contraria como seguidamente exponemos.

Subramanyam (1996), utilizando la correlación de los rendimientos de las acciones con los componentes discrecional y no discrecional de los ajustes contables, confirma que los ajustes contables discrecionales mejoran la capacidad del resultado para explicar los rendimientos actuales de las acciones. Dada la evidencia de alisamiento detectada en su trabajo, concluye que éste no responde a un comportamiento oportunista porque señala la información privada de los directivos sobre los futuros flujos de tesorería.

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

Sankar (1999) construye un modelo analítico que analiza el impacto en los rendimientos de las acciones de dos tipos de elección:

1. la elección que denomina como "miopía de la manipulación", donde el directivo intenta aumentar el resultado del ejercicio en la máxima cantidad posible, y
2. el alisamiento del resultado, donde el directivo tiene un horizonte temporal a más largo plazo y utiliza los ajustes contables discrecionales para intercambiar los beneficios del ejercicio actual por posibles futuros beneficios con el fin de transmitir información sobre los futuros flujos de tesorería.

El modelo predice que existen diferencias en la relación entre rendimientos y resultado. Bajo la "miopía de la manipulación", el coeficiente de respuesta del resultado del ejercicio (resultado después de ajustes discrecionales) es, por término medio, inferior al coeficiente de respuesta del resultado antes de ajustes discrecionales. Por el contrario, en los casos de alisamiento, el coeficiente de respuesta del resultado es, por término, mayor que el coeficiente de respuesta del resultado antes de ajustes discrecionales.

Ello implica que la manipulación consistente en alcanzar el máximo beneficio posible reduce, por término medio, el contenido informativo del resultado. Por el contrario, el alisamiento aumenta el contenido informativo del resultado, dado que permite a los directivos transmitir su información privada sobre los futuros rendimientos a través de los resultados de los ejercicios actuales.

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

En contra de las conclusiones de Subramanyam (1996) y Sankar (1999), Robinson y Grant (1997) confirman que la prima por riesgo de los bonos sí está positivamente relacionada con la variabilidad del resultado antes de ajustes contables discrecionales, pero no está relacionada con la variabilidad del resultado causada por la utilización de los ajustes contables discrecionales. Los autores asumen que el componente discrecional de los ajustes contables responde a una actuación oportunista de los directivos, de modo que interpretan su evidencia para afirmar que los acreedores ven a través de la manipulación contable y valoran el riesgo de la deuda descontando los ajustes contables discrecionales que alisan el resultado.

El Cuadro 3.15 resume, siguiendo el orden en el que se han comentado, las características de la muestra y la evidencia empírica detectada en los trabajos empíricos analizados anteriormente.

CUADRO 3.15.

TRABAJOS QUE ANALIZAN LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS,  
EL RIESGO SISTEMÁTICO Y EL CONTENIDO INFORMATIVO DEL ALISAMIENTO

Autores País (Año).	Muestra	Objetivo	Evidencia
Lev y Kunitzky (1974) EE.UU.	260 empresas. Período: 1949-1968.	Relación entre el riesgo (sistemático y total) y el alisamiento.	El alisamiento del resultado, de los dividendos y de las ventas está asociado con la reducción del riesgo sistemático y del riesgo total
Woolridge (1982) EE.UU.	376 observaciones. Período: 1971-1977.	Contenido informativo de los dividendos.	Los cambios de dividendos contienen información relevante sobre los futuros resultados.
Kane et al. (1984). EE.UU.	352 observaciones. Período: 1973-1981.	Contenido informativo de los dividendos.	Los cambios de dividendos contienen información relevante cuando están acompañados por cambios inesperados en el resultado.
DeAngelo y DeAngelo (1990). EE.UU.	80 empresas con pérdidas en, al menos, tres ejercicios. Período: 1980-1985.	Política de dividendos de las empresas con dificultades financieras.	Los desastres financieros están asociados con reducciones de dividendos, pero los directivos son reacciones a omitir su reparto
Easton (1991). Australia	339 empresas. Período: 1978-1980.	Contenido informativo de los dividendos.	Los cambios de dividendos contienen información relevante cuando están acompañados por cambios inesperados del resultado.
Arcas Pellicer (1991). España	15 bancos privados con cotización en bolsa. Período: 1981-1987.	Relación entre el riesgo sistemático y las variables contables.	Las variables contables con mayor asociación con el riesgo sistemático son la variabilidad de la rentabilidad económica y de los dividendos.
DeAngelo et al. (1992). EE.UU.	160 empresas con pérdidas en, al menos, un ejercicio y 440 empresas sin pérdidas. Período: 1980-1985.	Relación entre dividendos y pérdidas.	Las pérdidas sólo provocan reducción de dividendos en el 50,9% de la muestra. Las reducciones son más probables ante las pérdidas ordinarias y cuanto más persistentes son las dificultades financieras.
DeAngelo et al. (1996). EE.UU.	145 e <sup>as</sup> con descensos en el rdo. después de un mínimo de 9 ejercicios de aumentos. No especifica el período.	Contenido informativo de los dividendos.	Los cambios de dividendos no contienen información relevante sobre los futuros resultados.

**CUADRO 3.15.  
CONTINUACIÓN**

Autores (Año). País	Muestra	Objetivo	Evidencia
Kasanen et al. (1996). Finlandia	37 empresas. Período: 1970-1989.	Relación entre la manipulación del resultado y el alisamiento de los dividendos.	El resultado se alisa para estabilizar la distribución de dividendos a los accionistas.
Michelson et al. (1995). EE.UU.	358 empresas. Período: 1982-1991.	Reacción del mercado de valores al alisamiento del resultado.	Las empresas alisadoras tienen menor riesgo sistemático y menor rendimiento medio anual.
Booth et al. (1996). Finlandia	31 empresas. Período: 1989-1993.	Reacción del mercado de valores al alisamiento del resultado.	Los precios de las acciones de las empresas alisadoras reaccionan en menor medida a los anuncios de resultados
Subramanyam (1996). EE.UU.	21.135 observaciones. Período: 1973-1993.	Contenido informativo de los ajustes discrecionales.	El resultado explica en mayor proporción los rendimientos que el resultado antes de ajustes discrecionales. Los ajustes discrecionales tienen contenido informativo.
Robinson y Grant (1997). EE.UU.	27 empresas en 1990.	Relación entre la prima por riesgo de los bonos y la variabilidad del resultado.	La prima por riesgo de los bonos está relacionada positivamente con la variabilidad del resultado antes de ajustes discrecionales, pero no con la variabilidad del resultado. Los ajustes discrecionales no tienen contenido informativo.
Giner et al. (1999). España	35 empresas. Período. 1980-1990.	La asociación entre el riesgo sistemático y las betas contables.	Las medidas de riesgo basadas en el resultado tienen un contenido explicativo mayor sobre el riesgo sistemático que las medidas basadas en los flujos de tesorería.



### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

#### **III.4.2. Consecuencias de la elección que anticipa o difiere el reconocimiento de beneficios**

La última parte de este capítulo revisa el contenido de la investigación relativa a las consecuencias en el mercado de valores de la elección que anticipa o difiere el reconocimiento de beneficios. En ella se ha diferenciado entre: 1) las hipótesis básicas de la teoría positiva, 2) los ajustes contables discrecionales y 3) las situaciones específicas que crean fuertes incentivos a manipular el resultado para influir en el precio de las acciones, como las ofertas de acciones y las fusiones.

##### **III.4.2.1. Las hipótesis de la teoría positiva de la contabilidad**

Como hemos señalado, la hipótesis de la eficiencia de mercado a nivel semifuerte sostiene que los cambios contables que no afectan al conjunto de información relevante para la determinación de los precios (flujos de tesorería esperados y nivel de riesgo) no producirán, en promedio, ningún efecto en las rentabilidades anormales de las acciones.

Para demostrar que los cambios contables "cosméticos" sí afectan a los precios de las acciones por la presencia de costes de agencia y de costes o beneficios políticos, la teoría positiva de la contabilidad reformula las hipótesis de la eficiencia del mercado incorporando las variables representativas de los costes de agencia y políticos. Dichas variables son los factores explicativos de la reacción de los precios de las acciones ante los cambios contables que anticipan o difieren el reconocimiento de beneficios.

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

Como señalan Holthausen y Leftwich (1983, p. 83), en ausencia de costes de agencia y políticos, la elección contable tiene un papel irrelevante en la valoración de acciones. Sin embargo, cuando los costes de agencia y los costes políticos se incorporan en el análisis, los cambios en las reglas usadas para calcular la información contable pueden tener consecuencias en el mercado de valores porque cambian la distribución de los flujos de tesorería esperados o los derechos de los agentes sobre esos flujos de tesorería<sup>56</sup>.

Las hipótesis formuladas predicen la dirección que tomará la rentabilidad anormal de los títulos ante los cambios contables que inciden en el resultado ante la existencia de las primas sobre beneficios, el ratio de endeudamiento y el tamaño de la empresa.

Para evaluar la incidencia de la existencia de primas sobre beneficios, se argumenta que los cambios contables que anticipan el reconocimiento de beneficios conllevan una transferencia de renta de los accionistas a los directivos, lo que provocará una reducción en el precio de las acciones.

En el caso de los contratos de deuda, medidos por el ratio de endeudamiento, se sugiere que los cambios contables que difieren el reconocimiento de beneficios provocan que la empresa se acerque a los límites de endeudamiento pactados en los contratos, lo que incidirá negativamente en el precio de las acciones.

---

<sup>56</sup> Precisamente la no consideración de estos costes en los primeros trabajos basados en la eficiencia del mercado, en los que se analizaba el efecto de los cambios cosméticos, llevó a cuestionar la eficiencia del mercado, dadas las reacciones observadas en los precios de los títulos. Véase Giner y Mora (1995).

### CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS

Para los costes políticos, medidos por el tamaño de la empresa, se predice que los cambios contables que anticipan el reconocimiento de beneficios aumentan la posibilidad de que se produzca una transferencia de renta desde la empresa al exterior, por lo que deberá producirse una reducción en el precio de las acciones.

Por consiguiente, las hipótesis básicas, en términos del efecto positivo en el resultado, son las tres siguientes:

**Hipótesis primas sobre beneficios.** La rentabilidad anormal de los títulos de las empresas que realizan cambios contables que anticipan el reconocimiento de beneficios está negativamente relacionada con la existencia de primas sobre beneficios.

**Hipótesis endeudamiento.** La rentabilidad anormal de los títulos de las empresas que realizan cambios contables que anticipan el reconocimiento de beneficios está positivamente relacionada con el nivel de endeudamiento.

**Hipótesis tamaño.** La rentabilidad anormal de los títulos de las empresas que realizan cambios contables que anticipan el reconocimiento de beneficios está negativamente relacionada con el tamaño de la empresa.

Sin embargo, la evidencia obtenida en los escasos trabajos realizados en esta área no ha sido satisfactoria. Así, Holthausen (1981) no encuentra evidencia a favor de ninguna de las tres hipótesis. Collins, Rozeff y Dhaliwal (1981) confirman las hipótesis primas sobre beneficios, pero rechazan la hipótesis endeudamiento y tamaño. Por el contrario, Leftwich (1981)

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

confirma que el endeudamiento y el tamaño explican las rentabilidades anormales asociadas a los cambios contables.

En el caso del mercado español, Arcas Pellicer (1992 y 1993) analiza la reacción de los precios de las acciones de los bancos ante una nueva normativa del Banco de España sobre las provisiones para insolvencias, de octubre de 1987, que exigía un tratamiento más conservador tanto para la clasificación como para el saneamiento del riesgo por insolvencias de créditos. Sus resultados no confirman la existencia de una relación significativa entre el precio de las acciones y las variables representativas de los costes de agencia y políticos.

Más recientemente, Paek y Press (1997) utilizan el componente discrecional de los ajustes contables para proporcionar evidencia de cómo influyen las primas sobre beneficios de los directivos y el ratio de endeudamiento en el valor de las acciones. Los autores predicen que los ajustes contables discretionales, que tienen como objetivo aumentar el importe de las primas de los directivos, responden a una actuación oportunista de los directivos consistente en maximizar su riqueza a expensas de la de los accionistas, por lo que provocarán una respuesta negativa en el mercado de valores. Por el contrario, la discrecionalidad contable dirigida a reducir los costes derivados del incumplimiento de las restricciones de deuda maximiza la riqueza de los accionistas a expensas de la de los acreedores, lo que provocará una reacción positiva del mercado de valores.

Consistente con sus predicciones, demuestran que el mercado puede discriminar los diferentes incentivos de los directivos, respondiendo negativamente a los ajustes contables discretionales que aumentan las primas sobre beneficios y

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

positivamente a los ajustes que reducen el endeudamiento (Paek y Press, 1997).

Al final del epígrafe III.4.2.2 se incluye el Cuadro 3.16, que sintetiza estos trabajos y los que a continuación se exponen centrados en el estudio de la reacción del mercado a los ajustes discrecionales.

#### **III.4.2.2. La reacción del mercado a los ajustes discrecionales**

Con la excepción del anteriormente comentado trabajo de Paek y Press (1997), que utiliza las hipótesis de la teoría positiva, la investigación reciente sobre la manipulación del resultado orientada al mercado de valores se ha dirigido a analizar la asociación entre los ajustes contables discrecionales y los rendimientos de las acciones, examinando sus implicaciones desde la perspectiva de la eficiencia del mercado. Sin embargo, la evidencia detectada y las conclusiones ofrecidas no son unánimes.

Por un lado, existe evidencia que apoya la hipótesis de que los inversores únicamente valoran el componente no discrecional del resultado, lo que implica que los ajustes discrecionales sólo introducen "ruido" en el mercado. Entre ésta se encuentra además del ya comentado estudio de Robinson y Grant (1997), relativo al alisamiento del resultado, el trabajo de Shivakumar (2000).

Shivakumar (2000), centrándose en los períodos de emisión de acciones, detecta que el coeficiente estimado de la relación entre

### CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS

los ajustes contables discrecionales y los rendimientos futuros de las acciones no es significativo. Ello sugiere que la manipulación del resultado antes y durante la emisión de acciones no está relacionada con los movimientos en el precio de las acciones. Los inversores reconocen los efectos de la manipulación en el período del anuncio de la emisión y responden racionalmente.

Por otro lado, la mayor parte de la investigación refleja que los ajustes contables discrecionales sí afectan al precio de las acciones, lo que es consistente con dos escenarios contradictorios entre sí (Subramanyam, 1996, p. 251):

1. El mercado es eficiente y reacciona ante el componente discrecional porque éste mejora la capacidad del resultado contable para reflejar el valor económico de la empresa. Esto es, los ajustes contables discrecionales comunican a los inversores la información privada de los directivos.
2. Los ajustes contables discrecionales son oportunistas y no contienen información adicional, pero afectan al valor de las acciones por los límites de la eficiencia del mercado. Lo que implica que el mercado no es tan eficiente.

Estas dos posiciones llevan a plantear dos hipótesis distintas respecto al funcionamiento del mercado:

- a. Los ajustes contables discrecionales anticipan los futuros flujos de tesorería para producir una fiable y más oportuna medida del comportamiento de la empresa (*performance measure hypothesis*).

### CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS

- b. Los directivos manipulan los ajustes contables para esconder la mala gestión o posponer una parte de los inusuales buenos resultados a futuros ejercicios (*opportunistic accruals management hypothesis*)

Guay, Kothari y Watts (1996) concluyen que ninguno de los modelos de estimación de los ajustes discrecionales analizados en su trabajo, al que hemos hecho referencia en el epígrafe II.4.2.2 del capítulo segundo, es efectivo para discriminar entre estas dos hipótesis.

No obstante, los trabajos de Subramanyam (1996), analizado anteriormente al tratar el alisamiento, y Jones (1997) presentan evidencia a favor de la primera hipótesis. La hipótesis segunda es confirmada por Teoh, Wong y Rao (1998), Teoh, Welch y Wong (1998a y 1998b), Chambers (1999) y Erickson y Wang (1999). A estos trabajos nos referimos seguidamente.

Jones (1997) detecta que tanto los ajustes contables discrecionales, como los ajustes no discrecionales están asociados positivamente con los rendimientos actuales y futuros de las acciones y con el valor de mercado de la empresa, siendo mayor la asociación detectada con los ajustes no discrecionales.

Esta evidencia indica que los ajustes discrecionales contienen información relevante para los inversores. No obstante, dada la mayor capacidad explicativa de los ajustes contables no discrecionales frente a los discrecionales, el autor concluye que los inversores pueden identificar ambos tipos de ajustes, al menos parcialmente, e incorporan en mayor medida en su proceso de valoración el resultado contable no manipulado.

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

Frente a estas conclusiones que confirman el funcionamiento eficiente del mercado, bajo la hipótesis de la utilidad de los ajustes discrecionales, los que a continuación exponemos parten de la suposición de que los ajustes discrecionales son oportunistas, y en consecuencia en cierta medida ineficiente al ser engañado por los directivos.

Así, los trabajos de Teoh, Wong y Rao (1998), Teoh, Welch y Wong (1998a y 1998b) también detectan que los ajustes contables discrecionales están asociados a los rendimientos de las acciones, pero su análisis se centra en las situaciones de emisión de acciones, que son, según los autores, situaciones que crean fuertes incentivos a la actuación oportunista de los directivos y explican la incapacidad de los inversores de descontar el efecto de la manipulación del resultado.

Concretamente, Teoh, Wong y Rao (1998) predicen y confirman que los directivos utilizan los ajustes contables discrecionales de forma oportunista para aumentar el resultado del período que precede a la emisión de las acciones en las ofertas públicas iniciales y aumentar así el precio de venta.

Teoh, Welch y Wong (1998a) demuestran que las empresas con mayores ajustes discrecionales tienen una mayor caída en los subsiguientes rendimientos de las acciones. Esto es, los ajustes discrecionales son buenos predictores de la caída en el valor de las acciones que suele producirse en el período posterior al de la oferta de acciones, y cuanto mayor es la manipulación del resultado en el período de la oferta, mayor es la corrección final en el precio.



### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

Los autores afirman que su evidencia es consistente con la incapacidad de los inversores de entender completamente la discrecionalidad contable existente en los períodos de emisión de acciones. Los inversores utilizan el resultado contable para estimar los futuros rendimientos, pero son incapaces de distinguir que el resultado reflejado en los estados financieros del ejercicio en el que se realiza la oferta está aumentado por los ajustes discrecionales.

Estas mismas conclusiones también se recogen en Teoh, Welch y Wong (1998b), donde se demuestra que las empresas aumentan el resultado contable antes del anuncio de emisión periódica de acciones, dada la mayor incidencia de ajustes contables discrecionales positivos en ese período. Asimismo, encuentran una relación negativa entre los ajustes discrecionales del ejercicio y los futuros rendimientos de las acciones, concluyendo que los inversores no detectan la manipulación durante la emisión de acciones, lo que provoca una sobrevaloración de la empresa que es corregida posteriormente cuando revierte el signo de los ajustes discrecionales.

En contra de las conclusiones de oportunismo anteriores, Beneish (1998), en su comentario del trabajo de Teoh, Wong y Rao (1998), señala que en las expectativas de los inversores no sólo influyen los ajustes contables, también influyen elementos exógenos a la actuación de la empresa y las decisiones estratégicas de los directivos, que no están motivadas por el deseo de aumentar artificialmente el resultado del ejercicio, no pudiéndose distinguir separadamente el efecto resultante de cada uno de los factores.

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

Chambers (1999) también detecta una asociación positiva significativa entre los rendimientos anormales de las acciones y los ajustes contables discrecionales. Asumiendo que los ajustes contables discrecionales son utilizados de forma oportunista por los directivos, el autor concluye que el mercado falla a la hora de valorar la persistencia de los componentes del resultado. Esto es, los inversores, o algunos inversores, son incapaces de detectar la dirección y magnitud de la manipulación contable, y tienden a sobrevalorar (infravalorar) la elección contable que incide positivamente (negativamente) en el resultado del período.

En el caso de las fusiones, Erickson y Wang (1999) confirman que, antes del anuncio de fusión, las empresas adquirentes utilizan los ajustes contables discrecionales para aumentar el resultado contable y el precio de sus acciones y, por lo tanto, reducir el coste de la fusión. En uno de los primeros pasos de la fusión, la empresa adquirente y la empresa objetivo acuerdan la relación de intercambio: el número de acciones de la empresa adquirente por cada acción de la empresa objetivo. Cuanto mayor sea el precio de las acciones de la empresa adquirente en la fecha del acuerdo de fusión, menor será la relación de intercambio. Dado que este ratio está inversamente relacionado con el precio de las acciones de la empresa adquirente, ésta tiene un incentivo a aumentar el resultado antes del anuncio de fusión. Su evidencia también indica que la elección de los ajustes contables que aumentan el resultado del ejercicio está relacionada con el tamaño de la fusión.

Como resumen de la aparente polémica relativa a si el mercado de valores es o no eficiente, que se encuentra detrás de las hipótesis de utilidad de los ajustes discrecionales para proporcionar información privada u oportunismo de los directivos,

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

recogemos algunos razonamientos de Giner Inchausti (1999, pp. 18-21) sobre los factores que pueden explicar las anomalías en la eficiencia del mercado:

Por un lado, la hipótesis de la eficiencia de mercado se basa en el comportamiento agregado del mercado, asumiendo que todos los inversores tienen expectativas homogéneas e igual capacidad para interpretar la información. Por ello, si se tienen en cuenta las características particulares de los inversores puede entenderse que algunos inversores tengan ganancias anormales y, como consecuencia, que no todos los segmentos del mercado sean igualmente eficientes.

Por otro lado, y en lo que respecta a las rentabilidades anormales detectadas ante los cambios “cosméticos”, en la práctica hay pocos cambios propiamente “cosméticos”, ya que algunos sí alteran las expectativas de los inversores sobre los futuros flujos de tesorería de la empresa.

El Cuadro 3.16 recoge, siguiendo el orden cronológico, los trabajos empíricos analizados al tratar las consecuencias en el mercado de valores de la elección que anticipa o difiere el reconocimiento de beneficios.

**CUADRO 3.16.  
TRABAJOS QUE ANALIZAN EL EFECTO  
EN EL MERCADO DE VALORES  
DE LA ELECCIÓN QUE ANTICIPA O DIFIERE BENEFICIOS**

Autores (Año). País	Muestra	Evidencia
Collins et al. (1981). EE.UU.	57 empresas petrolíferas en la fecha de anuncio del borrador del FASB 19, (julio de 1977) que imponía el método del coste de los esfuerzos positivos.	Apoyan que el cambio contable afecta al precio de las acciones por la presencia de planes de compensación. La variable tamaño tiene el signo contrario al previsto y el endeudamiento no es significativo.
Holthausen (1981). EE.UU.	125 empresas que cambiaron el método de amortización acelerada al método lineal entre los años 1955 y 1978.	No detecta que la reacción en los precios de las acciones producida por el anuncio del cambio contable esté asociada a las primas sobre beneficios, al endeudamiento o al tamaño.
Leftwich (1981). EE.UU.	338 empresas afectadas por la emisión de los APB Opinions 16 y 17 (agosto de 1970) que recogen, respectivamente, el tratamiento contable de las combinaciones de empresas y el de los activos intangibles.	Apoya que el endeudamiento y el tamaño de la empresa explican la variación en el precio de las acciones ocasionada por los cambios contables.
Arcas Pellicer (1992 y 1993). España	20 bancos con cotización en bolsa. Período: 1986-1988.	No encuentra que la reacción del precio de las acciones a la nueva norma sobre cobertura del riesgo de crédito esté relacionada con las variables representativas de los costes de agencia y políticos.
Guay et al. (1996). EE.UU.	1.450 empresas. Período: 1962-1993.	Los ajustes discrecionales están asociados con los rendimientos de las acciones, pero la imprecisión de los modelos de estimación de los ajustes discrecionales hace imposible discriminar entre las hipótesis de oportunismo y de eficiencia.
Jones (1997). EE.UU.	29.896 observaciones en el ejercicio 1995.	Apoya la hipótesis de eficiencia. Los ajustes discrecionales contienen información relevante sobre los futuros flujos de tesorería.

CUADRO 3.16.  
CONTINUACIÓN

Autores (Año). País	Muestra	Evidencia
Paek y Press (1997). EE.UU.	1.229 empresas. Período: 1987- 1992.	Los precios de las acciones responden negativamente a los ajustes discrecionales que aumentan las primas sobre beneficios y positivamente a los ajustes discrecionales que reducen el endeudamiento.
Teoh, Wong y Rao (1998). EE.UU.	8.199 ofertas públicas iniciales de acciones entre 1980 y 1990.	Apoyan la hipótesis de oportunismo y la incapacidad de los inversores para descontar la manipulación.
Teoh, Welch y Wong (1988a). EE.UU.	1.526 ofertas públicas iniciales de acciones entre 1975 y 1984.	Apoyan la hipótesis de oportunismo y la incapacidad de los inversores para descontar la manipulación.
Teoh, Welch y Wong (1988b). EE.UU.	6.386 emisiones de acciones entre 1970 y 1989.	Apoyan la hipótesis de oportunismo y la incapacidad de los inversores para descontar la manipulación.
Chambers (1999). EE.UU.	59.016 observaciones. Período:1976-1995	Apoya la hipótesis de oportunismo y la incapacidad de los inversores para descontar la manipulación.
Erickson y Wang (1999). EE.UU.	55 empresas fusionadas. Período: 1985-1990.	Las empresas adquirentes utilizan los ajustes discrecionales para aumentar el resultado del período anterior a la fusión. No señalan si su evidencia es consistente con la hipótesis de oportunismo o con la hipótesis de eficiencia.
Shivakumar (2000). EE.UU.	2995 emisiones de acciones entre enero de 1983 y diciembre de 1992.	Los movimientos en los precios de las acciones en los periodos de emisión no están asociados con los ajustes discrecionales utilizados por los directivos.

### **III.5. RESUMEN**

En este capítulo se ha analizado la literatura sobre las causas y los límites de la elección contable, así como sus consecuencias en el mercado de valores.

Las causas o motivaciones de los directivos ante la elección contable se han agrupado en cinco categorías: 1) primas sobre beneficios, 2) contratos de deuda, 3) costes o beneficios políticos, 4) pérdidas y descensos del resultado, y 5) otros factores.

En relación con las primas sobre beneficios se han examinado tanto los trabajos que han empleado una variable dicotómica, que toma el valor 1 cuando existen participaciones en los beneficios y 0 en caso contrario, como los recientes trabajos que incorporan los límites mínimos y máximos de estos contratos, para explicar que los directivos no siempre maximizan sus remuneraciones eligiendo las opciones contables que anticipan el reconocimiento de beneficios.

En lo que respecta a la incidencia de las restricciones en los contratos de deuda, el análisis se ha centrado en las investigaciones que contemplan el uso de subrogados, como los ratios de endeudamiento, el ratio de cobertura de intereses y el ratio de distribución de dividendos. Los trabajos evidencian que los ratios de endeudamiento explican la elección dirigida a anticipar el reconocimiento de beneficios.

El análisis de los costes o beneficios políticos en la elección que difiere beneficios ha puesto de relieve que los trabajos, que se han centrado en los costes políticos, han estudiado su efecto de

### CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS

dos formas: 1) en situaciones concretas de alta visibilidad política de un sector, como son los períodos de investigación sobre actividades monopolísticas o de debate sobre nuevas regulaciones, y 2) utilizando subrogados, entre los que se encuentran el tamaño, la intensidad del capital, la concentración de mercado y el riesgo sistemático. En relación con los subrogados de los costes políticos, se ha explicado que la evidencia no es excesivamente concluyente, dado que sólo existe una relativa confirmación al utilizar la variable tamaño.

En el tratamiento de las pérdidas y los descensos del resultado se han expuesto tanto las características de los recientes trabajos que confirman que los directivos manipulan el resultado contable para evitar estas situaciones, como las explicaciones ofrecidas para justificar por qué se produce este comportamiento. Estos trabajos utilizan generalmente la metodología basada en el análisis de la distribución de frecuencias del resultado

El resto de los factores examinados para explicar la elección contable que anticipa o difiere el reconocimiento de beneficios han sido: la lucha de poderes y los cambios en el equipo directivo; la implantación de nuevas normas contables; las responsabilidades implícitas con los clientes, proveedores, empleados y otros acreedores; las predicciones de resultado de los analistas financieros; y las expectativas de los directivos sobre el resultado de las empresas de la competencia.

Después de las causas, se han tratado los límites de la discrecionalidad contable, los cuales se han agrupado en tres categorías: 1) la estructura accionarial, 2) el Consejo de Administración y 3) la auditoría.

### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

La incidencia de la estructura accionarial en la elección contable se ha examinado recogiendo la evidencia obtenida en los trabajos que han incorporado las diferencias en el control ejercido por los accionistas, medidas fundamentalmente por la presencia o no de accionistas externos con porcentajes significativos de acciones, así como la evidencia sobre el efecto del porcentaje de acciones mantenido por el equipo directivo y sobre la presencia de inversores institucionales.

La capacidad de supervisión ejercida por Consejo de Administración en la elección contable se ha visualizado a través de la proporción de consejeros externos.

El efecto de la auditoría se ha centrado en el subrogado frecuentemente utilizado por los investigadores estadounidenses como sinónimo de "calidad", que es la pertenencia al grupo de las actuales cinco "Grandes firmas" de auditoría.

El análisis de la literatura relativa a las consecuencias de la elección contable en el mercado de valores ha comenzado con las consecuencias del alisamiento del resultado. En este ámbito se ha estudiado el efecto del alisamiento en el valor de las acciones a través de tres factores: la estabilidad de los dividendos, la reducción en el riesgo sistemático y la mejora en las expectativas de los inversores.

Posteriormente, se han abordado los trabajos que investigan las consecuencias de la elección que anticipa o difiere el reconocimiento de beneficios. Se han desarrollado las hipótesis formuladas por la teoría positiva de la contabilidad, que predicen la asociación entre rentabilidad anormal de los títulos y las variables representativas de los costes de agencia y políticos, las



### *CAPÍTULO III. CAUSAS, LÍMITES Y CONSECUENCIAS*

cuales no han sido siempre confirmadas. Finalmente, se han considerado los trabajos más recientes que estudian la reacción del mercado de valores ante los ajustes contables discrecionales.

## **CAPÍTULO IV**

### ***LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO ANTE PÉRDIDAS Y DESCENSOS DEL RESULTADO***



## IV.1. INTRODUCCIÓN

Como explicamos en el epígrafe III.2.4., relativo a la incidencia de las pérdidas y los descensos del resultado en la elección contable, los trabajos norteamericanos de Burgstahler y Dichev (1997) y de Degeorge, Patel y Zeckhauser (1999) demuestran que los directivos tienen fuertes incentivos a manipular el resultado para evitar pérdidas y, en menor medida, descensos del resultado. El primero de ellos se centra en el resultado neto con datos anuales, mientras que el segundo analiza el resultado por acción con datos trimestrales.

Asimismo, también señalamos que el estudio realizado por Leuz, Nanda y Wysocki (2000) detecta que la incidencia relativa de los pequeños beneficios frente a las pequeñas pérdidas es mayor en los países pertenecientes al modelo contable continental, en comparación con los del modelo contable anglosajón siendo España el país que presenta un mayor valor en este ratio.

La metodología utilizada por Burgstahler y Dichev (1997) y por Degeorge, Patel y Zeckhauser (1999), analizada en el epígrafe II.4.3, se basa en representar las distribuciones de frecuencias del resultado y de las variaciones del resultado para ver si existen discontinuidades en los intervalos adyacentes a los umbrales de referencia considerados: cero beneficios y cero aumentos del resultado. Como hipótesis nula se asume que, en ausencia de manipulación, no deben existir discontinuidades significativas en los histogramas del resultado y de las variaciones del resultado.

Por consiguiente, la evidencia a favor de las hipótesis de manipulación del resultado para evitar pequeñas pérdidas (y pequeños descensos del resultado) se confirma por la presencia de menos observaciones que las esperadas en el intervalo inmediato inferior a cero beneficios (y a cero aumentos del

#### *CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO*

resultado) y más observaciones que las esperadas en el intervalo inmediato superior a cero beneficios (y a cero aumentos del resultado).

Las investigaciones de Burgstahler y Dichev (1997) y Degeorge, Patel y Zeckhauser (1999) nos parecieron especialmente importantes por los siguientes dos motivos:

En primer lugar, a pesar de la gran cantidad de trabajos publicados en el área de la elección contable y, por lo tanto, de la manipulación del resultado, son los primeros que demuestran que la discrecionalidad de los directivos responde, en gran parte, a unos objetivos tan "sencillos" como evitar las pequeñas pérdidas para conseguir pequeños beneficios y evitar los pequeños descensos del resultado para conseguir pequeños aumentos del beneficio.

En segundo lugar, demuestran que no siempre es necesario recurrir a modelos econométricos sofisticados ni descomponer los ajustes contables en discrecionales y no discrecionales, con los problemas ya expuestos que ello conlleva, para confirmar que el resultado se manipula. La estadística tradicional y algo tan "sencillo" como los histogramas, frecuentemente omitidos en los estudios sobre elección contable, permiten observar si existen irregularidades en la distribución de las variables. Cuando estas irregularidades son muy pronunciadas en los intervalos que se predice, la simple observación visual demuestra que la irregularidad responde, al menos en parte, a la evidencia de manipulación.

Por otra parte, existen dos razones que justifican el interés en estudiar el comportamiento del resultado en los intervalos contiguos a los valores de cero beneficios y de cero aumentos del resultado, recalcando tan frecuentemente el término "pequeño".

#### *CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO*

Primero, el margen de discrecionalidad de los directivos en el marco de los PCGA tiene límites. Ello implica que los instrumentos contables o reales no pueden evitar las pérdidas pronunciadas o los descensos pronunciados en el resultado, pero sí pueden utilizarse para evitar las situaciones de pequeñas pérdidas y de pequeños descensos en el resultado.

Segundo, afirmar que los directivos tienen como objetivos conseguir beneficios y aumentos en el resultado no es ninguna novedad. Las pérdidas lógicamente deben ser menos usuales que los beneficios en las empresas privadas, porque a largo plazo suponen su liquidación. Así, el hecho de que las observaciones se sitúen mayoritariamente en las áreas positivas de la distribución no presupone ninguna manipulación, porque este es el comportamiento que cabe esperar.

En consecuencia, en nuestra opinión, la aportación de los trabajos que analizan estas situaciones ha sido demostrar que existe un comportamiento anormal en el resultado al pasar de valores negativos a valores positivos que surge, al menos en parte, por la manipulación realizada. A ello hay que añadir la novedad de la metodología empleada, de la que no tenemos constancia hay sido utilizada en contextos distintos al estadounidense, y en particular en España.

Los motivos anteriormente expuestos nos llevaron a plantearnos la conveniencia de aplicar las hipótesis y la metodología de Burgstahler y Dichev (1997) y Degeorge, Patel y Zeckhauser (1999) al caso de las empresas españolas para dos niveles de resultado (y de sus variaciones): resultado ordinario y resultado neto.

#### *CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO*

Sin embargo, el trabajo empírico que hemos efectuado amplía los estudios realizados hasta el momento sobre manipulación del resultado. Así, hemos analizado dos niveles de resultado (ordinario y meto) para averiguar cuál presenta un mayor grado de manipulación, mientras que los trabajos que nos han precedido se centran en un único nivel de resultado. También estudiamos la incidencia de tres variables explicativas: la cotización, el tamaño y el endeudamiento. Ello constituye una de las aportaciones de la tesis porque sólo Burgstahler y Dichev (1997) mencionan en nota a pie de página que han detectado que la manipulación del resultado dirigida a evitar pérdidas es más frecuente en las medianas y grandes empresas que en las pequeñas, pero no proporcionan evidencia al respecto. Además, como explicamos en el siguiente apartado, hemos incluido análisis empíricos adicionales que refuerzan la metodología empleada y, por lo tanto, la evidencia a favor de las hipótesis planteadas.

El presente capítulo está dividido en siete partes. Después de esta introducción, en la segunda parte se hace referencia a los objetivos y a la metodología empleada en este trabajo. La tercera parte está dedicada a explicar el proceso llevado a cabo para la selección de la muestra y las características de la misma. La cuarta parte se destina a definir y describir las variables que utilizamos. La quinta parte recoge las hipótesis. Las partes sexta y séptima contienen los resultados empíricos obtenidos de los diferentes análisis.

Queremos indicar que los datos correspondientes a la muestra con la que se ha obtenido la evidencia empírica que presentamos en este capítulo están disponibles para cualquier investigador que nos solicite la información.

## **IV.2. OBJETIVOS Y METODOLOGÍA**

### **IV.2.1. Objetivos**

Como señalamos en la introducción de la tesis, el objetivo del trabajo empírico es investigar si la manipulación del resultado de las empresas españolas se dirige a evitar el reconocimiento de pequeñas pérdidas y de pequeños descensos del resultado, así como el efecto que tiene la cotización o no en bolsa, el tamaño y el endeudamiento en la manipulación dirigida a evitar las pequeñas pérdidas en el resultado neto.

Este objetivo genérico se descompone en tres objetivos más concretos, a los que a continuación nos referimos.

El primero es verificar si las empresas españolas manipulan el resultado para evitar incurrir en pequeñas pérdidas y conseguir pequeños beneficios; además queremos determinar cuál es el nivel de resultado (ordinario o neto) que muestra una mayor discontinuidad en los intervalos próximos a cero beneficios.

El segundo objetivo es analizar si las empresas españolas manipulan el resultado para evitar pequeños descensos y conseguir pequeños incrementos en el resultado; también cuál es el nivel de resultado (ordinario o neto) que muestra mayor discontinuidad en los intervalos próximos a cero aumentos de beneficios.

Una vez abordados estos dos objetivos, y teniendo en cuenta que el nivel de resultado que presenta una mayor manipulación es el resultado neto frente al ordinario para evitar pequeñas pérdidas, nos planteamos contrastar si las hipótesis derivadas de la teoría positiva de la elección contable explican las discontinuidades observadas en la distribución del resultado neto.



#### *CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO*

Así pues, nuestro tercer objetivo consiste en analizar si la manipulación dirigida a evitar el reconocimiento de pérdidas en el resultado neto, que es la variable que mayor discontinuidad presenta, difiere en función de si las empresas cotizan o no en la bolsa, del tamaño y del endeudamiento.

La investigación contable en EE.UU. trabaja, normalmente, con empresas que cotizan en bolsa porque las empresas que no cotizan no están obligadas con carácter general a facilitar la información contable. Ello puede justificar la ausencia de la cotización o no en bolsa como posible factor explicativo de la elección contable en las investigaciones analizadas.

Puesto que en España la obligación de depositar las cuentas anuales en el Registro Mercantil no está condicionada a la cotización<sup>57</sup>, nos ha parecido importante analizar si la propensión a manipular el resultado neto para evitar pérdidas difiere en función de que las empresas coticen o no en bolsa.

En este sentido, pensamos que los directivos de las empresas que cotizan en bolsa, frente a las que no cotizan, poseen mayores incentivos a manipular el resultado neto para evitar pérdidas por dos principales razones. En primer lugar, es de esperar que tengan un mayor número de potenciales usuarios externos, lo que hace que sean más sensibles al umbral de evaluación utilizado por éstos, que asumimos se sitúa en evitar las pérdidas y conseguir beneficios. En segundo lugar, es de esperar que tengan una mayor diversificación en la propiedad y,

---

<sup>57</sup> Esta obligación afecta a las empresas que tienen la forma jurídica de "sociedad anónima, de responsabilidad limitada, comanditaria por acciones, de garantía recíproca, fondos de pensiones y, en general, cualesquiera otros empresarios que en virtud de disposiciones vigentes vengán obligados a dar publicidad a sus cuentas anuales" (artículo 365 del Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el reglamento del Registro Mercantil).

#### *CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO*

por lo tanto, menor control por parte de los propietarios y mayor discrecionalidad de los directivos para adoptar las decisiones que anticipan beneficios.

Por su parte, la incorporación del tamaño y del endeudamiento surge motivada por la importancia que tienen estos dos factores para explicar la elección contable, tal y como expusimos en el capítulo anterior de esta tesis.

En el caso del tamaño, no hemos considerado que sea un subrogado de los costes políticos, sino una variable que está asociada positivamente con el número de potenciales usuarios externos y con la probabilidad de ausencia de control activo por parte de los propietarios. Es decir, teniendo en cuenta las ya comentadas críticas que ha recibido la inclusión del tamaño como subrogado de los costes políticos, y la conveniencia de analizar los costes políticos en situaciones concretas, pensamos que podíamos utilizar el tamaño como una variable que mide, al igual que la cotización, la sensibilidad de la empresa a las evaluaciones de los usuarios externos y la discrecionalidad de los directivos. Por consiguiente, hemos estudiado si cuanto mayor es el tamaño, mayor es la propensión a manipular el resultado para evitar las pérdidas y conseguir beneficios.

En relación con el endeudamiento, al igual que las hipótesis formuladas por la teoría positiva de la elección contable, hemos analizado si los mayores ratios de endeudamiento explican la elección contable dirigida a anticipar el reconocimiento de beneficios, lo que en nuestro trabajo implica una mayor propensión a evitar pérdidas para alcanzar beneficios.

Dado que nos centramos en las decisiones dirigidas a anticipar el reconocimiento de beneficios, hubiéramos querido incorporar también variables representativas de los límites de la elección

#### *CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO*

contable. Esto es, analizar si la presencia de accionistas externos con porcentajes significativos de acciones, la existencia de Consejos de Administración dominados por consejeros externos y el hecho de que las auditorías sean realizadas por el actual grupo de las cinco "Grandes" reducen la discrecionalidad dirigida a evitar el reconocimiento de pérdidas en el resultado neto.

No obstante, la base de datos utilizada en el trabajo, a la que haremos referencia al tratar las características de la muestra, no ofrece información sobre la estructura accionarial ni sobre la estructura del Consejo de Administración.

Además, la información que suministra sobre la auditoría no permite su inclusión en el análisis empírico porque los datos se estructuran en función de la empresa auditora, y no en función del cliente. Es decir, la inclusión de la variable relativa a la auditoría implica buscar en cada empresa auditora cuáles han sido los clientes en cada ejercicio, e introducir la información después de haber localizado quién realizó el informe de auditoría de cada una de las observaciones de la muestra. Esta estructuración hace que sea prácticamente imposible introducir la variable auditoría cuando se trabaja con muestras relativamente grandes, tal cual sucede en nuestro trabajo.

#### **IV.2.2. Metodología**

La metodología utilizada para confirmar o rechazar las hipótesis está integrada por cuatro tipos de análisis empíricos o cuatro tipos de evidencia empírica, cuyas características indicamos a continuación.

El primer análisis es una réplica del utilizado por Burgstahler y Dichev (1997) y Degeorge, Patel y Zeckhauser (1999). Consiste

#### *CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO*

en representar gráficamente la distribución de las variables que se asume son manipuladas, para comprobar visualmente si existen discontinuidades significativas en los intervalos contiguos a cero, lo que validaría las hipótesis establecidas. En nuestro trabajo, las variables consideradas son las cuatro siguientes: el resultado ordinario, el resultado neto, las variaciones del resultado ordinario y las variaciones del resultado neto.

Adicionalmente, también representamos las distribuciones de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias y de su variación para verificar si estas variables presentan discontinuidades significativas en los intervalos próximos a cero, las cuales podrían explicar las discontinuidades en las distribuciones del resultado y de sus variaciones.

Asimismo, y en conexión con nuestro tercer objetivo, presentamos las distribuciones del resultado neto correspondientes a dos submuestras para cada una de las tres variables explicativas: cotización, tamaño y endeudamiento. En consecuencia, hemos elaborado los siguientes seis histogramas del resultado neto: 1) resultado neto para las observaciones de empresas que cotizan en bolsa, 2) resultado neto para las observaciones de empresas que no cotizan en bolsa, 3) resultado neto para las observaciones de empresas con un activo superior a la mediana, 4) resultado neto para las observaciones de empresas con un activo inferior a la mediana, 5) resultado neto para las observaciones de empresas con un endeudamiento superior a la mediana y 6) resultado neto para las observaciones de empresas con un endeudamiento inferior a la mediana.

El segundo análisis es el test estadístico que Burgstahler y Dichev (1997) mencionan que han realizado como prueba adicional para verificar el cumplimiento de las hipótesis. Asumiendo que la frecuencia esperada, en ausencia de

#### CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

manipulación, debería tener una distribución normal con media 0 y desviación típica 1, este test calcula la diferencia entre la frecuencia real de observaciones y la frecuencia esperada de observaciones, normalizada por la desviación típica de esta diferencia, para demostrar que esta diferencia es negativa en los intervalos a la izquierda de cero (pequeñas pérdidas) y es positiva en los intervalos a la derecha de cero (pequeños beneficios). Ello implica que en los intervalos correspondientes a pequeñas pérdidas el número de observaciones real es inferior al número de observaciones que habría que esperar en ausencia de manipulación, mientras que en los intervalos correspondientes a pequeños beneficios las observaciones reales son superiores a las esperadas.

El tercer análisis, sobre el que no tenemos constancia que se haya utilizado en la investigación sobre manipulación del resultado, obtiene las distribuciones simuladas del resultado ordinario y del resultado neto bajo el supuesto de que ambas variables se distribuyen normalmente con media y desviación típica idénticas a las de las distribuciones reales. La comparación de las distribuciones reales con las distribuciones normales simuladas proporciona una prueba gráfica adicional de las discontinuidades existentes en las distribuciones reales en los intervalos próximos a cero beneficios. Asimismo, observamos que se sigue cumpliendo que la frecuencia real es inferior a la frecuencia simulada en los intervalos de pequeñas pérdidas y que la frecuencia real es superior a la frecuencia simulada en los intervalos de pequeños beneficios.

El cuarto análisis empírico se basa en el estudio de Leone y Van Horn (1999). Consiste en representar gráficamente no sólo la distribución del resultado, sino también la distribución del resultado antes de ajustes discrecionales obtenida por la diferencia entre el resultado y los ajustes contables

#### *CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO*

discrecionales. El modelo que utilizamos para estimar los ajustes discrecionales es el de Jones modificado por Dechow, Sloan y Sweeny (1995). Este análisis permite verificar que mientras la distribución del resultado sí tiene discontinuidades significativas en el intervalo próximo a cero, la distribución del resultado antes de ajustes discrecionales no tiene discontinuidades significativas. Ello implica que las discontinuidades son atribuibles a los ajustes contables discrecionales

Teniendo en cuenta que los tres últimos análisis empíricos sólo constituyen pruebas que verifican adicionalmente la validez empírica del primero, esto es, que las discontinuidades gráficas observadas en los histogramas responden a la confirmación de las hipótesis, los tres últimos análisis empíricos señalados sólo se han realizado para dos variables: el resultado neto y el resultado ordinario.

### **IV.3. MUESTRA**

La muestra de empresas sobre la que realizamos el presente trabajo empírico se ha obtenido utilizando la base de datos SABE (Sistema de Análisis de Balances Españoles). Esta base de datos está disponible en la Universitat de València a través de la "red" y contiene información sobre más de 190.000 empresas españolas a partir del ejercicio 1991. No obstante, la mayoría de las empresas recogidas en la base de datos son empresas pequeñas, y además la información contable predominante son los estados contables no consolidados, frente a los consolidados, probablemente debido a que es el perfil que caracteriza a la actividad empresarial española.

Dado que los problemas de agencia y, por consiguiente, el origen de la discrecionalidad de los directivos está presente,

#### *CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO*

fundamentalmente, en las empresas en las que existe una delegación de decisiones de los propietarios en los directivos, la inclusión de empresas pequeñas podría resultar inadecuada desde un punto de vista metodológico, además de no contar con la garantía de calidad que proporciona la auditoría de cuentas. Por otra parte, pensamos que los estados contables consolidados son presumiblemente la principal fuente de información contable utilizada por los usuarios para evaluar el comportamiento de las grandes compañías, de ahí que sea el resultado consolidado el principal objetivo de los directivos.

Así pues, entre el conjunto de datos disponible, nos hemos centrado en las empresas que forman un grupo de sociedades y que obligatoria o voluntariamente presentan estados contables consolidados, no sólo por creer que éstas caracterizan mejor la presencia de los problemas de agencia, sino también porque así se evita precisar el tamaño a partir del cual se presume existe delegación de decisiones de los propietarios en los directivos. Por consiguiente, cuando utilizamos el término empresa en esta parte de la tesis estamos considerando a un grupo de empresas.

Esta decisión redujo la posible muestra a un total de 1.164 empresas españolas con estados consolidados en SABE, las cuales pueden encontrarse actualmente, siguiendo los términos recogidos en la base de datos, en alguna de las siguientes situaciones: activas, suspensión de pagos, quiebra, disueltas, absorbidas, extinguidas o inactivas.

Para eliminar los sesgos que pudiera ocasionar la inclusión de empresas en situaciones anormales, seleccionamos como criterio de búsqueda sólo a las empresas activas, lo que limitó la muestra a 995 empresas. Además, como suele ser habitual en este tipo de trabajos eliminamos a las empresas de intermediación financieras, debido a las particularidades de su sistema contable

#### *CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO*

y al sesgo que puede ocasionar su inclusión. Esta eliminación sólo afectó a 12 empresas.

Por lo tanto, el número de empresas que cumplía nuestros requisitos ascendía inicialmente a 983, que son las empresas recogidas en SABE con estados consolidados, en situación activa y excluidas las actividades de financieras. De estas 983 empresas, tuvimos que eliminar 145 porque la información se limitaba a un único ejercicio, lo que nos impedía calcular las variaciones del resultado, los ajustes contables de circulante y, por lo tanto, los flujos de tesorería de las actividades ordinarias.

En lo que respecta al período de estudio, puede decirse que la información disponible en SABE sobre los estados consolidados comienza en el ejercicio 1993, dado que no hay datos del ejercicio 1991 y tan sólo hay datos de 2 empresas en el ejercicio 1992. La causa de la ausencia de información del ejercicio 1991 puede explicarse por el hecho de que fue un ejercicio de transición, dado que la aprobación de las normas para formulación de cuentas anuales consolidadas se produjo por el Real Decreto de 20 de diciembre de 1991.

En consecuencia, la información utilizada comprende 838 empresas para el período 1993-1999. Esto equivale a 3.464 observaciones porque no hay datos para todas las empresas en todos los años. De las 3.464 observaciones, las correspondientes al primer ejercicio del que existe información para cada empresa se han utilizado para calcular los flujos de tesorería de las actividades ordinarias y las variaciones del resultado neto y ordinario, así como para normalizar las distribuciones. Ello ha supuesto "perder" 838 observaciones (1 por empresa) de diferentes ejercicios, entre los cuales se encuentra todo el ejercicio 1993.



#### *CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO*

Las etapas seguidas en el proceso de selección de la muestra, anteriormente señaladas, se recogen en la Tabla 4.1. Tal y como se refleja al final de esta tabla, la muestra inicial, antes de eliminar los valores extremos, está formada por 2.626 observaciones pertenecientes a 838 empresas para el período 1994-1999. No obstante, los análisis estadísticos y econométricos se han realizado eliminando los valores extremos. Concretamente, el 0,5% superior e inferior de cada distribución. Así, la muestra finalmente empleada en el trabajo empírico, que varía en función del análisis, consta, generalmente, de 2.600 observaciones.

La Tabla 4.2, relativa a la muestra inicial de referencia antes de eliminar los valores extremos, recoge el número de observaciones correspondientes a cada uno de los 6 ejercicios que integran el período de estudio y clasifica las empresas y las observaciones en función de si cotizan o no y en función de los sectores de actividad. Para clasificar los sectores de actividad se ha empleado el código de la CNAE-93 (Clasificación Nacional de Actividades Económicas), adaptándolo para agregar las actividades en grupos. Como recoge esta tabla, el 82,8% de las empresas de la muestra no cotizan en bolsa, si bien el número de observaciones sin cotización representa el 77%. En lo que respecta al sector, el 91% de las empresas (y un 89% de las observaciones) pertenecen a los sectores de servicios e industrias manufactureras.

**TABLA 4.1.**  
**PROCESO DE SELECCIÓN DE LA MUESTRA**  
**A PARTIR DE LOS DATOS DE SABE**

1. N° de empresas con información consolidada	1.164
↓ Se eliminan las empresas en situaciones anómalas.	
2. N° de empresas con información consolidada en estado "activo"	995
↓ Se eliminan las empresas de intermediación financiera	
3. N° de empresas con información consolidada en estado "activo" excluidas las de intermediación financiera	983
↓ Se eliminan las empresas que no tienen, al menos, información en 2 ejercicios consecutivos	
4. N° de empresas con información consolidada en estado "activo", excluidas las de intermediación financiera, con información en un mínimo de dos ejercicios consecutivos	838
3.464 observaciones disponibles de las 838 empresas en el período 1993-1999	
↓ Las observaciones del primer ejercicio de las 838 empresas se utilizan para calcular los flujos de tesorería de las actividades ordinarias, las variaciones del resultado y para normalizar las distribuciones	
2.626 observaciones de 838 empresas en el período 1994-1999	
↓ En los análisis se eliminan los valores extremos correspondientes al 0,5% superior e inferior de cada distribución (26 observaciones).	
<b>2.600 observaciones de 838 empresas en el período 1994-1999</b>	

CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

**TABLA 4.2.**  
**CARACTERÍSTICAS DE LA MUESTRA INICIAL**

**Distribución de las observaciones por ejercicios**

Nº de observaciones del ejercicio 1994	170
Nº de observaciones del ejercicio 1995	417
Nº de observaciones del ejercicio 1996	494
Nº de observaciones del ejercicio 1997	546
Nº de observaciones del ejercicio 1998	573
Nº de observaciones del ejercicio 1999	426
<b>Total de observaciones</b>	<b>2.626</b>

<b>Cotización</b>	<b>Nº</b>	<b>%</b>
Empresas con cotización en bolsa	144	17,2%
Empresas sin cotización en bolsa	694	82,8%
<b>Total empresas</b>	<b>838</b>	<b>100%</b>

<b>Cotización</b>	<b>Nº</b>	<b>%</b>
Observaciones con cotización en bolsa	603	23,0%
Observaciones sin cotización en bolsa	2.023	77,0%
<b>Total observaciones</b>	<b>2.626</b>	<b>100%</b>

<b>Sector</b>	<b>Nº</b>	<b>%</b>
Empresas del sector 1. Agricultura, pesca e industrias extractivas	10	1,2%
Empresas del sector 2. Industrias manufactureras	303	36,2%
Empresas del sector 3. Energía eléctrica, gas y agua	14	1,7%
Empresas del sector 4. Construcción	50	5,9%
Empresas del sector 5. Servicios	461	55,0%
<b>Total empresas</b>	<b>838</b>	<b>100%</b>

<b>Sector</b>	<b>Nº</b>	<b>%</b>
Observaciones del sector 1. Agricultura, pesca e industrias extractivas	46	1,7%
Observaciones del sector 2. Industrias manufactureras	968	36,9%
Observaciones del sector 3. Energía eléctrica, gas y agua	60	2,3%
Observaciones del sector 4. Construcción	180	6,9%
Observaciones del sector 5. Servicios	1.372	52,2%
<b>Total observaciones</b>	<b>2.626</b>	<b>100%</b>

#### **IV.4. VARIABLES**

Las variables utilizadas en el presente trabajo no siempre se han obtenido directamente de la base de datos SABE. Concretamente, el activo y el endeudamiento se han definido con los criterios habitualmente empleados en el análisis contable y no con los criterios utilizados en la normativa para la formulación de las cuentas anuales consolidadas. Asimismo, dada la no obligatoriedad en España del estado de flujos de tesorería, hemos necesitado calcular los flujos de tesorería de las actividades ordinarias y los ajustes contables a través del método indirecto. El resto de las variables empleadas no han sido objeto de ajustes, por lo que su valor se corresponde al ofrecido en la base de datos SABE.

A continuación se realizan algunas reflexiones sobre los ajustes realizados para calcular el activo y el endeudamiento. Posteriormente, se indica cómo se han calculado los flujos de tesorería de las actividades ordinarias y los ajustes contables. Finalmente, se presenta algunos estadísticos descriptivos de la muestra inicial. El análisis descriptivo de las variables de la muestra final se realiza individualmente en los apartados seis y siete de este capítulo.

##### **IV.4.1. Consideraciones sobre las magnitudes del balance de situación que afectan al activo y al endeudamiento**

Los valores del activo, de los fondos propios y de los acreedores que figuran en el balance de situación consolidado responden a criterios normativos, por lo que puede decirse que no se adaptan por completo a los valores utilizados en el análisis contable.

#### CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

Sin embargo, en el análisis contable no existe un consenso sobre cómo definir el activo, el exigible u otras muchas variables. Los conceptos difieren en función del autor y de los objetivos que persiga en el análisis, por lo que puede decirse que responden, en última instancia, a un criterio personal. En consecuencia, las definiciones que hemos empleado del activo y del endeudamiento no están consensuadas en la doctrina y son por ello discutibles.

Las partidas incluidas como ajustes para calcular el activo y el endeudamiento, a las que seguidamente nos referimos, son las siguientes: (1) Accionistas por desembolsos no exigidos, (2) Gastos de establecimiento, (3) Acciones de la sociedad dominante, (4) Gastos a distribuir en varios ejercicios, (5) Provisiones para riesgos y gastos e indirectamente (6) Ingresos a distribuir en varios ejercicios.

##### *Accionistas por desembolsos no exigidos*

Las deudas de los accionistas a la sociedad por el capital social suscrito, y cuyo desembolso todavía no ha sido exigido, son recogidas en el balance de situación consolidado como el primer activo, precediendo al inmovilizado. Sin embargo, el documento 10 de AECA (1988a, p. 21) señala que habría sido preferible la presentación dentro del pasivo del capital no desembolsado, como minoraciones del neto patrimonial.

La presencia de desembolsos pendientes por parte de los socios provoca que la cifra del capital social que figura en el balance no constituya realmente una fuente de financiación de la que la empresa pueda disponer para aplicarla a los activos que desee. En consecuencia, hemos considerado conveniente tratar esta partida como menor importe de los fondos propios, y no como un activo.

## *CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO*

### *Gastos de establecimiento*

Los gastos de establecimiento se presentan en el primer epígrafe del inmovilizado del balance de situación. Son gastos que no han sido imputados a las cuentas de resultados por entender que su influencia económica en la marcha de la empresa tiene un horizonte temporal de varios años.

Sin embargo, a juicio de AECA (1983), esta partida no debe ser propiamente considerada como activo porque no representan derechos frente a terceros y no tienen un valor de realización. Asimismo, la noción de gastos de establecimiento o gastos amortizables carece de referente en la normativa del IASC.

Por lo tanto, hemos creído más conveniente considerar que los gastos de establecimiento son una partida que minoran los fondos propios. Esta consideración se ve reforzada por el hecho de que las empresas tienen la opción de considerarlos como activo, y amortizarlos en el plazo máximo legal de cinco años, o considerarlos como gasto del ejercicio en que se incurre en ellos.

### *Acciones de la sociedad dominante*

Las acciones de la sociedad dominante son recogidas en la normativa contable española como un componente del inmovilizado financiero. Se trata de participaciones en el capital de la sociedad dominante que tienen un carácter permanente. No obstante, siguiendo la posición adoptada en el documento 10 de AECA (1988a, p. 26), las acciones propias o acciones de la sociedad dominante "desde un punto de vista estrictamente financiero son componentes negativos de los recursos propios, puesto que representan una merma de la financiación de los propietarios".

#### CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

Siguiendo este criterio, se ha considerado conveniente tratar las participaciones a largo plazo en la sociedad dominante como un menor importe de los fondos propios y no incluirlas en el activo.

##### *Gastos a distribuir en varios ejercicios*

Los gastos a distribuir en varios ejercicios están integrados, por un lado, por los gastos de formalización de deudas y, por otro lado, por los gastos por intereses diferidos. Esta partida figura en un epígrafe específico del activo del balance de situación, distinto del inmovilizado.

Desde nuestro punto de vista, se trata de una de las partidas más problemáticas de ajustar debido a la doble naturaleza de los gastos que la integran y a la imposibilidad de separar la parte que corresponde a cada tipo de gasto, debido a la agregación de los saldos.

Los gastos de formalización de deudas parece conveniente tratarlos como un menor importe de los fondos propios, en lugar de como activo, siguiendo las argumentaciones recogidas para los gastos de establecimiento.

No obstante, los gastos por intereses diferidos creemos preferible considerarlos como menor valor del exigible con el fin de mostrar el valor actual de los pasivos futuros. De hecho este es el tratamiento que sugiere la NIC 39 del IASC (1998b, párrafo 66) cuando señala: "Al proceder a reconocer, inicialmente, un activo o un pasivo de carácter financiero, la empresa debe registrarlos por su costo, que será el valor razonable de la contraprestación que se haya dado (en el caso de un activo) o que se haya recibido (en el caso de un pasivo) a cambio de los mismos".

#### *CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO*

En consecuencia, creemos que los gastos a distribuir en varios ejercicios no son un activo desde la perspectiva del análisis, debiendo considerar la parte correspondiente a los gastos de formalización de deuda como menor importe de los fondos propios y la parte correspondiente a los gastos por intereses diferidos como menor importe de los fondos ajenos.

Pero ante la imposibilidad de diferenciar la cuantía de estos dos componentes, hemos optado por tratarlos como menor valor de los fondos propios. Esta decisión está motivada por el hecho de que en los análisis previos que realizamos, en los que habíamos considerado conveniente incluir esta partida como menor valor de los fondos ajenos, y dentro de éstos de los fondos ajenos a largo plazo, detectamos que ello provocaba que algunas empresas tuvieran un exigible a largo plazo negativo.

#### *Provisiones para riesgos y gastos*

Las provisiones para riesgos y gastos se recogen en el pasivo del balance de situación como una partida separada de los fondos propios y de los fondos ajenos. Tienen por objeto, según la legislación contable española, cubrir gastos originados en el mismo ejercicio o en otro anterior, pérdidas o deudas, probables o ciertas, que están claramente especificadas en cuanto a su naturaleza, pero que en la fecha de cierre de ejercicio están indeterminadas en cuanto a su importe exacto o en cuanto a la fecha en que se producirán.

Dado que representan un pasivo probable o cierto, aunque indeterminado, parece más apropiado considerarlas a efectos del análisis contable como exigible a largo plazo, si bien es cierto que parte de estos gastos pueden referirse al exigible a corto plazo.



#### CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

Esta posición es la defendida en el documento 11 de AECA (1988b, p. 23): "Si la provisión representa un pasivo probable, por obligaciones no vinculadas con ninguna partida patrimonial, se presentará en el pasivo del balance, clasificada según su exigibilidad, al no ser susceptible de aparecer minorando activos concretos.

Debe tenerse en cuenta que, en la medida en que el hecho esperado se produzca, se trata de auténticos pasivos, por constituir obligaciones de transferir bienes o proporcionar servicios a otras entidades o terceros en el futuro".

Asimismo, la NIC 37 del IASC (1998a) indica, aunque en un sentido general, que las provisiones contingentes son deudas cuyo vencimiento o importe es incierto.

#### *Ingresos a distribuir en varios ejercicios*

Una última consideración cabría hacer sobre el tratamiento de los ingresos a distribuir en varios ejercicios, recogidos en un epígrafe específico del Pasivo del balance de situación. Aunque esta partida no interviene directamente en nuestras definiciones del activo y del endeudamiento, que seguidamente detallamos, sí lo hace indirectamente porque hemos optado por tratarla como mayor importe del neto y, en consecuencia, no ha sido ajustada para calcular ni el activo ni los fondos ajenos.

El balance consolidado diferencia dos componentes para los ingresos a distribuir en varios ejercicios: 1) las subvenciones en capital y 2) otros ingresos a distribuir en varios ejercicios. Este último integra tanto las diferencias positivas de cambio no realizadas, como los intereses incorporados al nominal de los créditos concedidos en operaciones de tráfico.

#### CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

La imposibilidad de distinguir los conceptos que intervienen en el importe de otros ingresos a distribuir obliga a darles un tratamiento homogéneo. Además, en coherencia con el tratamiento dado a los gastos a distribuir en varios ejercicios, que se han eliminado del activo deduciéndolos a los fondos propios, entendemos que los ingresos a distribuir que se derivan de intereses deben ser considerados como mayor valor de los fondos propios.

En el caso del componente de los ingresos a distribuir correspondiente a las subvenciones en capital, nuestra postura de considerarlas como mayor valor de los fondos propios podría ser más discutible, en la medida en que tanto el documento 12 de AECA (1989), como la NIC 20 del IASC (1983) contemplan la posibilidad de deducirlas del valor del activo al que financian.

Sin embargo, la Resolución de 20 de diciembre de 1996 del ICAC, por la que se fijan los criterios generales para determinar el concepto de patrimonio contable a efectos de los supuestos de reducción de capital y disolución de sociedades regulados en la legislación mercantil, considera que las subvenciones de capital deben formar parte, con signo positivo, del patrimonio contable.

Teniendo en cuenta las anteriores consideraciones sobre las partidas del balance de situación, el activo y el endeudamiento se han calculado de la siguiente forma:

- Activo = Activo total - Accionistas por desembolsos no exigidos - Gastos de establecimiento - Acciones de la sociedad dominante - Gastos a distribuir en varios ejercicios.
- Endeudamiento = Fondos ajenos / Activo = (Acreedores a largo plazo + Provisiones para riesgos y gastos + Acreedores a corto plazo) / Activo.

#### **IV.4.2. Cálculo de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias y los ajustes contables**

Los flujos de tesorería de las actividades ordinarias se han calculado por el método indirecto, al que nos hemos referido en el epígrafe II.4.1.3. del capítulo segundo de esta tesis. Para ello, el resultado ordinario se ha corregido por los ajustes contables a largo y a corto plazo como recoge la siguiente expresión:

- $\text{Flujos de tesorería de las actividades ordinarias} = \text{Resultado ordinario} \pm \text{Ajustes contables a largo plazo} \pm \text{Ajustes contables a corto plazo}.$

Los ajustes contables a largo plazo representan los cargos y abonos efectuados al resultado ordinario que no han supuesto movimientos de tesorería y proceden de correcciones valorativas derivadas de los activos y pasivos a largo plazo. El cálculo "correcto" de estos ajustes exige una información más detallada que la ofrecida por el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias, que son los estados contables recogidos en SABLE. Ello nos ha obligado a utilizar simplificaciones sobre sus componentes, lo que suele ser habitual en este tipo de estudios.

Por ejemplo, la variación de las provisiones para riesgos y gastos es una partida que afecta a los ajustes contables a largo plazo. Pero la cuenta de pérdidas y ganancias ofrece la información de las dotaciones para riesgos y gastos, dependiendo del tipo de provisión, en los apartados de "gastos de personal" o en "otros gastos de explotación". Los excesos de las provisiones para riesgos y gastos se ofrecen dentro de "otros ingresos de explotación". Por consiguiente, la cuenta de pérdidas y ganancias no permite conocer el importe correspondiente a las variaciones de las provisiones para riesgos y gastos. Esto también es aplicable a la amortización de "gastos de formalización de

#### CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

deudas" y a la amortización de "gastos por intereses diferidos", partidas que se recogen conjuntamente con otros gastos financieros, por lo que afectan a los flujos de tesorería de las actividades ordinarias a menos que sean ajustados.

Teniendo en cuenta la imposibilidad de calcular todos sus componentes, los ajustes contables a largo plazo se han obtenido de la siguiente forma:

- Ajustes contables a largo plazo = Dotaciones para amortización del inmovilizado + Amortización del fondo de comercio de consolidación + Variación de las provisiones de inversiones financieras.

Los ajustes contables a corto plazo son los que se derivan de los cambios habidos durante el período en las cuentas que afectan al capital circulante de las operaciones ordinarias, excluida la tesorería y equivalentes. No obstante, al igual que sucede con los ajustes a largo plazo, la agregación de conceptos contenida en el balance de situación impide recoger todas las variaciones de los derechos de cobros y de las obligaciones de pago que afectan al capital circulante. Así, el cálculo de los ajustes contables a corto plazo se ha realizado de la siguiente forma:

- Ajustes contables a corto plazo =  $(Existencias_{t-1} - Existencias_t) + (Deudores_{t-1} - Deudores_t) + (Ajustes\ periodificación\ de\ activo_{t-1} - Ajustes\ por\ periodificación\ activo_t) - (Acreedores\ comerciales_{t-1} - Acreedores\ comerciales_t) - (Otras\ deudas\ no\ comerciales_{t-1} - Otras\ deudas\ no\ comerciales_t) - (Ajustes\ periodificación\ de\ pasivo_{t-1} - Ajustes\ por\ periodificación\ de\ pasivo_t)$ .

## IV.4.3. Análisis descriptivo de las variables

Con el propósito de caracterizar la muestra con la que hemos trabajado, en la Tabla 4.3 se presenta el análisis estadístico descriptivo de las principales variables contables utilizadas en el trabajo empírico, entre las que se encuentran las descritas anteriormente. También se incluyen los ajustes contables totales, dado que es la variable que hemos empleado para calcular los flujos de tesorería y la variable que interviene en la regresión realizada para estimar los ajustes discrecionales. Las variaciones de las variables se han calculado por la diferencia de saldos entre dos ejercicios consecutivos.

**TABLA 4.3.**  
**ANÁLISIS DESCRIPTIVO DE LA MUESTRA INICIAL**

Variable	Media	Desviación típica	Valor Máximo	Valor Mínimo
Resultado ordinario	5.281,1	29.104,0	585.059	-48.357
Var. del resultado ordinario	1.165,0	7.443,9	186.803	-47.056
Resultado neto	3.109,6	16.450,4	300.293	-182.626
Var. del resultado neto	845,2	7.724,8	195.458	-142.747
Flujos de tesorería de actividades ordinarias	10.582,3	68.435,2	1.938.089	-70.222
Var. flujos de tesorería de actividades ordinarias	2.545,7	27.592,3	697.006	-198.910
Activo	93.670,5	470.411,3	10.527.128	389
Endeudamiento	0,57	0,22	1,48	0,0036
Ajustes contables totales	5.301,2	41.637,2	1.352.030	-74.630

*Nota:* La muestra inicial consta de 2.626 observaciones durante el período 1994-1999. Las variables están expresadas en millones de pesetas. La abreviatura Var. indica variación.

#### CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

Las medidas estadísticas presentadas en la Tabla son medidas de posición como la media, la desviación típica, el valor máximo y el valor mínimo. Estos valores están expresados en millones de pesetas y se han calculado para la muestra antes de eliminar los valores extremos (muestra inicial de referencia) porque, como ya hemos indicado, la muestra final varía en función del análisis. Así, los estadísticos descriptivos de la muestra final se presentan en los apartados seis y siete de este capítulo.

Tal y como indica la Tabla 4.3, los flujos de tesorería de las actividades ordinarias tienen unos valores superiores en media, desviación típica y valor máximo al resultado ordinario, y también el valor mínimo adopta un valor más extremo. Por su parte, el resultado ordinario tiene unos valores en todos los estadísticos superiores al resultado neto. Sin embargo, la diferencia no es exclusivamente atribuible al resultado extraordinario, porque el resultado neto incluye el gasto por el impuesto de sociedades. Este mismo comportamiento se observa con las variaciones de las variables.

Los valores del activo reflejan que la muestra corresponde a empresas grandes con un importe medio de 93.670 millones de pesetas. No obstante, existe una observación que tiene un valor del activo de sólo 389 millones, lo que resulta algo sorprendente al tratarse de información contable consolidada.

En cuanto al endeudamiento, aunque la medida se sitúa en 0,57, existen observaciones con neto negativo, de modo que el valor máximo del ratio de endeudamiento se sitúa en 1,48. Estos valores negativos en el neto no son atribuibles a los ajustes realizados para calcular el endeudamiento porque comprobamos que también están presentes en los datos originales. Aunque estas observaciones extremas han sido eliminadas posteriormente en el análisis empírico, resulta sorprendente su

#### CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

existencia habiendo eliminado de la muestra, como ya se ha explicado, a las empresas en quiebra.

#### IV.5. HIPÓTESIS

El primer objetivo del trabajo empírico, que como se indicó anteriormente es verificar si las empresas españolas manipulan el resultado ordinario y/o el resultado neto para evitar incurrir en pequeñas pérdidas y conseguir pequeños beneficios, conlleva la formulación de las siguientes dos hipótesis:

*H1. El resultado ordinario es manipulado para evitar el reconocimiento de pequeñas pérdidas en las actividades ordinarias, por lo que la distribución del resultado ordinario presentará una discontinuidad significativa en los intervalos próximos a cero beneficios ordinarios.*

*H2. El resultado neto es manipulado para evitar el reconocimiento de pequeñas pérdidas, por lo que la distribución del resultado neto presentará una discontinuidad significativa en los intervalos próximos a cero beneficios.*

El segundo objetivo perseguido, consistente en verificar si las empresas españolas manipulan el resultado ordinario y/o el resultado neto para evitar pequeños descensos y lograr reconocer que ha habido pequeños aumentos, se descompone a su vez en dos hipótesis:

*H3. El resultado ordinario es manipulado para evitar el reconocimiento de pequeños descensos en comparación con el resultado ordinario del ejercicio anterior, por lo que la distribución de la variación del resultado ordinario presentará*

#### CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

*una discontinuidad significativa en los intervalos próximos a cero variaciones.*

*H4. El resultado neto es manipulado para evitar el reconocimiento de pequeños descensos en comparación con el resultado neto del ejercicio anterior, por lo que la distribución de la variación del resultado neto presentará una discontinuidad significativa en los intervalos próximos a cero variaciones.*

El tercer objetivo del trabajo empírico, como ya mencionamos, es analizar si la manipulación del resultado neto para evitar pequeñas pérdidas difiere en función de si la empresa cotiza o no en la bolsa, del tamaño y del endeudamiento. Este objetivo se refleja en la formulación de tres hipótesis, una para cada variable explicativa.

En relación con la cotización en bolsa esperamos que, por término medio, las empresas que cotizan en bolsa, en comparación con las empresas que no cotizan, sean más vulnerables al contenido informativo del resultado, por el mayor número de potenciales usuarios externos, y que los directivos tengan un mayor margen de discrecionalidad, debido a la mayor dispersión de la propiedad. Así, la hipótesis cotización predice:

*H5. Las empresas que cotizan en bolsa tienen mayor propensión a manipular el resultado neto para evitar pequeñas pérdidas que las empresas que no cotizan en bolsa. Por lo tanto, la distribución del resultado neto de las empresas que cotizan en bolsa presentará una discontinuidad mayor en los intervalos próximos a cero beneficios que la distribución del resultado neto de las empresas que no cotizan en bolsa.*

Las hipótesis desarrolladas en la investigación sobre elección contable que utilizan el tamaño como subrogado de los costes



#### CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

políticos asumen implícitamente que las empresas han obtenido beneficios, por lo que se predice que cuanto mayor es el tamaño, mayor es la probabilidad de diferir beneficios. Aunque sería posible que algunas empresas tengan incentivos a no reconocer beneficios, para evitar la incidencia de los costes políticos o para conseguir beneficios políticos, es posible, como ya explicamos, que las grandes empresas sean más vulnerables al umbral de evaluación utilizado por los usuarios externos y tengan una mayor dispersión en la propiedad. Así, nuestra hipótesis tamaño predice:

*H6. Las empresas de mayor tamaño tienen mayor propensión a manipular el resultado neto para evitar pequeñas pérdidas que las empresas de menor tamaño. Por lo tanto, la distribución del resultado neto para las empresas de mayor tamaño presentará una discontinuidad mayor en los intervalos próximos a cero beneficios que la distribución del resultado neto para las empresas de menor tamaño.*

En el caso del endeudamiento, nuestras predicciones son consistentes con las planteadas por la teoría positiva de la elección contable. Como ya explicamos, éstas predicen que cuanto mayor es el endeudamiento, mayor es la probabilidad de elegir las opciones que anticipan beneficios. Midiendo el endeudamiento por el valor del ratio fondos ajenos/activo, en los términos explicados en el apartado anterior, nuestra hipótesis endeudamiento predice:

*H7. Las empresas con mayor endeudamiento tienen mayor propensión a manipular el resultado neto para evitar pequeñas pérdidas que las empresas con menor endeudamiento. Por lo tanto, la distribución del resultado neto para las empresas con mayor endeudamiento presentará una discontinuidad mayor en los intervalos próximos a cero*

#### CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

*beneficios que la distribución del resultado neto para las empresas con menor endeudamiento.*

Como hipótesis nula, asumimos que las diferentes distribuciones del resultado y de sus variaciones no tendrán discontinuidades significativas entre intervalos consecutivos en las distribuciones, y más concretamente en los intervalos próximos al valor cero.

A continuación, en el apartado seis, aplicamos la metodología utilizada por Burgstahler y Dichev (1997) y Degeorge, Patel y Zeckhauser (1999) para confirmar o rechazar cada una de las siete hipótesis formuladas. En el apartado siete se recogen los resultados empíricos obtenidos de los otros tres tipos de análisis realizados.

#### **IV.6. EVIDENCIA EMPÍRICA: DISTRIBUCIONES**

La representación gráfica de las distribuciones de frecuencias del resultado ordinario, del resultado neto, de las variaciones del resultado ordinario y de las variaciones del resultado neto permite comprobar, tal y como predicen nuestras hipótesis, si existen discontinuidades significativas próximas al valor cero o, por el contrario, si las discontinuidades en esos intervalos no son significativas, que es lo que recoge la hipótesis nula.

Estas discontinuidades surgen por dos vías. Por un lado, en los intervalos inmediatamente inferiores al valor de cero, el número de observaciones esperadas en ausencia de manipulación deber ser mayor al número de observaciones reales. Por otro lado, en los intervalos inmediatamente superiores a cero el número de observaciones esperadas en ausencia de manipulación debe ser inferior al número de observaciones reales.

#### *CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO*

En términos de la representación gráfica de las distribuciones, esta doble irregularidad se va a ver reflejada en forma de un significativo "salto" en la frecuencia de los intervalos superiores al valor cero. Por lo tanto, la confirmación de las hipótesis a través de los histogramas supone la existencia de un pronunciado salto en la longitud de los intervalos correspondientes a pequeños beneficios y pequeños aumentos del resultado.

No obstante, las discontinuidades en las distribuciones del resultado y de sus variaciones podrían estar provocadas por la presencia de discontinuidades en las distribuciones de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias. En este caso, y asumiendo que los flujos de tesorería no son objeto de manipulación, también habrá que rechazar las hipótesis formuladas.

Así pues, en este apartado presentamos la estadística descriptiva y los histogramas de las variables que predecimos son manipuladas. Para descartar la posibilidad de que las irregularidades en las distribuciones del resultado puedan ser atribuidas a irregularidades en la distribución de la tesorería, también presentamos la estadística descriptiva y los histogramas de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias y de su variación. En conexión con los objetivos y las hipótesis planteadas anteriormente, la evidencia obtenida a través de este análisis se ha estructurado en tres partes:

1. Evitar pérdidas: Hipótesis H1 y H2.
2. Evitar descensos del resultado: Hipótesis H3 y H4.
3. Cotización, tamaño y endeudamiento: Hipótesis H5, H6 y H7.

## *CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO*

### **IV.6.1. Evitar pérdidas**

Las Tablas 4.4 y 4.5 recogen, respectivamente, los estadísticos descriptivos del resultado ordinario y del resultado neto para cada uno de los años del período de estudio. Las variables se han normalizado por el activo del correspondiente ejercicio, de acuerdo con los criterios empleados en estudios anteriores. Los valores de la media y la mediana son positivos y crecientes en todos los años para ambas variables, siendo siempre mayores para el resultado ordinario.

Por su parte, la Tabla 4.6. contiene las medidas estadísticas de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias. También aquí la media y la mediana tienen un valor positivo que va aumentando en cada ejercicio.

Comparando los valores totales de los estadísticos recogidos en estas las tablas 4.4, 4.5 y 4.6, podemos comprobar que los flujos de tesorería tienen siempre unos valores superiores al resultado ordinario y al resultado neto.

Así, las medidas de la tendencia central de la distribución de los flujos de tesorería son de 0,093 en el caso de la media y de 0,094 para la mediana, mientras que estas medidas son, respectivamente, de 0,054 y 0,049 para el resultado ordinario y de 0,038 y 0,036 para el resultado neto. El valor del percentil 75 refleja que el 75% de las observaciones se encuentran por debajo del valor 0,162 para los flujos de tesorería, por debajo de 0,092 para la distribución del resultado ordinario y debajo de 0,067 para la distribución del resultado neto. La dispersión respecto a la media también es superior con los flujos de tesorería. Concretamente, la desviación típica tiene un valor de 0,125 para los flujos de tesorería, de 0,072 para el resultado ordinario y de 0,038 para el resultado neto. También la diferencia entre el valor

máximo y mínimo de cada variable es mayor para los flujos de tesorería que para el resultado ordinario y neto.

**TABLA 4.4.**  
**ESTADÍSTICA DESCRIPTIVA POR AÑOS**  
**DEL RESULTADO ORDINARIO**

Año	Núm. Obs.	Media	Desv. Típica	Valor Máximo	Valor Mínimo	Percen. 25	Mediana	Percen. 75
1994	167	0,036	0,071	0,304	-0,227	0,001	0,031	0,072
1995	411	0,043	0,075	0,277	-0,260	0,006	0,038	0,089
1996	489	0,046	0,069	0,277	-0,260	0,011	0,045	0,089
1997	542	0,057	0,071	0,326	-0,256	0,019	0,049	0,090
1998	570	0,066	0,071	0,317	-0,214	0,025	0,058	0,099
1999	421	0,065	0,073	0,311	-0,248	0,027	0,060	0,099
<b>Total</b>	<b>2.600</b>	<b>0,054</b>	<b>0,072</b>	<b>0,326</b>	<b>-0,260</b>	<b>0,017</b>	<b>0,049</b>	<b>0,092</b>

*Nota:* Se han eliminado de la muestra completa para el período 1994-1999 los valores extremos (el 0,5% superior e inferior de la distribución total). El resultado ordinario se ha normalizado por el activo del correspondiente ejercicio.

**TABLA 4.5.**  
**ESTADÍSTICA DESCRIPTIVA POR AÑOS**  
**DEL RESULTADO NETO**

Año	Núm. Obs.	Media	Desv. Típica	Valor Máximo	Valor Mínimo	Percen. 25	Mediana	Percen. 75
1994	168	0,022	0,061	0,215	-0,263	0,002	0,024	0,052
1995	411	0,026	0,069	0,267	-0,352	0,003	0,028	0,061
1996	489	0,034	0,058	0,275	-0,291	0,012	0,035	0,062
1997	542	0,040	0,057	0,251	-0,271	0,015	0,035	0,068
1998	568	0,045	0,057	0,267	-0,336	0,020	0,042	0,071
1999	422	0,049	0,057	0,272	-0,235	0,021	0,043	0,078
<b>Total</b>	<b>2.600</b>	<b>0,038</b>	<b>0,060</b>	<b>0,275</b>	<b>-0,352</b>	<b>0,013</b>	<b>0,036</b>	<b>0,067</b>

*Nota:* Se han eliminado de la muestra completa para el período 1994-1999 los valores extremos (el 0,5% superior e inferior de la distribución total). El resultado neto se ha normalizado por el activo del correspondiente ejercicio.

**TABLA 4.6.**  
**ESTADÍSTICA DESCRIPTIVA POR AÑOS DE LOS**  
**FLUJOS DE TESORERÍA DE LAS ACTIVIDADES ORDINARIAS**

Año	Núm. Obs.	Media	Desv. Típica	Valor Máximo	Valor Mínimo	Percen. 25	Mediana	Percen. 75
1994	169	0,072	0,135	0,471	-0,390	0,006	0,087	0,152
1995	415	0,081	0,122	0,571	-0,349	0,008	0,081	0,155
1996	489	0,102	0,130	0,588	-0,389	0,032	0,095	0,172
1997	542	0,101	0,118	0,473	-0,410	0,032	0,101	0,167
1998	565	0,092	0,124	0,517	-0,361	0,031	0,098	0,159
1999	420	0,095	0,126	0,554	-0,411	0,026	0,094	0,163
<b>Total</b>	<b>2.600</b>	<b>0,093</b>	<b>0,125</b>	<b>0,588</b>	<b>-0,411</b>	<b>0,025</b>	<b>0,094</b>	<b>0,162</b>

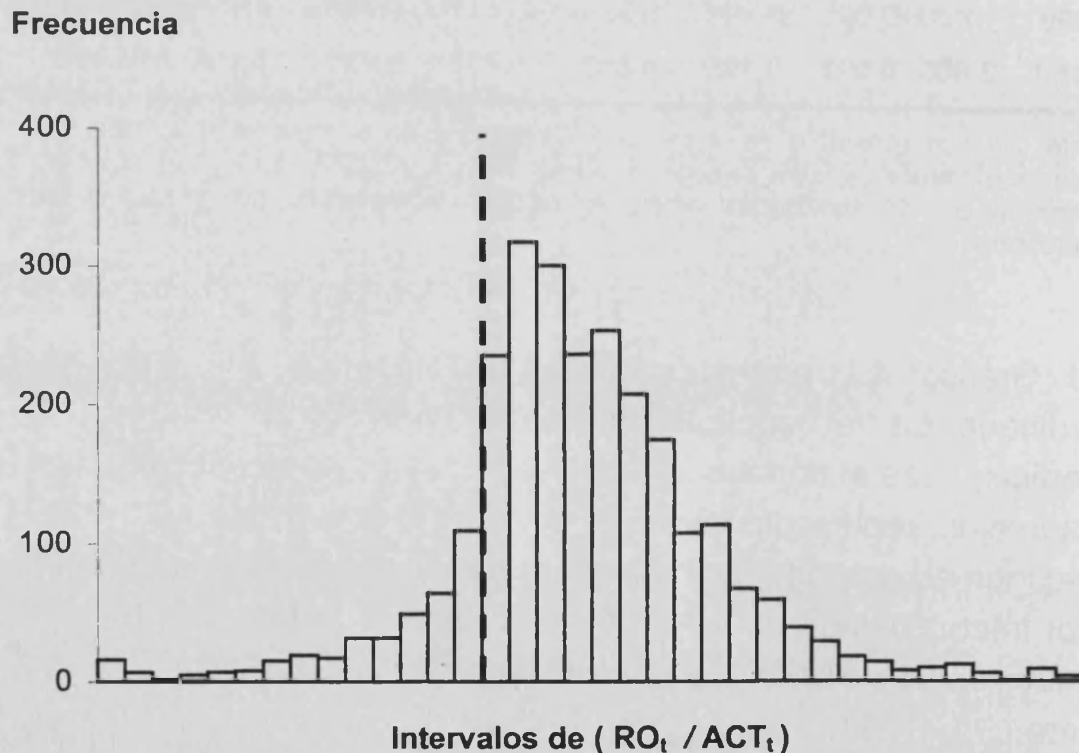
*Nota:* Se han eliminado de la muestra completa para el período 1994-1999 los valores extremos (el 0,5% superior e inferior de la distribución total). Los flujos de tesorería de las actividades ordinarias se han normalizado por el activo del correspondiente ejercicio.

El Gráfico 4.1 corresponde a la distribución del resultado ordinario. La frecuencia, representada en el eje de ordenadas o vertical, mide el número de observaciones en cada intervalo. Los intervalos, representados en el eje de abscisas o eje horizontal, recogen el resultado ordinario normalizado por el activo agrupado por intervalos con un valor de 0,015 para el rango comprendido entre -0,255 y +0,330. La línea vertical discontinua indica el valor cero.

El gráfico muestra que las observaciones se sitúan mayoritariamente en el área positiva de la distribución, lo que ya estaba reflejado en el análisis estadístico, dado que el valor del percentil 25 es positivo. Asimismo, revela un significativo aumento de la frecuencia justo en el intervalo inmediatamente superior al valor de cero.

En consecuencia, la distribución del resultado ordinario presenta una discontinuidad gráfica significativa en el intervalo a la derecha de cero beneficios ordinarios. Esta discontinuidad lleva a rechazar la hipótesis nula y confirma las predicciones recogidas en la primera hipótesis: el resultado ordinario es manipulado para evitar el reconocimiento de pequeñas pérdidas en las actividades ordinarias.

**GRÁFICO 4.1.**  
**DISTRIBUCIÓN DEL RESULTADO ORDINARIO**



*Nota:* La muestra consta de 2.600 observaciones para el periodo 1994-1999, una vez eliminados los valores extremos (el 0,5% superior e inferior de la distribución total). La distribución del resultado ordinario,  $RO_t$ , se ha normalizado por el activo del correspondiente ejercicio  $ACT_t$ . El histograma recoge el número de observaciones en dicha variable con intervalos de 0,015 para el rango -0,255 y +0,330. La línea vertical de trazo discontinuo marca la localización del valor cero, de forma que la primera barra situada a su derecha contiene las observaciones del intervalo [0,000-0,015], la segunda contiene las del intervalo [0,015-0,030] y así sucesivamente.

#### CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

El Gráfico 4.2 representa la distribución del resultado neto. En este caso, los intervalos recogen el resultado neto, normalizado por el activo, agrupado por intervalos de 0,015 para el rango de valores comprendido entre 0,270 y +0,350.

La concentración de observaciones en el área positiva del histograma es aún mayor en el resultado neto que en el resultado ordinario<sup>58</sup>. Asimismo, la discontinuidad en la distribución del resultado neto en el intervalo inmediatamente superior a cero es mucho más pronunciada que en el caso del resultado ordinario (Gráfico 4.1). Esta evidencia confirma nuestra hipótesis segunda: el resultado neto es manipulado para evitar el reconocimiento de pequeñas pérdidas.

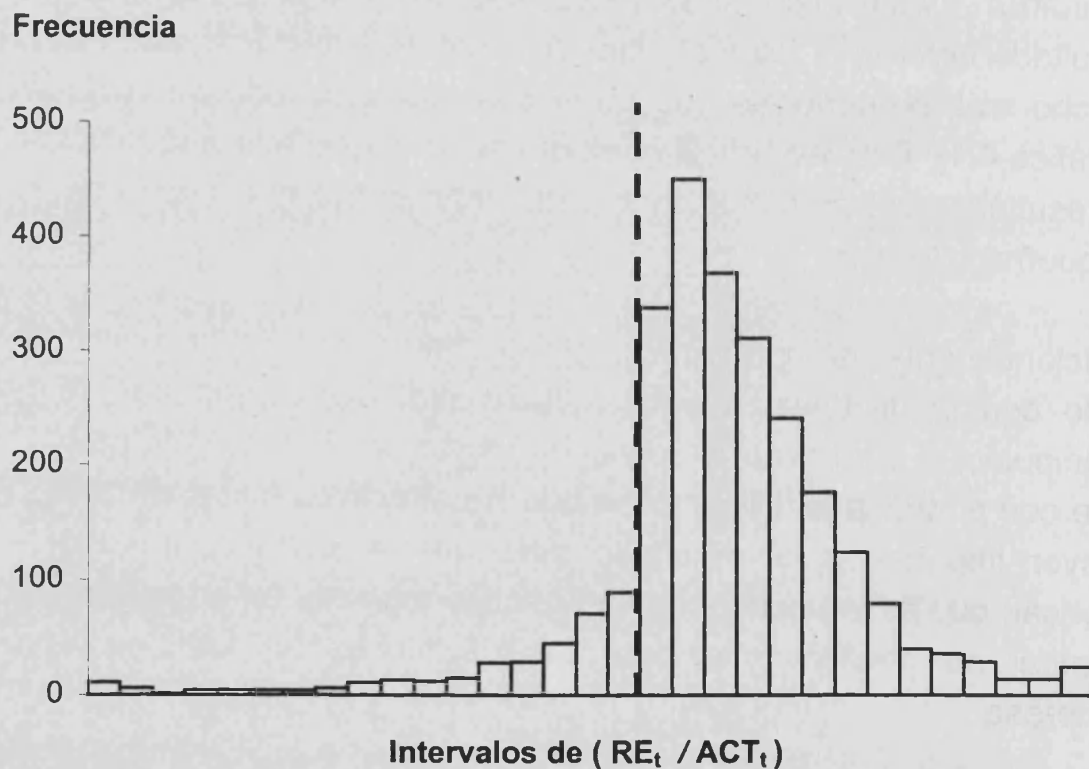
Adicionalmente, la comparación de la distribución del resultado neto con la distribución del resultado ordinario revela que la manipulación para evitar pérdidas es mayor con el resultado neto que con el ordinario. Ello implica que los directivos atribuyen una mayor importancia al resultado neto que al ordinario porque piensan que es la variable que utilizan los usuarios externos para evaluar su gestión y adoptar sus decisiones en torno a la empresa.

---

<sup>58</sup> El 15% de las observaciones tienen valores negativos para el resultado ordinario normalizado por el activo, mientras que sólo un 10% de las observaciones tienen un valor negativo para el resultado neto normalizado por el activo.



**GRÁFICO 4.2.**  
**DISTRIBUCIÓN DEL RESULTADO NETO**



*Nota:* La muestra consta de 2.600 observaciones para el período 1994-1999, una vez eliminados los valores extremos (el 0,5% superior e inferior de la distribución total). La distribución del resultado neto,  $RE_t$ , se ha normalizado por el activo del correspondiente ejercicio,  $ACT_t$ . El histograma recoge el número de observaciones en dicha variable con intervalos de 0,015 para el rango -0,270 y +0,350. La línea vertical de trazo discontinuo marca la localización del valor cero, de forma que la primera barra situada a su derecha contiene las observaciones del intervalo [0,000-0,015], la segunda contiene las del intervalo [0,015-0,030] y así sucesivamente.

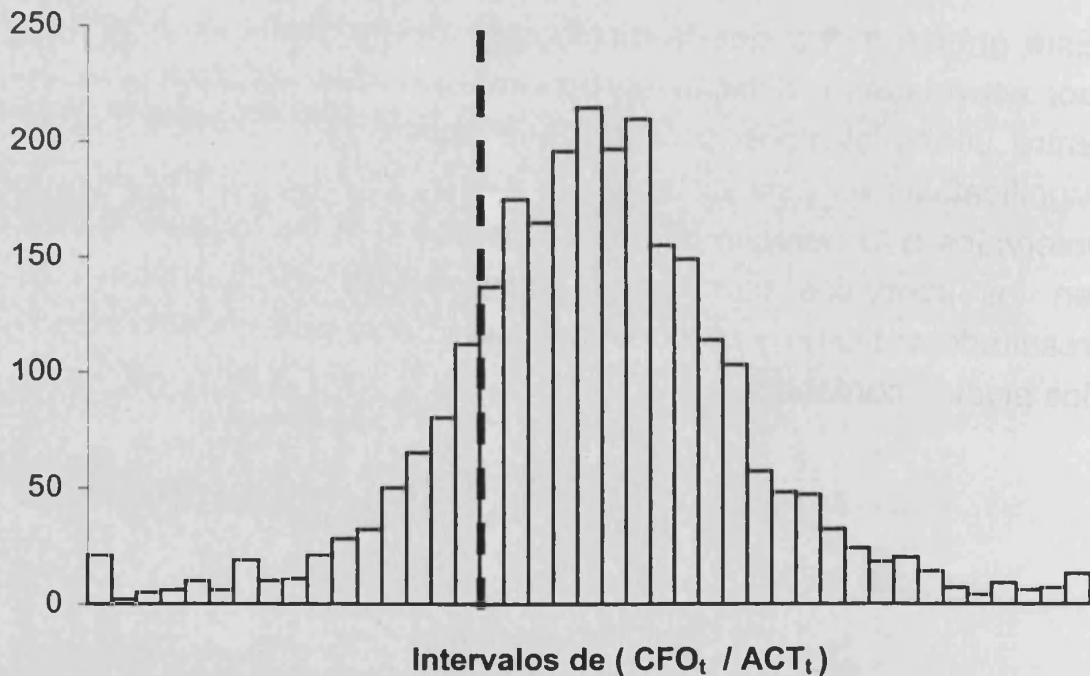
#### *CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO*

El Gráfico 4.3 presenta la distribución de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias. Este histograma se ha elaborado con el propósito de verificar si las irregularidades detectadas en las distribuciones del resultado ordinario (Gráfico 4.1) y del resultado neto (Gráfico 4.2) pueden atribuirse a los flujos de tesorería. Los valores de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias, normalizados por el activo, se han agrupado en intervalos de 0,020 para el rango comprendido entre -0,400 y 0,580.

Este gráfico indica que la distribución de los flujos de tesorería por actividades ordinarias no presenta grandes discontinuidades entre intervalos consecutivos. La ausencia de discontinuidades significativas en esta distribución, y más específicamente en los intervalos a la derecha de cero, confirma que las irregularidades en los intervalos contiguos a cero de las distribuciones del resultado ordinario y neto sólo pueden atribuirse a los ajustes contables.

**GRÁFICO 4.3.**  
**DISTRIBUCIÓN DE LOS**  
**FLUJOS DE TESORERÍA**  
**DE LAS ACTIVIDADES ORDINARIAS**

Frecuencia



*Nota:* La muestra consta de 2.600 observaciones para el período 1994-1999, una vez eliminados los valores extremos (el 0,5% superior e inferior de la distribución total). La distribución de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias,  $CFO_t$ , se ha normalizado por el activo del correspondiente ejercicio,  $ACT_t$ . El histograma recoge el número de observaciones en dicha variable con intervalos de 0,020 para el rango -0,400 y +0,580. La línea vertical de trazo discontinuo marca la localización del valor cero, de forma que la primera barra situada a su derecha contiene las observaciones del intervalo [0,000-0,020], la segunda contiene las del intervalo [0,020-0,040] y así sucesivamente.

## *CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO*

### **IV.6.2. Evitar descensos del resultado**

Las Tablas 4.7 y 4.8 contienen, respectivamente, la estadística descriptiva de las variaciones del resultado ordinario y de las variaciones del resultado neto, normalizadas por el importe del activo del primer ejercicio utilizado como referencia para calcular la variación (ejercicio t-1). La estadística se ha realizado para cada uno de los años del período 1994-1999.

Los valores de la media y la mediana son positivos en todos los años tanto para la variación del resultado ordinario, como para la variación del resultado neto, si bien el valor del percentil 25 siempre es negativo (lo que significa que el 25% de las observaciones presentan reducciones en el resultado). La media, la mediana y el percentil 75 son superiores para la variación del resultado ordinario que para la variación del resultado neto, que es lo sucede con los estadísticos del resultado ordinario y del resultado neto anteriormente explicados (Tablas 4.4 y 4.5). Es probable que ello sea atribuible al efecto del impuesto sobre sociedades. Sin embargo, la desviación típica de la variación del resultado ordinario es ligeramente menor que la desviación típica de la variación del resultado neto y el valor del percentil 25 es similar en ambas variables.

En general, las medidas estadísticas de las variaciones del resultado han reducido su valor a lo largo del período, al contrario de lo que sucede con el resultado. Por lo tanto, aunque la magnitud del resultado ordinario y del resultado neto aumenta en todos los ejercicios, y los valores en media y mediana de las variaciones del resultado ordinario y del neto son positivos, las variaciones del resultado van reduciéndose a lo largo de los ejercicios estudiados.

**TABLA 4.7.**  
**ESTADÍSTICA DESCRIPTIVA POR AÑOS**  
**DE LA VARIACIÓN DEL RESULTADO ORDINARIO**

Año	Núm. Obs.	Media	Desv. Típica	Valor Máximo	Valor Mínimo	Percen. 25	Mediana	Percen. 75
1994	167	0,039	0,059	0,226	-0,114	-0,001	0,026	0,065
1995	412	0,017	0,059	0,302	-0,189	-0,009	0,011	0,041
1996	487	0,011	0,054	0,307	-0,189	-0,014	0,009	0,035
1997	545	0,019	0,051	0,260	-0,193	-0,003	0,013	0,037
1998	571	0,017	0,049	0,302	-0,194	-0,004	0,014	0,037
1999	418	0,014	0,049	0,200	-0,167	-0,008	0,010	0,034
<b>Total</b>	<b>2.600</b>	<b>0,017</b>	<b>0,053</b>	<b>0,307</b>	<b>-0,194</b>	<b>-0,006</b>	<b>0,012</b>	<b>0,038</b>

*Nota:* Se han eliminado de la muestra completa para el período 1994-1999 los valores extremos (el 0,5% superior e inferior de la distribución total). La variación del resultado ordinario,  $RO_t - RO_{t-1}$  se ha normalizado por el activo del ejercicio t-1,  $ACT_{t-1}$ .

**TABLA 4.8.**  
**ESTADÍSTICA DESCRIPTIVA POR AÑOS**  
**DE LA VARIACIÓN DEL RESULTADO NETO**

Año	Núm. Obs.	Media	Desv. Típica	Valor Máximo	Valor Mínimo	Percen. 25	Mediana	Percen. 75
1994	167	0,037	0,065	0,300	-0,095	-0,002	0,016	0,060
1995	414	0,008	0,066	0,331	-0,315	-0,010	0,006	0,030
1996	488	0,008	0,055	0,315	-0,312	-0,012	0,004	0,025
1997	542	0,013	0,054	0,354	-0,302	-0,004	0,008	0,028
1998	569	0,015	0,049	0,323	-0,296	-0,003	0,009	0,029
1999	420	0,014	0,054	0,347	-0,209	-0,007	0,008	0,026
<b>Total</b>	<b>2.600</b>	<b>0,013</b>	<b>0,056</b>	<b>0,354</b>	<b>-0,315</b>	<b>-0,006</b>	<b>0,008</b>	<b>0,029</b>

*Nota:* Se han eliminado de la muestra completa para el período 1994-1999 los valores extremos (el 0,5% superior e inferior de la distribución total). La variación del resultado neto,  $RE_t - RE_{t-1}$  se ha normalizado por el activo del ejercicio t-1,  $ACT_{t-1}$ .

La Tabla 4.9 presenta las medidas estadísticas por años de la variación de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias, normalizada por el activo en t-1. En este caso, la muestra sólo incluye 1.773 observaciones, que es el número de observaciones con información para tres ejercicios consecutivos después de eliminar los valores extremos. La media y la mediana tienen un valor positivo que aumenta a lo largo del período, aunque no de forma continua. El valor del percentil 25, al igual que sucede con las variaciones del resultado ordinario y neto, es negativo en todos los años. En general, los estadísticos correspondientes a la variación de los flujos de tesorería tienen un valor superior a los estadísticos de las distribuciones de la variación del resultado ordinario y neto.

**TABLA 4.9.**

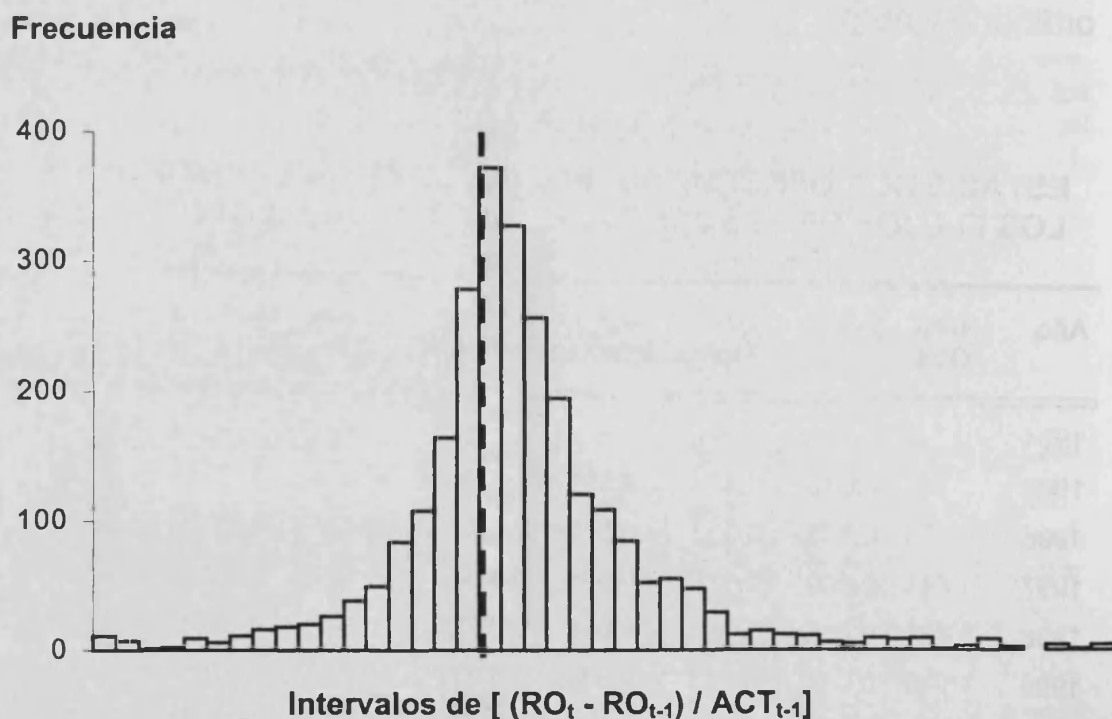
**ESTADÍSTICA DESCRIPTIVA POR AÑOS DE LA VARIACIÓN DE LOS FLUJOS DE TESORERÍA POR ACTIVIDADES ORDINARIAS**

Año	Núm. Obs.	Media	Desv. Típica	Valor Máximo	Valor Mínimo	Percen. 25	Mediana	Percen. 75
1994	0	-	-	-	-	-	-	-
1995	147	0,016	0,172	0,691	-0,796	-0,057	0,011	0,083
1996	370	0,035	0,161	0,587	-0,611	-0,046	0,018	0,117
1997	441	0,009	0,159	0,585	-0,640	-0,063	0,011	0,083
1998	471	0,006	0,186	0,682	-0,717	-0,059	0,013	0,073
1999	344	0,031	0,162	0,679	-0,678	-0,040	0,024	0,084
<b>Total</b>	<b>1.773</b>	<b>0,019</b>	<b>0,169</b>	<b>0,691</b>	<b>-0,796</b>	<b>-0,053</b>	<b>0,016</b>	<b>0,087</b>

*Nota:* Se han eliminado de la muestra completa para el período 1994-1999 los valores extremos (el 0,5% superior e inferior de la distribución total). La variación de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias,  $CFO_t - CFO_{t-1}$  se ha normalizado por el activo del ejercicio t-1,  $ACT_{t-1}$ .

El Gráfico 4.4 recoge la distribución de la variación del resultado ordinario. Cada intervalo tiene un valor de 0,010 para el rango comprendido entre los valores -0,190 y +0,330. El gráfico no refleja la presencia de discontinuidades significativas entre los intervalos de la distribución. Por consiguiente, la evidencia gráfica presentada no permite confirmar la hipótesis tercera relativa a que las empresas manipulan el resultado ordinario para evitar reconocer que ha descendido en comparación con el resultado ordinario del ejercicio anterior.

**GRÁFICO 4.4.**  
**DISTRIBUCIÓN DE LA VARIACIÓN DEL RESULTADO ORDINARIO**

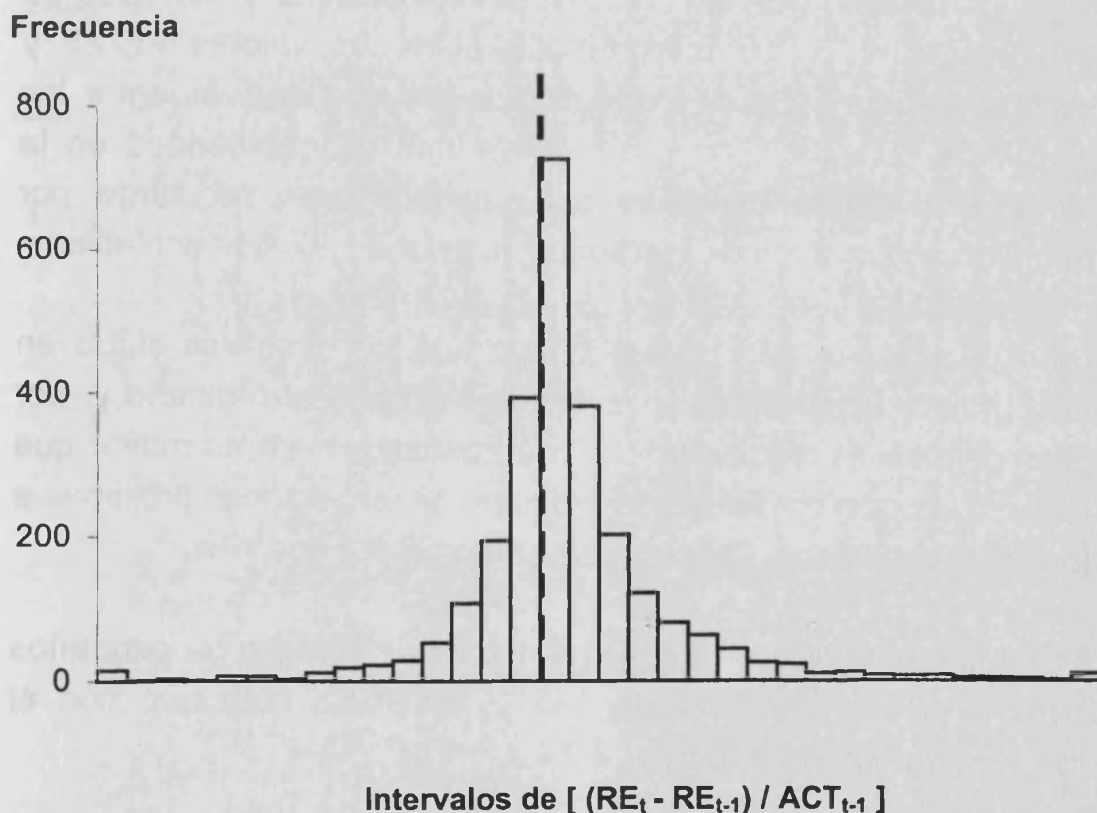


*Nota:* La muestra consta de 2.600 observaciones para el período 1994-1999, una vez eliminados los valores extremos (el 0,5% superior e inferior de la distribución total). La distribución de la variación del resultado ordinario,  $RO_t - RO_{t-1}$ , se ha normalizado por el activo del ejercicio t-1,  $ACT_{t-1}$ . El histograma recoge el número de observaciones en dicha variable con intervalos de 0,010 para el rango -0,190 y +0,300. La línea vertical de trazo discontinuo marca la localización del valor cero, de forma que la primera barra situada a su derecha contiene las observaciones del intervalo  $[0,000-0,010]$ , la segunda contiene las del intervalo  $[0,010-0,020]$  y así sucesivamente.



El Gráfico 4.5 corresponde a la distribución de la variación del resultado neto. En este caso, a diferencia de lo que sucede con la distribución de la variación del resultado ordinario (Gráfico 4.4), el primer intervalo a la derecha del valor cero, correspondiente a pequeños incrementos del resultado neto, refleja la pronunciada discontinuidad que se produce en la distribución al pasar de variaciones negativas a positivas.

**GRÁFICO 4.5.**  
**DISTRIBUCIÓN DE LA VARIACIÓN DEL RESULTADO NETO**



*Nota:* La muestra completa elegida consta de 2.600 observaciones para el período 1994-1999 una vez eliminados los valores extremos (el 0,5% superior e inferior de la distribución total). La variación del resultado neto,  $RE_t - RE_{t-1}$ , se ha normalizado por el activo del ejercicio t-1,  $ACT_{t-1}$ . El histograma recoge el número de observaciones en dicha variable con intervalos de 0,015 para el rango -0,310 y +0,350. La línea vertical de trazo discontinuo marca la localización del valor cero, de forma que la primera barra situada a su derecha contiene las observaciones del intervalo  $[0,000-0,015]$ , la segunda contiene las del intervalo  $[0,015-0,030]$  y así sucesivamente.



#### CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

En consecuencia, la distribución de la variación del resultado neto presenta una discontinuidad gráfica significativa en el intervalo a la derecha de cero variaciones. La presencia de esta discontinuidad nos lleva a rechazar la hipótesis nula, que predice la ausencia de discontinuidades significativas entre intervalos consecutivos de la distribución, y confirma nuestra hipótesis cuarta: el resultado neto es manipulado para evitar reconocer que ha descendido en comparación con el del ejercicio anterior.

Como evidencia complementaria de la validez de esta conclusión, el Gráfico 4.6 representa la distribución de la variación de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias con intervalos de 0,025 para el rango comprendido entre los valores -0,725 y +0,650. La ausencia de discontinuidades significativas entre los intervalos de este histograma refleja que la irregularidad en la distribución de la variación del resultado neto no surge por cambios en los flujos de tesorería, sino por los ajustes contables.

La evidencia también parece indicar que los directivos atribuyen una mayor importancia al resultado neto que al ordinario y, por consiguiente, la manipulación en el resultado neto es mayor que la manipulación del resultado ordinario en las regiones próximas a los valores de cero. Esta conclusión surge por dos vías:

Por un lado, la discontinuidad gráfica en el intervalo de pequeños beneficios es más acusada con el resultado neto que con el resultado ordinario (Gráficos 4.2 y 4.1).

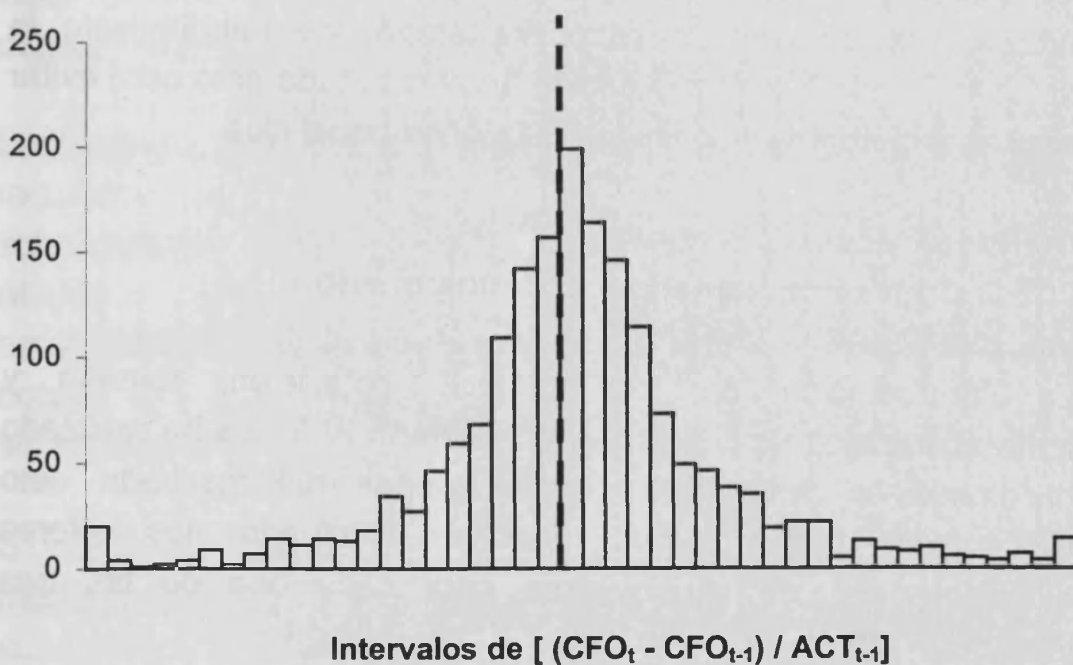
Por otro lado, como acabamos de señalar, la evidencia obtenida no ha confirmado que existan discontinuidades significativas entre los intervalos de la distribución de la variación del resultado ordinario (Gráfico 4.4), lo que indica que los directivos no parece que tengan como objetivo conseguir incrementos del resultado ordinario. Pero la evidencia sí ha confirmado la presencia de un

pronunciado aumento de la frecuencia de observaciones en el intervalo relativo a pequeños incrementos en el resultado neto (Gráfico 4.5).

GRÁFICO 4.6.

DISTRIBUCIÓN DE LA VARIACIÓN DE LOS  
FLUJOS DE TESORERÍA DE LAS ACTIVIDADES ORDINARIAS

Frecuencia



*Nota:* La muestra completa elegida consta de 1.773 observaciones para el período 1995-1999, una vez eliminados los valores extremos (el 0,5% superior e inferior de la distribución total). La distribución de la variación de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias,  $CFO_t - CFO_{t-1}$ , se ha normalizado por el activo del ejercicio  $t-1$ ,  $ACT_{t-1}$ . El histograma recoge el número de observaciones en dicha variable con intervalos de 0,025 para el rango  $-0,725$  y  $+0,650$ . La línea vertical de trazo discontinuo marca aproximadamente la localización del valor cero, de forma que la primera barra situada a su derecha contiene las observaciones del intervalo  $[0,000-0,025]$ , la segunda contiene las del intervalo  $[0,025-0,050]$  y así sucesivamente.

#### *CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO*

En definitiva, la evidencia obtenida refleja que los directivos manipulan el resultado neto en mayor proporción que el resultado ordinario. Además, el objetivo de evitar pequeñas pérdidas parece prevalecer sobre el objetivo de evitar pequeños descensos del resultado porque en el caso de las pérdidas los dos niveles de resultado (ordinario y neto) presentan significativas discontinuidades, mientras que el análisis de las distribuciones de las variaciones del resultado sólo ha confirmado la discontinuidad en un nivel de resultado (resultado neto).

Así pues, el análisis que a continuación realizamos sobre la influencia de los factores cotización, tamaño y endeudamiento, lo circunscribimos a la manipulación en el resultado neto para evitar pequeñas pérdidas y conseguir pequeños beneficios.

##### **IV.6.3. Cotización, tamaño y endeudamiento**

La contrastación de las hipótesis cotización, tamaño y endeudamiento, expuestas en el apartado IV.5, se ha realizado dividiendo el conjunto de observaciones del resultado neto normalizado por el activo, una vez eliminados los valores extremos, en dos submuestras para cada una de las tres variables.

Así, en el caso de la variable cotización, el resultado neto se ha dividido en las siguientes dos submuestras: (1) resultado neto para las observaciones con cotización en bolsa y (2) resultado neto para las observaciones sin cotización en bolsa.

En el caso del tamaño y del endeudamiento, los subgrupos se han definido en función del valor de la mediana de estas dos variables, lo que implica disponer del mismo número de observaciones en cada subgrupo.

#### CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

Así, las dos submuestras del resultado neto consideradas para medir la incidencia del tamaño son: (1) resultado neto para las observaciones con un valor del activo superior a la mediana y (2) resultado neto para las observaciones con un valor del activo inferior a la mediana.

Por su parte, las submuestras del resultado neto utilizadas para contrastar la variable endeudamiento son: (1) resultado neto para las observaciones con un valor del endeudamiento superior al valor de su mediana y (2) resultado neto para las observaciones con un valor del endeudamiento inferior a su mediana.

La Tabla 4. 10 recoge las medidas estadísticas descriptivas del resultado neto normalizado por el activo para las seis submuestras. Después de eliminar los valores extremos del resultado neto, el número de observaciones con cotización asciende a 588, frente a las 2012 observaciones sin cotización en bolsa. El número de observaciones en las otras cuatro submuestras es de 1.300.

Siguiendo el contenido de esta tabla, la media, el percentil 25 y la mediana del resultado neto tienen un valor superior para la submuestra con cotización que para la submuestra que no cotiza en bolsa, lo que nos indica que el comportamiento de las empresas es en general mejor, aunque el percentil 75 de las que no cotizan tiene un valor superior. Lo mismo sucede con los estadísticos del resultado neto para la submuestra con mayor tamaño del activo en comparación con la submuestra de menor activo. No obstante, la media, la mediana y los percentiles del resultado neto son inferiores para las observaciones con mayor ratio de endeudamiento que para las de menor ratio de endeudamiento, lo que es comprensible si se piensa en que la

importancia de los gastos financieros será mayor, cuanto mayor sea el nivel de deudas.

**TABLA 4.10.**  
**ESTADÍSTICA DESCRIPTIVA DEL RESULTADO NETO**  
**PARA LAS SUBMUESTRAS**

Submuestra	Núm. Obs.	Media	Desv. Típica	Valor Máximo	Valor Mínimo	Perc. 25	Mediana	Perc. 75
Cotizan	588	0,044	0,045	0,213	-0,145	0,020	0,037	0,063
No cotizan	2.012	0,036	0,066	0,283	-0,457	0,012	0,036	0,069
ACT > Med.	1.300	0,039	0,055	0,272	-0,336	0,018	0,037	0,064
ACT < Med.	1.300	0,036	0,065	0,275	-0,352	0,010	0,035	0,071
EN > Med.	1.300	0,034	0,059	0,272	-0,352	0,013	0,033	0,060
EN < Med.	1.300	0,042	0,061	0,275	-0,265	0,013	0,040	0,076

Valor de la mediana para el activo (ACT) = 17.833,50 millones de pesetas

Valor de la mediana para el endeudamiento (EN) = 0,57

*Nota:* Se han eliminado de la muestra completa para el período 1994-1999 los valores extremos (el 0,5% superior e inferior de la distribución total). El resultado neto se ha normalizado por el activo del correspondiente ejercicio. Las dos primeras submuestras se establecen según las empresas coticen o no en bolsa. Las cuatro submuestras restantes, según los valores del activo y del endeudamiento sean superiores o inferiores al valor de su correspondiente mediana (Med.).

Los Gráficos 4. 7. y 4.8 recogen los histogramas del resultado neto, normalizado por el activo. para las observaciones que cotizan en bolsa y para las observaciones que no cotizan en bolsa. De la comparación de ambos gráficos se observan dos aspectos.

En primer lugar, ambas distribuciones presentan una discontinuidad significativa en los intervalos próximos a cero, pero en áreas distintas. Para las empresas que cotizan en bolsa, la

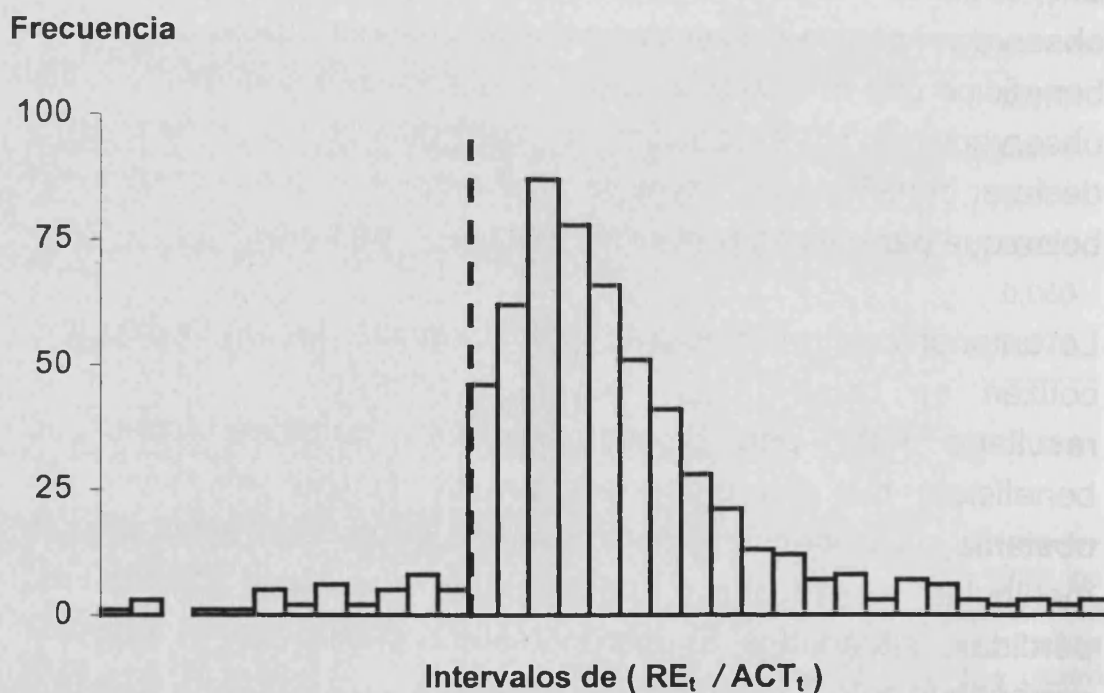
#### *CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO*

discontinuidad se produce en el intervalo inmediatamente superior a cero beneficios, lo que confirma la tendencia de estas empresas a evitar pequeñas pérdidas para conseguir pequeños beneficios. Sin embargo, en las empresas que no cotizan en bolsa, el "salto" en la frecuencia surge en el intervalo inmediatamente inferior a cero beneficios, lo que indica que no tienen como objetivo evitar las pérdidas.

En segundo lugar, la distribución del resultado de las observaciones con cotización está más concentrada en el área de beneficios que la distribución del resultado correspondiente a las observaciones sin cotización. Por consiguiente, la propensión a declarar beneficios es mayor para las empresas con cotización en bolsa que para las empresas sin cotización en bolsa.

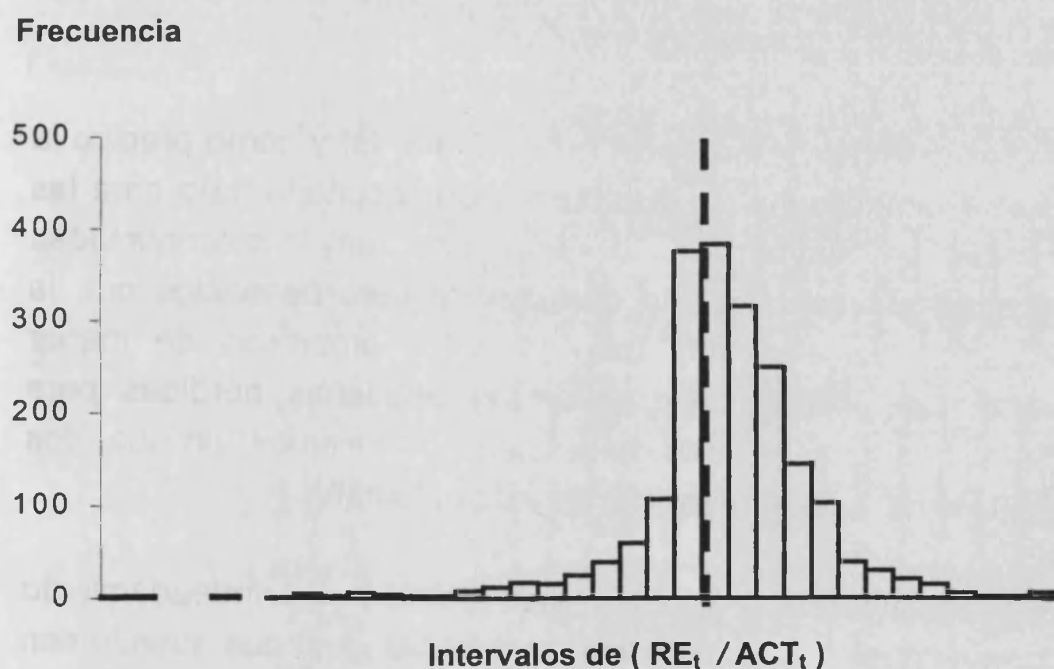
Lo anterior confirma nuestra hipótesis quinta: las empresas que cotizan en bolsa tienen mayor propensión a manipular el resultado neto para evitar pequeñas pérdidas (conseguir beneficios) que las empresas que no cotizan en bolsa. No obstante, la evidencia gráfica también indica que estas últimas manipulan el resultado para evitar reconocer "excesivas" pérdidas, situándose la discontinuidad gráfica en el intervalo correspondiente a las menores pérdidas.

**GRÁFICO 4.7.**  
**DISTRIBUCIÓN DEL RESULTADO NETO PARA LAS**  
**OBSERVACIONES QUE COTIZAN EN BOLSA**



*Nota:* La submuestra consta de 588 observaciones que han cotizado en bolsa para el período 1994-1999, una vez eliminados los valores extremos (el 0,5% superior e inferior de la distribución). La distribución del resultado neto,  $RE_t$ , se ha normalizado por el activo del correspondiente ejercicio,  $ACT_t$ . El histograma indica el número de observaciones en la variable con intervalos de 0,010 para el rango -0,110 y +0,200. La línea vertical de trazo discontinuo marca la localización del valor cero, de forma que la primera barra situada a su derecha contiene las observaciones del intervalo [0,000-0,010], la segunda contiene las del intervalo [0,010-0,020] y así sucesivamente.

**GRÁFICO 4.8.**  
**DISTRIBUCIÓN DEL RESULTADO NETO PARA LAS**  
**OBSERVACIONES QUE NO COTIZAN EN BOLSA**



*Nota:* La submuestra consta de 2.012 observaciones que no han cotizado en bolsa para el período 1994-1999, una vez eliminados los valores extremos (el 0,5% superior e inferior de la distribución). La distribución del resultado neto,  $RE_t$ , se ha normalizado por el activo del correspondiente ejercicio,  $ACT_t$ . El histograma recoge el número de observaciones en dicha variable con intervalos de 0,020 para el rango -0,400 y +0,260. La línea vertical de trazo discontinuo marca la localización del valor cero, de forma que la primera barra situada a su derecha contiene las observaciones del intervalo [0,000-0,020], la segunda contiene las del intervalo [0,020-0,040] y así sucesivamente.



#### CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

El análisis de la hipótesis tamaño se recoge en los Gráficos 4.9. y 4.10, que contienen las distribuciones del resultado neto correspondientes a las observaciones con activo superior a la mediana y a las observaciones con un activo inferior a la mediana. Los gráficos indican que las dos submuestras presentan una discontinuidad similar en el intervalo a la derecha de cero beneficios, si bien el número de observaciones en el área positiva de la distribución es ligeramente mayor para las empresas con activo superior a la mediana.

Por consiguiente, la evidencia no confirma, tal y como predice la hipótesis tamaño, que la distribución del resultado neto para las empresas de mayor tamaño tenga una mayor discontinuidad gráfica en el intervalo a la derecha de cero beneficios que la distribución del resultado neto para las empresas de menor tamaño. Los incentivos a evitar las pequeñas pérdidas para conseguir pequeños beneficios son los mismos en las dos submuestras consideradas para medir el tamaño.

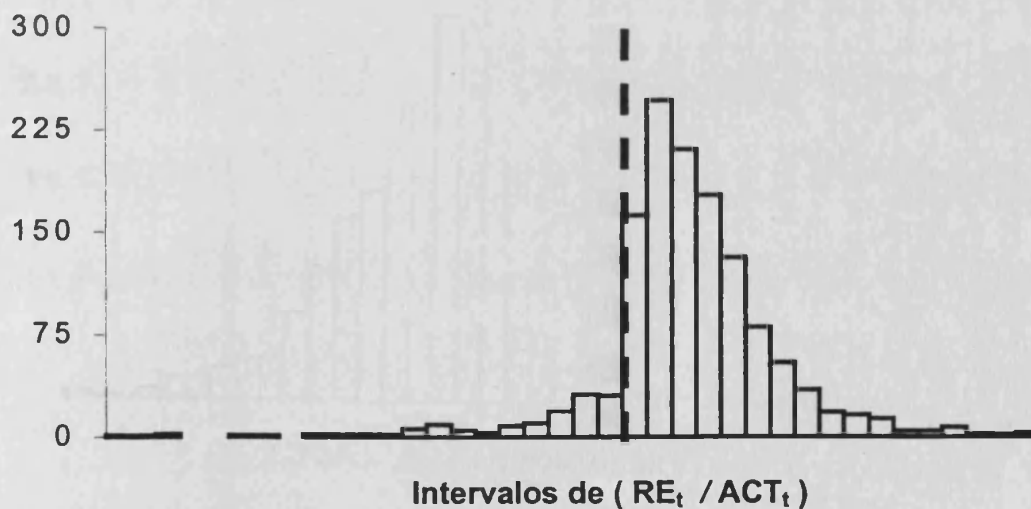
La evidencia obtenida para contrastar la hipótesis endeudamiento se presenta en los Gráficos 4.11 y 4.12. Al igual que sucede con la hipótesis tamaño, los dos gráficos revelan una pronunciada y similar discontinuidad en el primer intervalo a la derecha de cero beneficios que es inconsistente con nuestra hipótesis. En consecuencia, los histogramas no detectan que las empresas cuyo ratio de endeudamiento se sitúa por encima de la mediana tengan una mayor propensión mayor a manipular el resultado neto para evitar pequeñas pérdidas que las empresas con ratio de endeudamiento inferior al de la mediana<sup>59</sup>.

---

<sup>59</sup> Como análisis de sensibilidad, hemos repetido el análisis de las distribuciones de frecuencias del resultado neto tomando como variable de partición el endeudamiento a largo y a corto plazo. Ninguno de estos dos análisis refleja un comportamiento distinto al que se presenta en el trabajo.

**GRÁFICO 4.9.**  
**DISTRIBUCIÓN DEL RESULTADO NETO PARA LAS**  
**OBSERVACIONES CON UN ACTIVO SUPERIOR A LA MEDIANA**

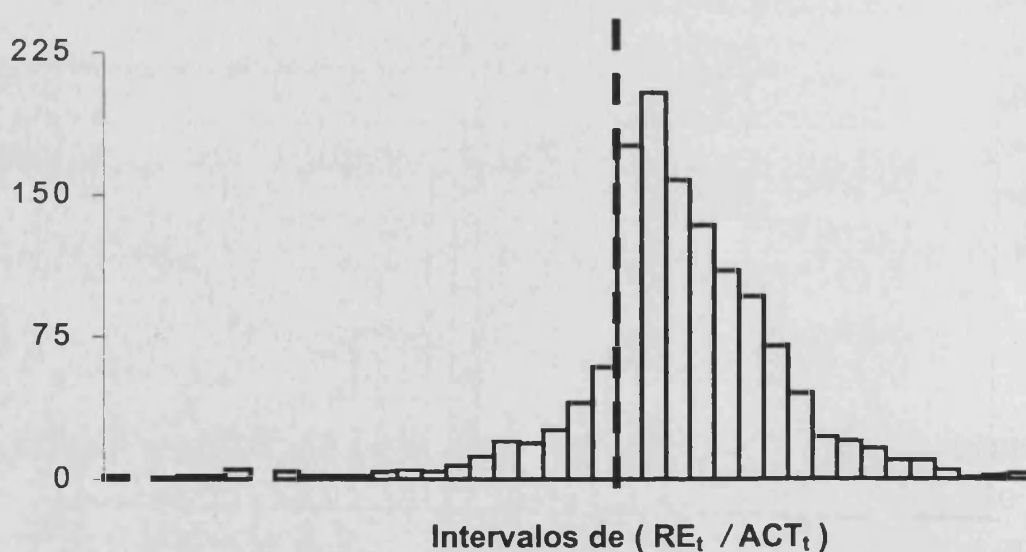
Frecuencia



*Nota:* La submuestra consta de 1.300 observaciones de empresas con un activo superior al valor de su mediana para el período 1994-1999, una vez eliminados los valores extremos (el 0,5% superior e inferior de la distribución). La distribución del resultado neto,  $RE_t$ , se ha normalizado por el activo del correspondiente ejercicio,  $ACT_t$ . El histograma recoge el número de observaciones en dicha variable con intervalos de 0,015 para el rango -0,300 y +0,240. La línea vertical de trazo discontinuo marca la localización del valor cero, de forma que la primera barra situada a su derecha contiene las observaciones del intervalo [0,000-0,015], la segunda contiene las del intervalo [0,015-0,030] y así sucesivamente.

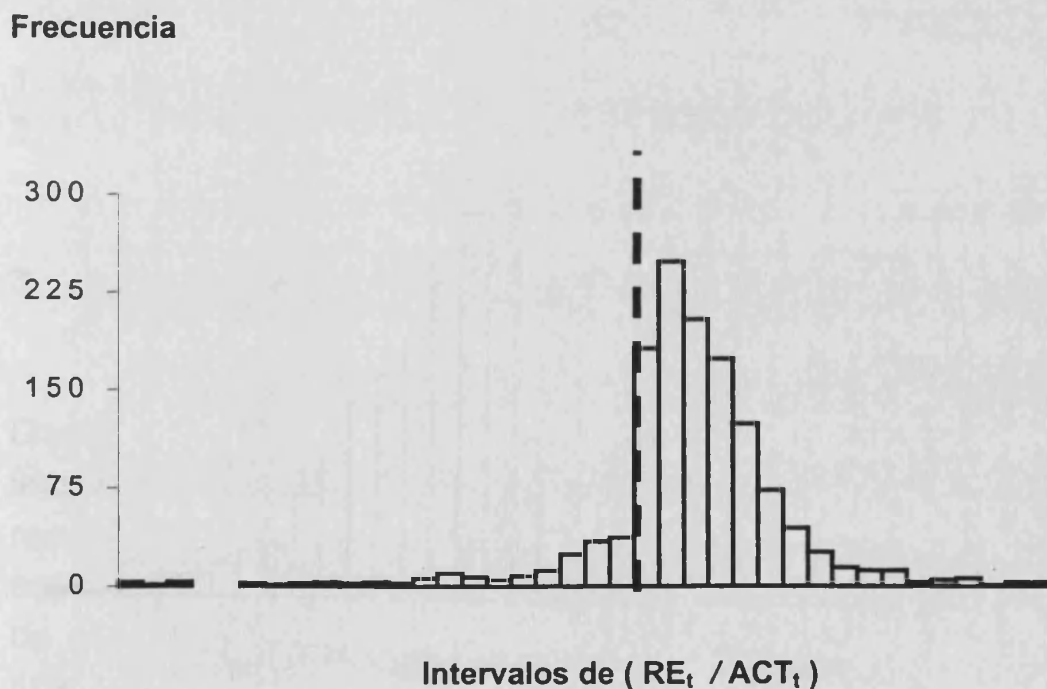
**GRÁFICO 4.10.**  
**DISTRIBUCIÓN DEL RESULTADO NETO PARA LAS**  
**OBSERVACIONES CON UN ACTIVO INFERIOR A LA MEDIANA**

Frecuencia



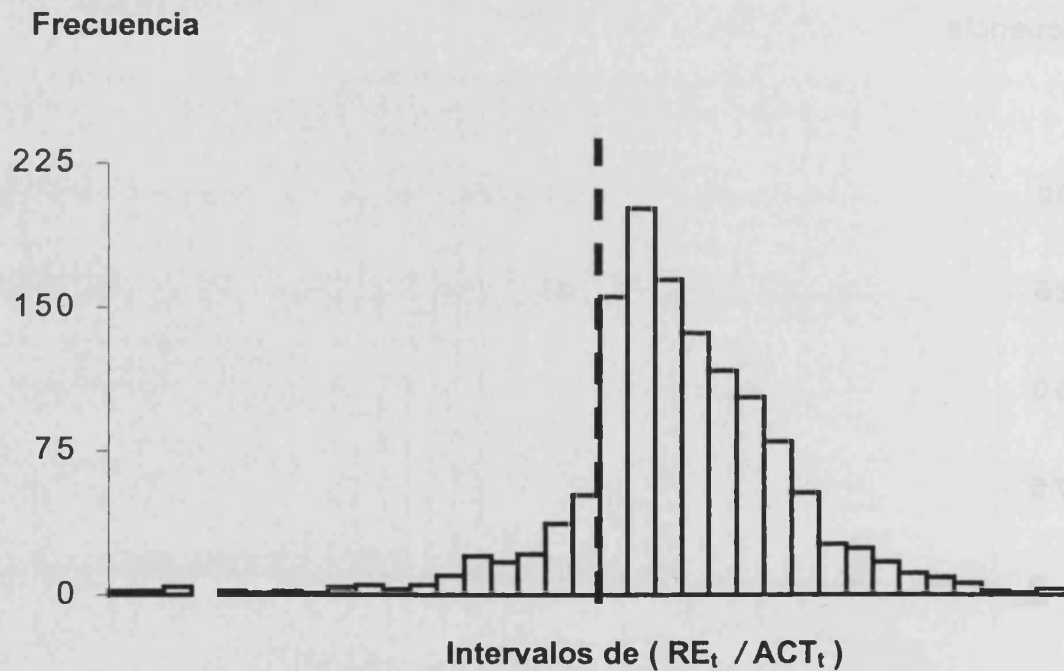
*Nota:* La submuestra consta de 1.300 observaciones de empresas con un activo inferior al valor de su mediana para el período 1994-1999, una vez eliminados los valores extremos (el 0,5% superior e inferior de la distribución). La distribución del resultado neto,  $RE_t$ , se ha normalizado por el activo del correspondiente ejercicio,  $ACT_t$ . El histograma recoge el número de observaciones en dicha variable con intervalos de 0,015 para el rango -0,300 y +0,240. La línea vertical de trazo discontinuo marca la localización del valor cero, de forma que la primera barra situada a su derecha contiene las observaciones del intervalo [0,000-0,015], la segunda contiene las del intervalo [0,015-0,030] y así sucesivamente.

**GRÁFICO 4.11.**  
**DISTRIBUCIÓN DEL RESULTADO NETO PARA LAS**  
**OBSERVACIONES CON ENDEUDAMIENTO**  
**SUPERIOR A LA MEDIANA**



*Nota:* La submuestra consta de 1.300 observaciones de empresas con un endeudamiento superior al valor de su mediana para el período 1994-1999, una vez eliminados los valores extremos (el 0,5% superior e inferior de la distribución). La distribución del resultado neto,  $RE_t$ , se ha normalizado por el activo del correspondiente ejercicio,  $ACT_t$ . El histograma recoge el número de observaciones en dicha variable con intervalos de 0,015 para el rango -0,300 y +0,240. La línea vertical de trazo discontinuo marca la localización del valor cero, de forma que la primera barra situada a su derecha contiene las observaciones del intervalo [0,000-0,015], la segunda contiene las del intervalo [0,015-0,030] y así sucesivamente.

**GRÁFICO 4.12.**  
**DISTRIBUCIÓN DEL RESULTADO NETO PARA LAS**  
**OBSERVACIONES CON ENDEUDAMIENTO**  
**INFERIOR A LA MEDIANA**



*Nota:* La submuestra consta de 1.300 observaciones de empresas con un endeudamiento inferior al valor de su mediana para el periodo 1994-1999, una vez eliminados los valores extremos (el 0,5% superior e inferior de la distribución). La distribución del resultado neto,  $RE_t$ , se ha normalizado por el activo del correspondiente ejercicio,  $ACT_t$ . El histograma recoge el número de observaciones en dicha variable con intervalos de 0,015 para el rango -0,255 y +0,240. La línea vertical de trazo discontinuo marca la localización del valor cero, de forma que la primera barra situada a su derecha contiene las observaciones del intervalo [0,000-0,015], la segunda contiene las del intervalo [0,015-0,030] y así sucesivamente.

#### IV.7. EVIDENCIA EMPÍRICA ADICIONAL

Tal y como explicamos al tratar las características de la metodología aplicada en este trabajo, con el propósito de demostrar que las discontinuidades gráficas observadas en los histogramas presentados anteriormente son un mecanismo válido para confirmar las hipótesis formuladas, se ha realizado los siguientes tres análisis:

1. El test estadístico aplicado por Burgstahler y Dichev (1997).
2. Las distribuciones simuladas del resultado correspondientes a una normal con media y desviación típica idénticas a las distribuciones reales.
3. Las distribuciones del resultado antes de ajustes discretos.

Dado su carácter de prueba adicional, estos análisis se han limitado a evaluar el comportamiento de la distribución del resultado ordinario y de la distribución del resultado neto. Su aplicación al resto de las distribuciones sobrepasa los objetivos de este trabajo puesto que, volvemos a insistir, nuestro propósito sólo es demostrar que las conclusiones obtenidas a través de la representación gráfica de las distribuciones se siguen manteniendo con otros análisis.

Así pues, a continuación explicamos las características de estos tres análisis y presentamos los resultados empíricos que corroboran adicionalmente la evidencia presentada en los Gráficos 4.1 y 4.2, esto es, que el resultado ordinario y el resultado neto se manipulan para evitar pequeñas pérdidas.

### **IV.7.1 Test estadístico**

Burgstahler y Dichev (1997) mencionan en su artículo que han aplicado un test estadístico para demostrar adicionalmente la significatividad de las irregularidades gráficas observadas en las distribuciones del resultado en los intervalos próximos a cero.

La aplicación de cualquier test estadístico implica definir los valores que habría que esperar bajo la hipótesis nula, para verificar posteriormente si existe una gran discrepancia entre los valores observados y los valores esperados.

Así, los autores asumen que, bajo la hipótesis nula, el número esperado de observaciones en cualquier intervalo de la distribución debería ser la media del número de observaciones en los dos intervalos inmediatamente adyacentes. Ello implica que la distribución del resultado debería estar relativamente alisada y, en consecuencia, no deberían existir grandes discontinuidades entre intervalos consecutivos en la distribución.

La prueba estadística consiste en comparar si, en los intervalos próximos al valor cero, la diferencia entre el número de observaciones real y el número de observaciones esperado de la distribución del resultado, teniendo en cuenta la desviación típica de los valores, es igual o distinta de cero.

Si la diferencia entre la frecuencia real y la esperada, normalizada por la desviación típica, es igual o aproximadamente cero, se rechaza la hipótesis de manipulación del resultado. Pero si el valor de la diferencia es negativo para los intervalos inmediatamente inferiores al valor de cero beneficios (intervalos de pequeñas pérdidas) y positivo para los intervalos inmediatamente posteriores al valor de cero beneficios (intervalos de pequeños beneficios), se rechaza la hipótesis nula y, en

#### CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

consecuencia, se acepta la hipótesis alternativa de manipulación del resultado para evitar pérdidas.

Es decir, si a las observaciones reales en un intervalo se le resta la media de las observaciones en los dos intervalos contiguos (observaciones esperadas) y se divide esa diferencia por su desviación típica, se obtiene una variable tipificada que se distribuye como una normal con media 0 y desviación típica 1. En la medida en que los valores de esta variable tipificada sean significativamente distintos de cero en los intervalos en los que se predice que van a existir discontinuidades (intervalos contiguos al valor cero del resultado ordinario y del resultado neto), la hipótesis nula de ausencia de discontinuidades se rechaza.

No obstante, la significatividad estadística de la hipótesis alternativa implica detectar los siguientes dos tipos de valores:

Por un lado, la diferencia entre la frecuencia real y la frecuencia esperada, dividida por la desviación típica de esa diferencia, debe tener un valor significativamente negativo (inferior a -2) en el intervalo o en los intervalos inmediatamente inferiores al valor cero del resultado. Este valor negativo indica que el número de observaciones que habría que esperar en ausencia de manipulación es superior al número de observaciones reales en los intervalos de pequeñas pérdidas.

Por otro lado, la diferencia entre la frecuencia real y la frecuencia esperada, divididas por la desviación típica, debe tener un valor positivo (superior a 2) en el intervalo o en los intervalos inmediatamente superiores al valor cero del resultado. La presencia de un valor positivo implica el número de observaciones que habría que esperar en ausencia de manipulación es inferior al número de observaciones reales en los intervalos de pequeños beneficios.



#### CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

Los resultados empíricos obtenidos con el test empleado por Burgstahler y Dichev (1997) en los intervalos próximos a cero se reflejan en la Tabla 4.11.

Esta tabla indica que las irregularidades que aparecen en los intervalos contiguos a cero son significativas tanto para el resultado ordinario como para el resultado neto, siendo mayores para el resultado neto. En el intervalo inmediatamente anterior a cero [-0,01 y 0,00], el valor del test es -2,19 para el resultado ordinario y de -3,77 para el resultado neto. En el intervalo inmediatamente posterior a cero [0,00 y 0,01], el valor del test para el resultado ordinario sólo es 0,5, pero sube hasta 2,05 en el intervalo [0,01 y 0,02] lo que se considera una diferencia significativa. En el caso del resultado neto, el test tiene un valor de 2,50 en el intervalo [0,00 y 0,01], siendo todavía mayor la diferencia en el intervalo [0,02 y 0,03].

**TABLA 4.11.**

**TEST ESTADÍSTICO DE LAS DIFERENCIAS NORMALIZADAS  
ENTRE LA FRECUENCIA REAL Y LA FRECUENCIA ESPERADA**

Intervalo	RO <sub>t</sub> / ACT <sub>t</sub>	RE <sub>t</sub> / ACT <sub>t</sub>
[-0,03 y -0,02]	-0,49	-0,09
[-0,02 y -0,01]	-0,09	-0,31
[-0,01 y 0,00]	-2,19	-3,77
[0,00 y 0,01]	0,50	2,50
[0,01 y 0,02]	2,05	0,93
[0,02 y 0,03]	0,96	2,75

#### *CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO*

Así pues, la diferencia entre la frecuencia real y la frecuencia esperada, normalizada por la desviación típica de las diferencias, es significativamente negativa en el intervalo de pequeñas pérdidas, siendo más negativa para el resultado neto que para el resultado ordinario. Por el contrario, la diferencia normalizada entre la frecuencia real y la frecuencia esperada es significativamente positiva en los intervalos de pequeños beneficios, siendo más positiva para el resultado neto que para el resultado ordinario.

En definitiva, el test verifica lo que habían puesto de manifiesto los histogramas: las empresas manipulan el resultado ordinario y el resultado neto con el objetivo de evitar el reconocimiento de pequeñas pérdidas para situar estos dos niveles de resultado en los intervalos de pequeños beneficios, siendo esta manipulación superior en el resultado neto que en el resultado ordinario

#### **IV.7.2. Distribuciones normales simuladas**

Una de las funciones que usualmente contienen los programas estadísticos es la generación, a partir de las variables aleatorias de referencia, de otras variables aleatorias continuas que se distribuyen como una normal para la media y la desviación típica especificadas. Utilizando esta función hemos creado la distribución normal simulada del resultado ordinario y la distribución normal simulada del resultado neto con unos valores en media y desviación típica idénticos a los de las distribuciones reales. Ello nos permite verificar si existen diferencias significativas entre las distribuciones reales y las distribuciones de simuladas.

Como indica la Tabla 4.12, las distribuciones normales simuladas tienen los mismos valores en media, desviación típica y varianza

**CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO**

que las distribuciones reales. No obstante, los valores de los coeficientes de curtosis y de asimetría de las distribuciones simuladas son prácticamente cero, que es el comportamiento que describe una función normal. Por el contrario, los coeficientes de curtosis de las distribuciones reales del resultado ordinario y del resultado neto son mayores que cero, lo que indica que estas distribuciones están más concentradas en torno a la media que las distribuciones normales. Los coeficientes de asimetría son negativos tanto para el resultado ordinario, como para el resultado neto, si bien su valor para el resultado ordinario está más próximo a cero. Estos valores negativos en los coeficientes de asimetría indican que las desviaciones a la media son mayores para los valores inferiores a la media que para los valores superiores a la media.

**TABLA 4.12.**  
**ESTADÍSTICA DESCRIPTIVA**  
**DEL RESULTADO REAL Y SIMULADO**

	<b>Resultado Ordinario: RO<sub>t</sub> / ACT<sub>t</sub></b>		<b>Resultado Neto: RE<sub>t</sub> / ACT<sub>t</sub></b>		
	<b>Real</b>	<b>Normal simulada</b>	<b>Real</b>	<b>Normal simulada</b>	
Media	0,054	0,054	Media	0,038	0,038
Mediana	0,049	0,053	Mediana	0,036	0,037
Desv. típica	0,072	0,072	Desv. típica	0,060	0,060
Varianza	0,005	0,005	Varianza	0,004	0,004
Curtosis	2,450	0,009	Curtosis	5,943	0,009
Coef. asimetría	-0,058	0,011	Coef. asimetría	-0,950	0,011

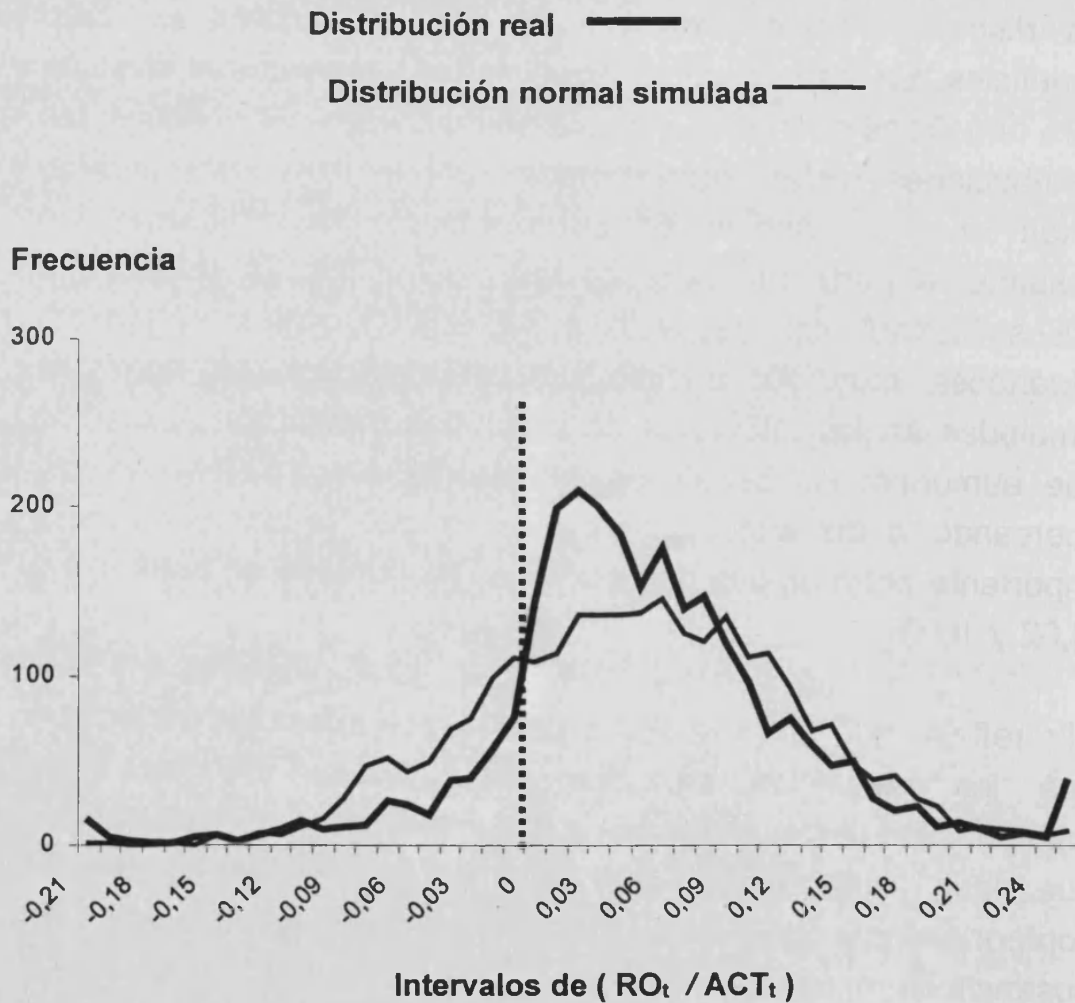
#### *CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO*

El Gráfico 4.13 recoge la distribución real y la distribución simulada del resultado ordinario. Por su parte, el Gráfico 4.14 corresponde a las distribuciones real y simulada del resultado neto.

Ambos gráficos muestran la diferencia en el comportamiento de las distribuciones a ambos lados de los valores de cero beneficios. En los intervalos negativos más próximos al valor de cero beneficios ordinarios y netos, normalizados por el activo, las distribuciones reales, representadas por la línea más gruesa, están muy por debajo de las distribuciones simuladas. No obstante, a partir del valor de cero beneficios, la distribución reales "saltan" con respecto a las distribuciones simuladas, situándose muy por encima de las distribuciones normales simuladas en los intervalos de pequeños beneficios. A medida que aumentan los beneficios, las distribuciones reales se van acercando a las simuladas, de modo que la diferencia más importante entre ambas distribuciones se produce en el intervalo [0,02 y 0,03].

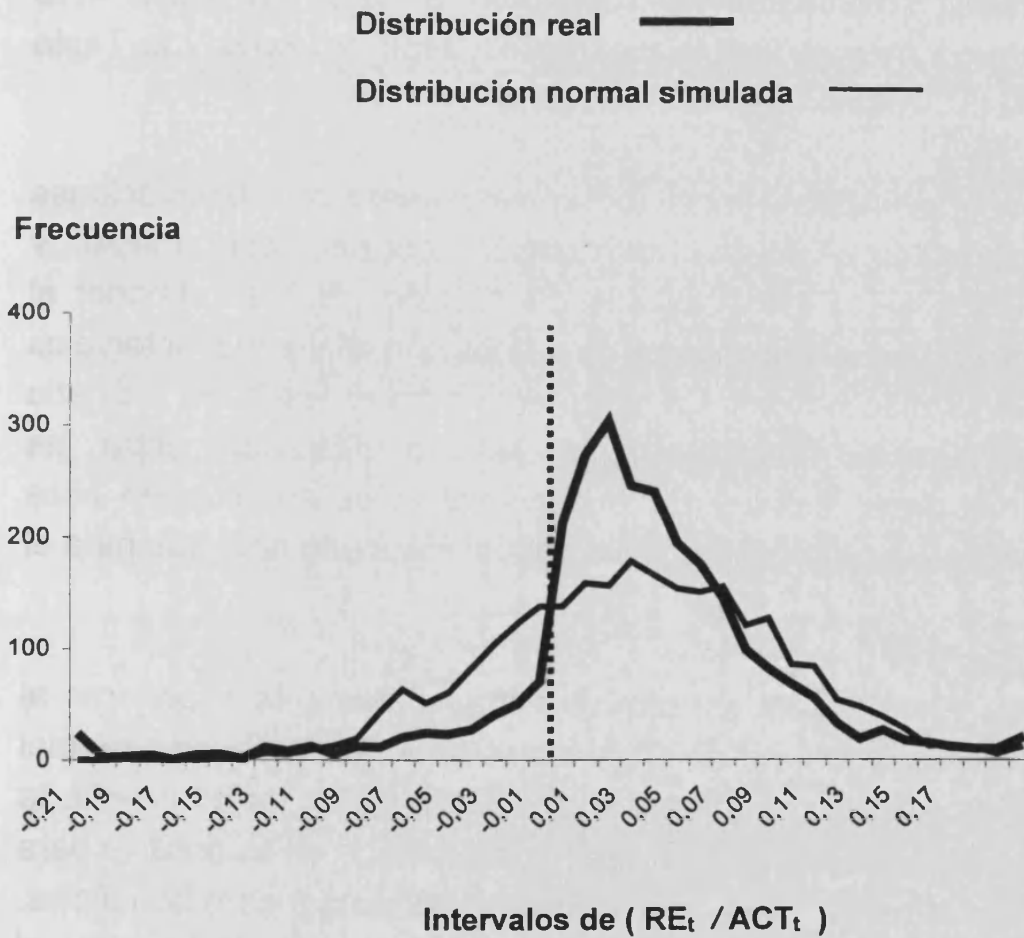
Ello refleja que una vez se ha conseguido evitar las pérdidas y que los beneficios alcancen unos niveles "mínimos", la manipulación del resultado es prácticamente nula en la medida en que las distribuciones normales simuladas representen el comportamiento que debería tener el resultado ordinario y neto en ausencia de manipulación.

**GRÁFICO 4.13**  
**DISTRIBUCIONES DEL**  
**RESULTADO ORDINARIO REAL Y SIMULADO**



*Nota:* Los intervalos son de 0,010. Las frecuencias simuladas de  $(RO_t / ACT_t)$  siguen una distribución normal con media y desviación típica idénticas a las de la distribución real. La línea vertical de trazo discontinuo marca la localización del valor cero.

**GRÁFICO 4.14.**  
**DISTRIBUCIONES DEL**  
**RESULTADO NETO REAL Y SIMULADO**



*Nota:* Los intervalos son de 0,010. Las frecuencias simuladas de  $(RE_t / ACT_t)$  siguen una distribución Normal con media y desviación típica idénticas a las de la distribución real. La línea vertical de trazo discontinuo marca la localización del valor cero.

#### *CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO*

Las Tablas 4.13 y 4.14 detallan la diferencia observada en los dos gráficos anteriores entre las distribuciones reales y simuladas en los intervalos más próximos a cero. Para ello, recogen la frecuencia de las distribuciones reales y de las distribuciones simuladas, y la diferencia entre ambas frecuencias, en los cuatro intervalos inmediatamente inferiores a cero y en los cuatro intervalos inmediatamente superiores a cero. La Tabla 4.13 muestra la información relativa al resultado ordinario y la Tabla 4.14 la información del resultado neto.

Tal y como indican estas tablas, el número de observaciones correspondiente a una distribución normal, con media y desviación típica idénticas a la distribución real, es superior al número de observaciones de la distribución real en los intervalos negativos más próximos a cero, tanto para el resultado ordinario como para el resultado neto. Así, la diferencia entre las observaciones reales y las observaciones es negativa en esos intervalos, siendo más negativa para el resultado neto que para el ordinario.

Por el contrario, en los intervalos inmediatamente superiores al valor cero, el número de observaciones de la distribución normal se sitúa por debajo del de la distribución real, de modo que la diferencia entre las frecuencias reales y normales es positiva para los intervalos que contienen valores superiores a cero beneficios. Esta diferencia positiva sigue siendo más acusada para el resultado neto que para el resultado ordinario y tiende a reducirse a partir del intervalo [0,02 y 0,03].

Nuevamente este test, cuya aplicación resulta una innovación de la presente tesis en el ámbito de la manipulación del resultado, revela la tendencia de las empresas a evitar pérdidas tanto en el resultado ordinario como el neto, y preferentemente en este último.

CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

**TABLA 4.13.**

**FRECUENCIA EN LOS INTERVALOS PRÓXIMOS A CERO  
DEL RESULTADO ORDINARIO REAL Y SIMULADO**

Intervalos	Distribución real	Distribución normal simulada	Diferencia
[-0,04 y -0,03 ]	39	74	-35
[-0,03 y -0,02 ]	40	98	-58
[-0,02 y -0,01 ]	57	111	-54
[-0,01 y 0,00 ]	76	108	-32
[ 0,00 y 0,01 ]	143	113	30
[ 0,01 y 0,02 ]	199	136	63
[ 0,02 y 0,03 ]	210	136	74
[ 0,03 y 0,04 ]	200	136	64

**TABLA 4.14.**

**FRECUENCIA EN LOS INTERVALOS PRÓXIMOS A CERO  
DEL RESULTADO NETO REAL Y SIMULADO**

Intervalos	Distribución real	Distribución normal simulada	Diferencia
[-0,04 y -0,03 ]	27	82	-55
[-0,03 y -0,02 ]	40	103	-63
[-0,02 y -0,01 ]	50	122	-72
[-0,01 y 0,00 ]	70	137	-67
[ 0,00 y 0,01 ]	212	137	75
[ 0,01 y 0,02 ]	273	158	115
[ 0,02 y 0,03 ]	304	156	148
[ 0,03 y 0,04 ]	246	178	68



### **IV.7.3. Distribuciones del resultado antes de ajustes discrecionales**

El tercer tipo de evidencia que presentamos para demostrar que el resultado es manipulado para evitar pérdidas sigue la metodología empleada en el trabajo de Leone y Van Horn (1999). Como ya se ha explicado, los autores representan el histograma correspondiente al resultado y el histograma perteneciente al resultado antes de ajustes contables discrecionales, o resultado no manipulado, con el propósito de mostrar que el primero presenta una pronunciada discontinuidad gráfica en los intervalos inmediatamente superiores a cero, mientras que el segundo no tiene discontinuidades gráficas significativas.

Puesto que la diferencia entre ambos tipos de resultado son los ajustes contables discrecionales, con ello se demuestra que las discontinuidades observadas en la distribución del resultado en los intervalos próximos a cero son intencionadas. Es decir, estas discontinuidades no surgen por los ajustes normales o ajustes no manipulados, sino por el componente discrecional de los ajustes a los flujos de tesorería de las actividades ordinarias.

Así pues, el objetivo de este tercer análisis es obtener las distribuciones del resultado ordinario antes de ajustes contables discrecionales, y del resultado neto antes de ajustes contables discrecionales, para verificar que no existen discontinuidades gráficas significativas en estas distribuciones. Para ello, seguidamente se explica cómo se han estimado los ajustes contables discrecionales. Posteriormente, se estudian las características de estas dos distribuciones.

### **IV.7.3.1. Estimación de los ajustes discrecionales**

Tal y como recoge el epígrafe II.4.2 del capítulo segundo de esta tesis, la investigación sobre manipulación del resultado ha desarrollado diversos modelos que expresan el comportamiento de los ajustes no discrecionales, obteniendo un subrogado del componente discrecional por diferencia entre los ajustes contables totales (o los ajustes contables de circulante) y los ajustes no discrecionales. Concretamente, la mayoría de los modelos obtienen los ajustes discrecionales a través de los residuos de una función de regresión que incluye como variable dependiente a los ajustes contables totales y como variables independientes a los factores que determinan los ajustes no discrecionales.

Entre los modelos existentes, Leone y Van Horn (1999) utilizan el modelo de Jones con la modificación introducida por Dechow, Sloan y Sweeny (1995), consistente en ajustar la variación en las ventas netas o más exactamente, en términos de nuestro PGC, la variación en el importe neto de la cifra de negocios por la variación de las cuentas a cobrar de clientes.

Teniendo en cuenta que los modelos predominantes en el área de la manipulación del resultado son el modelo original de Jones (1991) y el modelo de Jones modificado por Dechow, Sloan y Sweeny (1995), hemos optado por emplear también este último en nuestro trabajo.

Como ya explicamos, el modelo de Jones modificado por Dechow, Sloan y Sweeny (1995) considera que los ajustes contables no discrecionales vienen dados por dos componentes:

1. La variación de la cifra neta de negocios menos la variación en los derechos de cobro frente a clientes, que representa la

#### CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

variación en el importe neto de negocios que ha sido cobrada en el ejercicio.

#### 2. El inmovilizado material bruto.

Siguiendo este modelo, los ajustes contables discretionales han sido estimados a través de la siguiente función de regresión:

$$AT_{i,t}/ACT_{i,t} = \alpha 1/ACT_{i,t} + \beta_1 (\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t})/ACT_{i,t} + \beta_2 PPE_{i,t}/ACT_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Donde,

$AT_{i,t}$  = Los ajustes contables totales de la empresa  $i$  en el ejercicio  $t$ .

$\Delta REV_{i,t}$  = La variación en el importe neto de la cifra de negocios de la empresa  $i$  en el ejercicio  $t$ .

$\Delta AR_{i,t}$  = La variación de las cuentas a cobrar de clientes de la empresa  $i$  en el ejercicio  $t$ .

$PPE_{i,t}$  = El inmovilizado material bruto de la empresa  $i$  en el ejercicio  $t$ .

$ACT_{i,t}$  = El activo de la empresa  $i$  en el ejercicio  $t$ , que es la variable utilizada para controlar los problemas de heteroscedasticidad.

$\varepsilon_{i,t}$  = Los residuos de la regresión de la empresa  $i$  en el ejercicio  $t$ , que representan los ajustes contables discretionales.

La estimación se ha realizado utilizando mínimos cuadrados ordinarios con datos de corte transversal. Como ya indicamos, la estimación con datos temporales requiere un mínimo de diez observaciones en el tiempo para obtener los grados de libertad suficientes para realizar los análisis de significatividad. La estimación con datos transversales puede aplicarse en períodos

#### CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

temporales inferiores a diez años, que es nuestro caso, con mejores niveles de significatividad, lo que la ha convertido en la aproximación dominante en los últimos trabajos sobre manipulación del resultado.

Las Tablas 4.15 y 4.16 recogen, respectivamente, la estadística descriptiva de las variables y los resultados obtenidos de la regresión. La estimación de la ecuación de regresión sólo tiene como propósito obtener los residuos o ajustes discrecionales ( $\epsilon_{i,t}$ ), por lo que las medidas estadísticas que describen los residuos de la regresión se han incorporado en la Tabla 4.15.

Con un nivel de significatividad superior al 1%, la media de los ajustes discrecionales es positiva, mientras que el valor de la mediana es negativo y prácticamente cero. Los reducidos valores de la media y la mediana de los ajustes discrecionales están en la línea de los obtenidos en otros trabajos.

El bajo valor del  $R^2$  ajustado (0,031) parece indicar que las variables independientes tienen una baja capacidad para explicar los ajustes contables, lo que supone que los residuos de la regresión son prácticamente iguales a los ajustes contables totales. Pero como señala Kennedy (1998, p. 27): "un alto  $R^2$  no es necesario para obtener "buenos" estimadores; el  $R^2$  puede ser bajo por la alta varianza de los residuos". Tal vez por este motivo, gran parte de los trabajos sobre manipulación del resultado no ofrece información del coeficiente  $R^2$ ; de ahí que resulte difícil señalar cuál es su valor usual en este tipo de investigación.

Sin embargo, el estudio realizado en España por Azofra, Castrillo y Delgado (2000) suministra el valor del  $R^2$  ajustado obtenido para cada uno de los ejercicios de su muestra (1991-1998) en tres modelos: original de Jones (1991), versión de circulante de Jones y Peasnell, Pope y Young (1998). Para los dos modelos

CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

tipo Jones, el valor más alto que obtienen en el coeficiente  $R^2$  ajustado es de 0,49, pero este coeficiente tiene un valor de -0,03 en el ejercicio 1998 con la versión original de Jones y de -0,07, para ese mismo ejercicio, con la versión de circulante de Jones.

**TABLA 4.15.**  
**ESTADÍSTICA DESCRIPTIVA**  
**DE LAS VARIABLES DE LA REGRESIÓN**

Variables	Media	Desv. Típica	Mediana	Mínimo	Máximo
$AT_{i,t}/ACT_{i,t}$	0,039	0,106	0,039	-0,409	0,492
$(\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t})/ACT_{i,t}$	0,111	0,288	0,080	-4,520	1,971
$PPE_{i,t}/ACT_{i,t}$	0,446	0,317	0,389	-0,001	2,390
$\varepsilon_{i,t}$	0,005	0,104	-0,001	-0,418	0,490

*Nota:* La muestra consta de 2.600 observaciones para el período 1994-1999. AT son los ajustes contables totales.  $\Delta REV$  es la variación en el importe neto de negocios.  $\Delta AR$  es la variación de clientes. PPE es el inmovilizado material bruto. ACT es el activo.  $\varepsilon_{i,t}$  son los ajustes contables discrecionales.

**TABLA 4.16.**  
**RESULTADOS DE LA REGRESIÓN**

Parámetros	Coefficiente	Error estadístic	Estadístico t
$\alpha$	33,3602*	10,560	3,16
$\beta_1$	-0,0336*	0,007	-4,86
$\beta_2$	0,0777*	0,004	18,90
$R^2$ ajustado = 0,031			
F (2,2597) = 43,670			

*Nota:* La muestra consta de 2.600 observaciones para el período 1994-1999.

(\*) = Coeficiente de regresión significativo al 1%.

### IV.7.3.2. El resultado antes de ajustes discrecionales

Los residuos obtenidos en la regresión para cada una de las observaciones se han restado a los correspondientes valores normalizados del resultado para obtener, por tanto, una estimación del resultado antes de ajustes discrecionales.

Es decir, el resultado ordinario antes de ajustes discrecionales y el resultado neto antes de ajustes discrecionales, normalizados por el activo, vienen dados por las siguientes expresiones:

$$ROAD_{i,t} = [ (RO_{i,t} / ACT_{i,t}) - \varepsilon_{i,t} ]$$

$$READ_{i,t} = [ (RE_{i,t} / ACT_{i,t}) - \varepsilon_{i,t} ]$$

Donde,

$ROAD_{i,t}$  = El resultado ordinario antes de ajustes discrecionales o resultado ordinario no manipulado, normalizado por el activo, de la empresa  $i$  en el ejercicio  $t$ .

$RO_{i,t}$  = El resultado ordinario de la empresa  $i$  en el ejercicio  $t$ .

$ACT_{i,t}$  = El activo de la empresa  $i$  en el ejercicio  $t$ .

$READ_{i,t}$  = El resultado neto antes de ajustes discrecionales o resultado neto no manipulado, normalizado por el activo, de la empresa  $i$  en el ejercicio  $t$ .

$RE_{i,t}$  = El resultado neto de la empresa  $i$  en el ejercicio  $t$ .

$\varepsilon_{i,t}$  = Los ajustes contables discrecionales de la empresa  $i$  en el ejercicio  $t$ .

Creemos necesario señalar que los valores obtenidos con el resultado ordinario antes de ajustes discrecionales pueden ser un "buen" subrogado de los que sería el "verdadero" resultado ordinario no manipulado siempre y cuando el modelo de Dechow, Sloan y Sweeny (1995) sea capaz de separar correctamente el componente discrecional de los ajustes contables. Pero los

#### CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

valores del resultado neto antes de ajustes discrecionales difícilmente pueden considerarse un "buen" subrogado del "verdadero" resultado neto no manipulado, dado que incluyen los ajustes discrecionales originados por las actividades de inversión y financiación.

A pesar de esta limitación, y de las limitaciones que se originan por los posibles sesgos de todos los modelos para calcular correctamente los ajustes discrecionales, éste es el procedimiento habitualmente usado en la actualidad para obtener el resultado neto antes de ajustes discrecionales.

La Tabla 4.17 recoge la estadística descriptiva de las distribuciones del resultado ordinario y neto antes de ajustes discrecionales.

**TABLA 4.17.**  
**ESTADÍSTICA DESCRIPTIVA DEL**  
**RESULTADO ANTES DE AJUSTES DISCRECIONALES**

<b>Resultado Ordinario antes de Ajustes Discrecionales</b>		<b>Resultado Neto antes de Ajustes Discrecionales</b>	
Media	0,049	Media	0,032
Mediana	0,058	Mediana	0,043
Desv. típica	0,135	Desv. típica	0,139
Varianza	0,018	Varianza	0,019
Curtosis	3,701	Curtosis	16,673
Coef. asimetría	-0,483	Coef. asimetría	-0,933

Como indica la tabla 4.17, la media y la mediana tienen un valor superior para el resultado ordinario antes de ajustes discrecionales que para el resultado neto antes de ajustes

#### CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

discrecionales, que es lo que sucedía comparando los valores de esos estadísticos correspondientes al resultado ordinario y neto, reflejados en las Tablas 4.4 y 4.5 y en la Tabla 4.12.

No obstante, la desviación típica y la varianza son ahora ligeramente superiores para el resultado neto antes de ajustes discrecionales en comparación con el resultado ordinario antes de ajustes discrecionales. Además, los valores de ambas medidas de dispersión han aumentado considerablemente si se comparan con los valores de las distribuciones después de ajustes discrecionales.

Así, la desviación típica del resultado ordinario antes de ajustes discrecionales es de 0,135, mientras que la desviación típica del resultado ordinario es de 0,072 (Tablas 4.4 y 4.12). La desviación típica del resultado neto antes de ajustes discrecionales tiene un valor de 0,139, mientras que la desviación típica del resultado neto es de 0,060 (Tablas 4.5 y 4.12). Ello está indicando que los ajustes discrecionales reducen la variabilidad del resultado ordinario y del resultado neto, en mayor medida la del resultado neto. En consecuencia, los ajustes discrecionales parecen utilizarse para alisar ambos niveles del resultado.

Los coeficientes de curtosis también han aumentado en comparación con los valores correspondientes al resultado ordinario y neto, especialmente en el caso del resultado neto antes de ajustes discrecionales. Tal y como indica la Tabla 4.17, los coeficientes de curtosis tienen un valor de 3,701 para el resultado ordinario antes de ajustes discrecionales y un valor de 16,673 para el resultado neto antes de ajustes discrecionales, lo que indica que esta última distribución está mucho más concentrada en torno al valor de la media que la primera. En el caso de las distribuciones después de ajustes discrecionales, estos coeficientes son de 2,450 para el resultado ordinario (Tabla



#### *CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO*

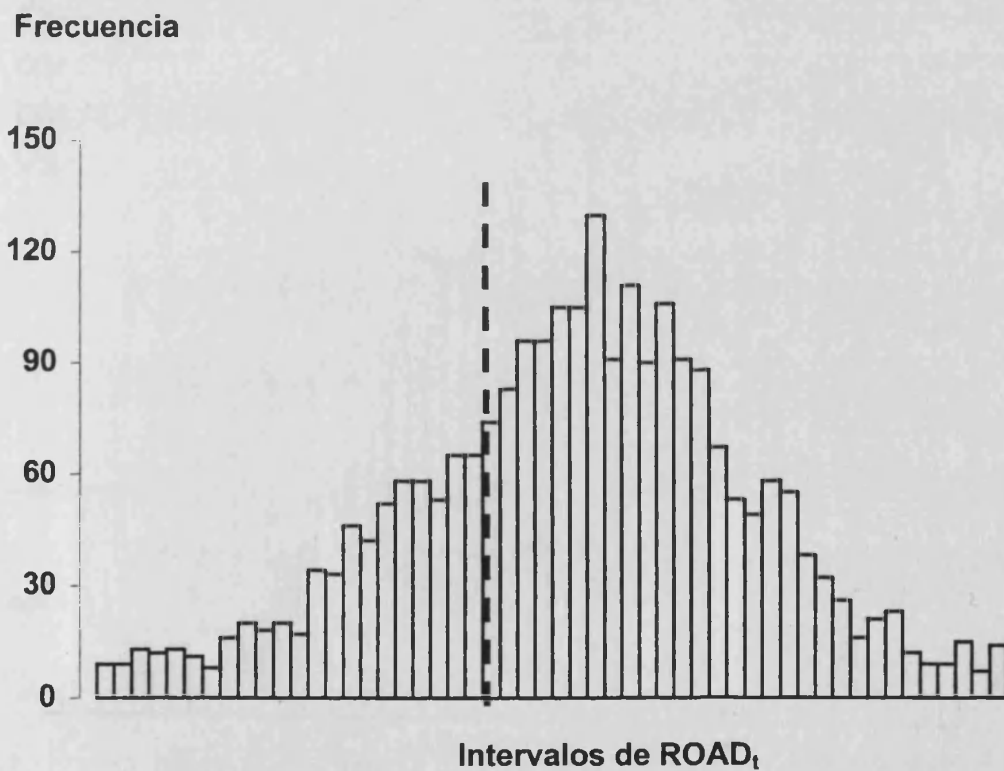
4.12) y de 5,943 para el resultado neto (Tabla 4.12). Por consiguiente, los ajustes discrecionales se emplean para dispersar los valores de las distribuciones en torno a la media, de modo que las distribuciones del resultado tendrían una concentración mayor de los valores respecto a la media en ausencia de manipulación.

Los coeficientes de asimetría tienen un valor similar en lo que respecta a las distribuciones del resultado neto antes y después de ajustes discrecionales, -0,933 y -0,950 respectivamente, y un valor más negativo para el resultado ordinario antes de ajustes discrecionales (-0,483) que para el resultado ordinario (-0,058). Los valores de los coeficientes de asimetría de las distribuciones después de ajustes discrecionales se recogen en la Tabla 4.12.

Los Gráficos 4.15 y 4.16 recogen, respectivamente, la distribución estimada del resultado ordinario antes de ajustes discrecionales y la distribución estimada del resultado neto antes de ajustes discrecionales. Ninguno de estos dos gráficos refleja la presencia de discontinuidades significativas en los intervalos próximos a los valores de cero beneficios, representados en las líneas discontinuas.

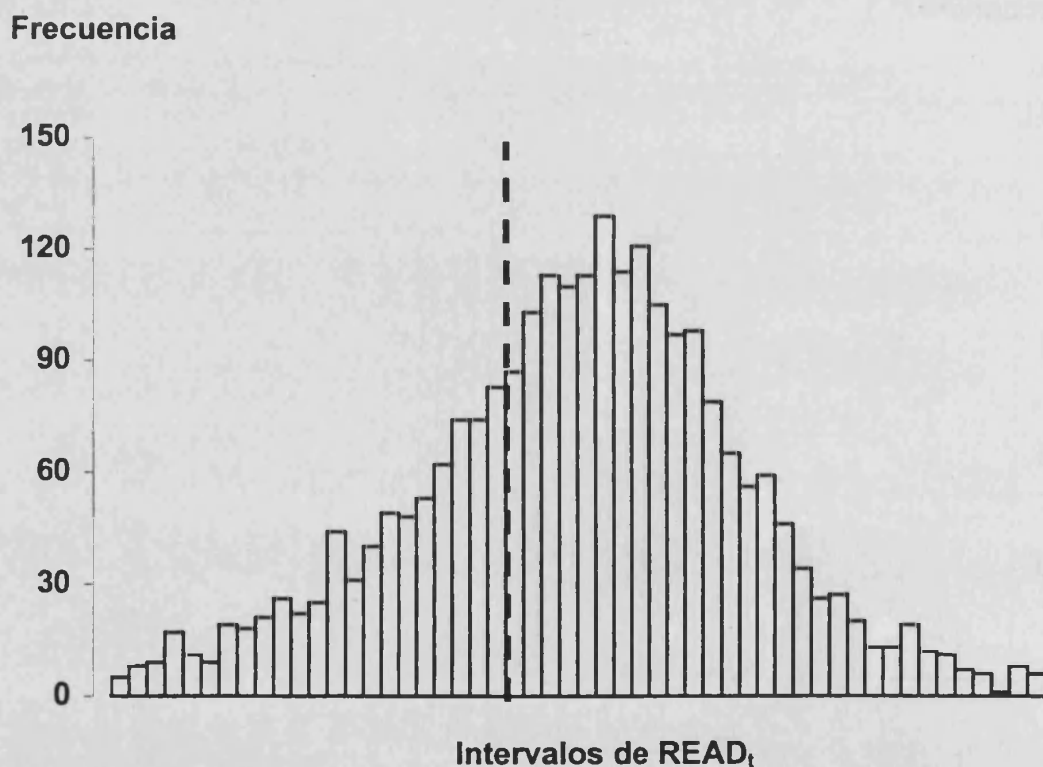
En consecuencia, como ya hemos indicado, bajo la asunción de que el modelo de Dechow, Sloan y Sweeny (1995) proporciona un buen subrogado de los verdaderos ajustes contables discrecionales, la ausencia de discontinuidades significativas en los intervalos próximos a cero en las distribuciones del resultado antes de ajustes discrecionales (Gráficos 4.15 y 4.16) y la presencia de discontinuidades en esos intervalos en las distribuciones del resultado después de ajustes discrecionales (Gráficos 4.1 y 4.2) indica que las discontinuidades observadas en las distribuciones del resultado ordinario y del resultado neto son atribuibles al componente discrecional de los ajustes contables.

**GRÁFICO 4.15.**  
**DISTRIBUCIÓN DEL RESULTADO ORDINARIO**  
**ANTES DE AJUSTES DISCRECIONALES**



*Nota:* El resultado ordinario antes de ajustes discrecionales ( $ROAD_t$ ) se ha obtenido por diferencia entre el resultado ordinario normalizado por el activo ( $RO_t / ACT_t$ ) y los ajustes discrecionales,  $\varepsilon_t$ . Los intervalos del histograma son de 0,010 para el rango -0,220 y +0,320. La línea vertical de trazo discontinuo marca la localización del valor cero.

**GRÁFICO 4.16.**  
**DISTRIBUCIÓN DEL RESULTADO NETO**  
**ANTES DE AJUSTES DISCRECIONALES**



*Nota:* El resultado neto antes de ajustes discrecionales ( $READ_t$ ) se ha obtenido por diferencia entre el resultado neto normalizado por el activo ( $RE_t/ACT_t$ ) y los ajustes discrecionales,  $\epsilon_t$ . Los intervalos del histograma son de 0,010 para el rango -0,230 y +0,330. La línea vertical de trazo discontinuo marca la localización del valor cero.

CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

Las Tablas 4.18 y 4.19 recogen la frecuencia en los intervalos inmediatamente inferiores y superiores a cero de las distribuciones del resultado ordinario y neto antes y después de ajustes discrecionales. Ello nos permite comparar si en los intervalos correspondientes a pequeñas pérdidas, el número de observaciones en las distribuciones antes de ajustes discrecionales es superior al número de observaciones en las distribuciones después de ajustes discrecionales y si sucede lo contrario en los intervalos correspondientes a pequeños beneficios. Esta información no se ofrece en el trabajo de Leone y Van Horn (1999).

**TABLA 4.18.**  
**FRECUENCIA EN LOS INTERVALOS PRÓXIMOS A CERO**  
**DEL RESULTADO ORDINARIO**  
**DESPUÉS Y ANTES DE AJUSTES DISCRECIONALES**

Intervalos	Frecuencia $RO_t / ACT_t$	Frecuencia $ROAD_t$	Diferencia
[-0,04 y -0,03 ]	39	58	-19
[-0,03 y -0,02 ]	40	53	-13
[-0,02 y -0,01 ]	57	65	-8
[-0,01 y 0,00 ]	76	65	11
[ 0,00 y 0,01 ]	143	74	69
[ 0,01 y 0,02 ]	199	83	116
[ 0,02 y 0,03 ]	210	96	144
[ 0,03 y 0,04 ]	200	96	104

*Nota:* El resultado ordinario antes de ajustes discrecionales ( $ROAD_t$ ) se ha obtenido por diferencia entre el resultado ordinario normalizado por el activo ( $RO_t/ACT_t$ ) y los ajustes discrecionales,  $\epsilon_t$ .

CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

**TABLA 4.19.**  
**FRECUENCIA EN LOS INTERVALOS PRÓXIMOS A CERO**  
**DEL RESULTADO NETO**  
**DESPUÉS Y ANTES DE AJUSTES DISCRECIONALES**

Intervalos	Frecuencia $RE_t / ACT_t$	Frecuencia $READ_t$	Diferencia
[-0,04 y -0,03]	27	62	-35
[-0,03 y -0,02]	40	74	-34
[-0,02 y -0,01]	50	74	-24
[-0,01 y 0,00]	70	83	-13
[ 0,00 y 0,01]	212	87	125
[ 0,01 y 0,02]	273	103	170
[ 0,02 y 0,03]	304	113	191
[ 0,03 y 0,04]	246	110	136

*Nota:* El resultado neto antes de ajustes discrecionales ( $READ_t$ ) se ha obtenido por diferencia entre el resultado neto normalizado por el activo ( $RE_t/ACT_t$ ) y los ajustes discrecionales,  $\varepsilon_t$ .

En cuanto al resultado ordinario, la Tabla 4.18 refleja que la frecuencia en la distribución del resultado ordinario antes de ajustes discrecionales se sitúa por encima de la frecuencia de la distribución del resultado ordinario hasta el intervalo justo inmediatamente anterior a cero [-0,01 y 0,00] y que a partir de este intervalo la frecuencia es menor para la distribución del resultado ordinario antes de ajustes discrecionales que para la distribución del resultado ordinario.

En cuanto al resultado neto, la Tabla 4.19 revela el mismo comportamiento, si bien en este caso el número de observaciones antes de ajustes discrecionales es superior al número de observaciones después de ajustes discrecionales justo hasta el intervalo [0,00 y 0,01] y la diferencia entre las frecuencias es todavía más pronunciada.

#### *CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO*

En consecuencia, la frecuencia de pequeñas pérdidas en el resultado ordinario y en el resultado neto en ausencia de manipulación es mayor que la frecuencia real observada. Por el contrario, la frecuencia de pequeños beneficios en las actividades ordinarias y en el resultado neto en ausencia de manipulación es menor que la frecuencia de pequeños beneficios declarada por las empresas. Esto proporciona una prueba adicional que confirma nuestras dos primeras hipótesis: el resultado ordinario y el resultado neto se manipulan para evitar pequeñas pérdidas y lograr obtener pequeños beneficios.

#### **IV.8. RESUMEN**

El resumen del contenido de este capítulo necesariamente incluye algunas de las principales conclusiones, sin perjuicio de que en las conclusiones finales de la tesis volvamos a hacer referencia a las más relevantes. A continuación destacamos los aspectos principales del trabajo realizado:

1. La muestra final comprende 2.600 observaciones correspondientes a los estados contables consolidados de 838 empresas españolas en el período 1994-1999, salvo en el análisis relativo a la distribución de la variación de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias que la muestra sólo incluye 1.773 observaciones.

Sin embargo la muestra utilizada como base para realizar este trabajo incluye 3.438 observaciones después de eliminar los valores extremos. Esta diferencia surge porque la primera observación de cada empresa (838 observaciones) ha sido utilizada para calcular las variables relativas a las variaciones de saldos de un período a otro, tales como los flujos de tesorería, la

#### *CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO*

variación en el resultado ordinario, la variación en el resultado neto y la variación en el importe neto de la cifra de negocios.

2. Los valores del activo y de las deudas empleados en los análisis empíricos no se corresponden con los valores ofrecidos en los estados contables, puesto que estas variables han sido definidas con los criterios habitualmente empleados en el análisis contable. Los flujos de tesorería de las actividades ordinarias se han obtenido corrigiendo el resultado ordinario por los componentes más significativos de los ajustes a largo y a corto plazo. La agregación de información contenida en el balance y en la cuenta de pérdidas y ganancias impide recoger todos los posibles ajustes que hay que realizar para calcular los "verdaderos" flujos de tesorería de las actividades ordinarias.

3. Nuestro objetivo no se ha limitado a replicar si la evidencia detectada en el ámbito de EE.UU. se mantiene en el caso de España y, por consiguiente, no ha sido únicamente analizar que el resultado se manipula para evitar incurrir en pérdidas (conseguir beneficios) y para evitar reconocer que ha descendido en comparación con el ejercicio anterior (conseguir mantener o superar del resultado). Nuestros objetivos también han sido analizar cuál es el nivel de resultado (ordinario o neto) que presenta una mayor discrecionalidad, así como la incidencia de tres variables explicativas: cotización, tamaño y endeudamiento.

Estos objetivos nos han llevado a la formulación de siete hipótesis, cada una de las cuales requiere una muestra y un análisis de la distribución de frecuencias individualizado, mientras que los trabajos que han utilizado la misma metodología han formulado un máximo de tres hipótesis centradas en un nivel de resultado.

#### *CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO*

4. A través de la representación gráfica de las distribuciones de frecuencias, hemos demostrado que la distribución del resultado ordinario, la distribución del resultado neto y la distribución de la variación del resultado neto presentan unas discontinuidades significativas en los intervalos próximos a los valores de cero, siendo éstas mayores para el resultado neto que para el resultado ordinario.

Los gráficos de las distribuciones de las variables muestran claramente las discontinuidades. El pronunciado aumento en la longitud de la frecuencia en los intervalos superiores a los valores de cero surge porque la frecuencia real en los intervalos de pequeñas pérdidas es menor que la frecuencia esperada en ausencia de manipulación y porque la frecuencia real en los intervalos de pequeños beneficios es mayor que la frecuencia esperada en ausencia de manipulación.

También se observan las discontinuidades en la distribución de la variación del resultado neto, lo que implica que las empresas manipulan esta variable para evitar reconocer disminuciones y conseguir pequeños aumentos. No obstante, no hemos encontrado que existan discontinuidades significativas en la distribución de la variación del resultado ordinario

Asimismo, hemos evidenciado que la distribución del resultado neto para las empresas que cotizan en bolsa tiene una mayor discontinuidad gráfica en los intervalos correspondientes a pequeños beneficios que la de las empresas que no cotizan en bolsa. Sin embargo, no se observan diferencias al fraccionar la muestra con respecto al tamaño y al nivel de endeudamiento.



#### CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO

5. Los tres análisis complementarios realizados en las distribuciones del resultado ordinario y del resultado neto corroboran la significatividad de las discontinuidades reflejadas en los histogramas.

Así, utilizando el test estadístico aplicado por Burgstahler y Dichev (1997), que asume que la frecuencia esperada en ausencia de manipulación debería ser la media de las frecuencias en los dos intervalos contiguos, hemos demostrado que la diferencia entre la frecuencia real y la frecuencia esperada, normalizada por la desviación típica de estas diferencias, tiene un valor inferior a  $-2$  en el intervalo inmediatamente inferior a cero beneficios y tiene unos valores superiores a  $2$  en los intervalos inmediatamente superiores a cero beneficios.

Generando unas variables simuladas del resultado ordinario y del resultado neto que se distribuyen normalmente con media y desviación típica idénticas a las de las distribuciones reales, hemos demostrado que las distribuciones normales simuladas se sitúan por encima de las distribuciones reales en el área de pequeñas pérdidas y por debajo de las distribuciones reales en el área de pequeños beneficios. La comparación gráfica de las distribuciones reales y simuladas, así como el detalle de las frecuencias correspondientes a cada distribución en los intervalos próximos a cero, refleja nuevamente la pronunciada irregularidad que se produce en las distribuciones reales del resultado ordinario y del resultado neto al pasar de valores negativos a positivos.

Por último, empleando la metodología de Leone y Van Horn (1999), hemos representado gráficamente los histogramas del resultado ordinario y neto antes de ajustes discrecionales, demostrando no sólo la ausencia de irregularidades gráficas significativas en estas distribuciones sino también que la

#### *CAPÍTULO IV. LA MANIPULACIÓN DEL RESULTADO*

frecuencia del resultado antes de ajustes discrecionales es superior a la frecuencia del resultado en los intervalos de pequeñas pérdidas, sucediendo lo contrario en los intervalos de pequeños beneficios. Para realizar este análisis hemos estimado los ajustes contables discrecionales a través del modelo de Dechow, Sloan y Sweeny (1995) con datos de corte transversal y mínimos cuadrados ordinarios.



**CONCLUSIONES,**  
**APORTACIONES Y**  
**FUTURAS EXTENSIONES**



## CONCLUSIONES, APORTACIONES Y FUTURAS EXTENSIONES

### Conclusiones

Como indicamos en la introducción, la tesis se ha realizado con dos objetivos principales. El primero ha sido realizar una revisión teórica del marco de referencia de la investigación sobre elección contable. Este objetivo se ha delimitado en tres objetivos concretos a los que se han dedicado los tres primeros capítulos de la tesis. El segundo objetivo ha consistido en analizar empíricamente si la manipulación del resultado de las empresas españolas se dirige a evitar el reconocimiento de pequeñas pérdidas y de pequeños descensos del resultado, así como la incidencia de tres variables explicativas: la cotización en bolsa, el tamaño y el endeudamiento. A este segundo objetivo, concretado a su vez en tres subobjetivos, se ha destinado el capítulo cuarto.

Dado que cada capítulo se ha concluido con un pequeño resumen en el que se destacan las principales ideas en él recogidas, a continuación nos limitamos a exponer las conclusiones más relevantes alcanzadas en cada uno de los cuatro capítulos que integran la tesis.

#### *Capítulo I. Análisis económico de la empresa*

- La información contable, y más concretamente el resultado, interviene en los cuatro principales mecanismos de control internos de los directivos: 1) los planes de remuneración, 2) el Consejo de Administración, 3) la Junta General de Accionistas y 4) las restricciones en contratos de deuda. Así, las primas sobre beneficios relacionan la remuneración de los directivos con el resultado contable obtenido en el ejercicio. El Consejo de Administración y la Junta General de Accionistas utilizan el resultado contable y la información sobre la rentabilidad de las acciones para evaluar la gestión de los directivos. Los fondos

## CONCLUSIONES, APORTACIONES Y FUTURAS EXTENSIONES

disponibles para el reparto de dividendos y la probabilidad de alcanzar las restricciones de inversión y financiación, recogidas en los contratos de deuda, están relacionados directa e indirectamente con el resultado contable. También, en ocasiones, las decisiones de los políticos sobre regulación de la actividad económica de las empresas se adoptan en función del resultado contable.

- Aunque todos los mecanismos de control internos están sujetos a ineficiencias, las investigaciones generalmente demuestran que los planes de remuneración de los directivos contribuyen a alinear los objetivos de los directivos con los de los accionistas, si bien no hay unanimidad sobre cuál es el sistema de incentivos más eficaz. Asimismo, la evidencia empírica confirma que existe una relación positiva entre la proporción de consejeros externos y la efectividad de supervisión del Consejo de Administración y que el control activo por parte de los accionistas, representado por la mayor concentración del capital o por la presencia de accionistas con porcentajes significativos de acciones, mejora la capacidad de supervisión ejercida por la Junta General. La presencia de inversores institucionales también parece estar positivamente relacionada con la capacidad de supervisión de los directivos.
- Los mecanismos de control externos, cuya representación más importante se encuentra en las adquisiciones hostiles, parecen corregir las ineficiencias de los mecanismos internos para proteger a los inversores y acreedores de la actuación oportunista de los directivos. Sin embargo, los directivos han desarrollado una gran variedad de instrumentos para evitar las adquisiciones hostiles, lo que introduce restricciones a su efectividad.

## CONCLUSIONES, APORTACIONES Y FUTURAS EXTENSIONES

### Capítulo II. Líneas de investigación de la elección contable

- Aunque la mayoría de los autores asumen que la elección contable o la manipulación del resultado responde a un comportamiento oportunista de los directivos, especialmente en el caso de la elección dirigida a anticipar o diferir el reconocimiento de beneficios, algunos autores sostienen que los directivos actúan eficientemente y adoptan las decisiones que proporcionan una mejor información sobre los futuros flujos de tesorería de la empresa.
- En el ámbito de la investigación sobre el alisamiento del resultado sigue sin existir un consenso sobre el marco teórico y las metodologías empíricas. En lo que respecta a los fundamentos teóricos, coexisten actualmente diversos modelos analíticos y deductivos que explican las causas o motivaciones de los directivos a alisar el resultado. En relación con las metodologías empíricas aplicadas para detectar el alisamiento, una parte de la investigación utiliza la metodología de Eckel (1981) y otra los modelos de estimación de los ajustes contables discrecionales.
- Los trabajos enmarcados en la teoría positiva de la elección contable son relativamente homogéneos en los planteamientos teóricos y empíricos: las causas de la elección contable surgen en respuesta a los factores representativos de los costes de agencia y de los costes o beneficios políticos; caracterizándose su metodología empírica por la aplicación de modelos de elección discreta que miden la probabilidad de elegir opciones contables concretas según los valores de las variables explicativas.



## CONCLUSIONES, APORTACIONES Y FUTURAS EXTENSIONES

- Las dos metodologías empíricas aplicadas en la investigación sobre manipulación del resultado: los modelos de estimación de los ajustes contables discrecionales y el análisis de la distribución de frecuencias del resultado, tienen ventajas e inconvenientes.
- La principal ventaja de los modelos de estimación de los ajustes discrecionales, en comparación con las metodologías clásicas del alisamiento y con los modelos de elección discreta de la teoría positiva, es que captan todos los posibles instrumentos contables que influyen en el resultado, lo que mejora su capacidad explicativa.
- Las limitaciones de los modelos de estimación de los ajustes discrecionales vienen provocadas por dos factores. Por un lado, la dificultad de medir los verdaderos flujos de tesorería de las actividades ordinarias y los ajustes contables cuando no existe información sobre los mismos. Por otro lado, los errores de medición de los ajustes discrecionales que parecen tener todos los modelos.
- Las ventajas del análisis de las distribuciones de frecuencias del resultado se derivan de las anteriores limitaciones, dado que esta metodología no necesita ni medir los ajustes contables ni separarlos en sus componentes discrecional y no discrecional. En consecuencia, sus conclusiones no están condicionadas a la correcta medición de los ajustes contables, ni a la capacidad del modelo para estimar los ajustes discrecionales. Además, este tipo de análisis no sólo capta todos los posibles instrumentos contables utilizados en la manipulación, sino que también permite detectar la utilización de instrumentos reales de manipulación.

### CONCLUSIONES, APORTACIONES Y FUTURAS EXTENSIONES

- Las limitaciones del análisis de las distribuciones de frecuencias del resultado se concretan en tres aspectos. En primer lugar, descansa en la asunción de que la discontinuidad observada sólo puede explicarse por la manipulación del resultado. En segundo lugar, es difícil de aplicar a objetivos o situaciones específicos, porque requiere disponer de una muestra amplia y debe haber una discontinuidad pronunciada para que pueda ser apreciada. En tercer lugar, no permite reconocer todos los posibles factores que explican la manipulación del resultado, porque su inclusión tiene que realizarse subdividiendo las observaciones en submuestras para cada variable, lo que provoca que sea una metodología poco operativa para analizar todas las posibles variables explicativas, y que no permite captar el efecto simultáneo de varias variables explicativas.

### *Capítulo III. Causas, límites y consecuencias de la elección contable*

- El efecto de las primas sobre beneficios en la elección contable depende de los límites mínimo y máximo que suelen incorporarse en estos contratos, pero la evidencia sólo es unánime en dos de las tres posibles situaciones: 1) cuando las primas se encuentran entre los límites mínimo y máximo, la elección se dirige a anticipar beneficios y 2) cuando las primas superan el límite máximo, la elección se dirige a diferir beneficios. Los resultados empíricos obtenidos en las situaciones en las que las primas sobre beneficios se encuentran por debajo del límite mínimo son contradictorios.
- Los ratios de endeudamiento parecen ser un buen subrogado de las restricciones de inversión, financiación y reparto de dividendos incorporadas en los contratos de deuda. De ahí que

## CONCLUSIONES, APORTACIONES Y FUTURAS EXTENSIONES

sea una de las variables que mejor explica las causas de la elección contable dirigida a anticipar el reconocimiento de beneficios.

- Las situaciones concretas de visibilidad política de la empresa constituyen una medida directa de sus costes y beneficios políticos, explicando las motivaciones de los directivos a elegir las opciones contables que difieren el reconocimiento de beneficios. En la actualidad el análisis de estas situaciones ha reemplazado a la utilización de subrogados de los costes políticos.
- La elección contable también surge en respuesta a objetivos o situaciones específicas, algunos de los cuales parecen implicar que los directivos tienen como meta superar los posibles umbrales de referencia utilizados por los usuarios externos para adoptar sus decisiones sobre la empresa. Concretamente, las decisiones que anticipan el reconocimiento de beneficios se explican, entre otras causas, por la presencia de tres objetivos: 1) evitar incurrir en pequeñas pérdidas, 2) evitar pequeños descensos del resultado y 3) evitar que el resultado se sitúe por debajo de las predicciones de los analistas financieros. De estos tres objetivos, el primero parece prevalecer sobre el segundo y éste último sobre el tercero.
- Los mecanismos de supervisión de los directivos explican la existencia de límites en la elección contable, especialmente en las decisiones dirigidas a anticipar el reconocimiento de beneficios. Así, estas decisiones están relacionadas negativamente con los siguientes tres factores: 1) la presencia de accionistas que poseen una participación significativa en el capital, 2) la proporción de consejeros externos o independientes en el Consejo de Administración y 3) el hecho

## CONCLUSIONES, APORTACIONES Y FUTURAS EXTENSIONES

de que la empresa esté auditada por las actuales cinco "Grandes firmas".

- Las consecuencias de la elección contable en el mercado de valores son poco concluyentes. En el ámbito del alisamiento, sólo parece haber consenso en que las empresas que alisan el resultado tienen, en comparación con las no alisadoras, un riesgo sistemático y un rendimiento medio inferior. En lo que respecta a las decisiones que anticipan o difieren beneficios, existe evidencia que confirma que estas decisiones producen una reacción significativa en el valor de las acciones y evidencia que no detecta ninguna reacción. Entre la primera, existen autores que concluyen que la reacción del mercado responde a la incapacidad de los inversores para descontar la manipulación del resultado, y otros que sostienen que la reacción del mercado demuestra que la manipulación del resultado transmite información sobre los futuros rendimientos de la empresa.

### *Capítulo IV. La manipulación del resultado ante pérdidas y descensos del resultado*

- El análisis descriptivo realizado refleja que los ajustes contables que obligatoria o discrecionalmente se realizan sobre los flujos de tesorería de las actividades ordinarias para obtener el resultado ordinario hacen que la dispersión, las medidas de la tendencia central y los valores de los percentiles de la distribución del resultado ordinario sean inferiores a los de los flujos de tesorería.
- El resultado ordinario de las empresas españolas se manipula con el objetivo de evitar el reconocimiento de pequeñas pérdidas en las actividades ordinarias y situar esta variable en

#### CONCLUSIONES, APORTACIONES Y FUTURAS EXTENSIONES

las regiones de pequeños beneficios. No obstante, el resultado ordinario no parece ser manipulado para evitar sus pequeños descensos.

- El resultado neto es manipulado con dos objetivos: 1) evitar pequeñas pérdidas para reconocer que ha habido pequeños beneficios en el resultado después de impuestos y 2) evitar pequeños descensos para conseguir que aumente ligeramente en comparación con el obtenido en el ejercicio anterior.
- La distribución de los flujos de tesorería por actividades ordinarias y la distribución de la variación de estos flujos no presentan discontinuidades significativas en los intervalos próximos a cero, lo que implica que las irregularidades en las distribuciones del resultado no surgen por los flujos de tesorería, sino por la utilización de ajustes contables.
- La distribución del resultado antes de ajustes discrecionales no revela discontinuidades significativas en los intervalos próximos a cero beneficios, lo que sugiere que el resultado se manipula mediante ajustes discrecionales. Evidentemente, esta conclusión está condicionada a la bondad del modelo utilizado para determinar los ajustes.
- La manipulación en el resultado neto para evitar pequeñas pérdidas es mucho más significativa que la manipulación en el resultado ordinario para ese mismo objetivo. Esta evidencia, unida a la ausencia de evidencia relativa a la manipulación del resultado ordinario para evitar descensos, indica que los directivos atribuyen un contenido informativo superior al resultado neto que al resultado ordinario en los valores próximos a cero beneficios y a cero aumentos.

## *CONCLUSIONES, APORTACIONES Y FUTURAS EXTENSIONES*

- Las empresas que cotizan en bolsa tienen mayor propensión a manipular el resultado neto para evitar pequeñas pérdidas y conseguir pequeños beneficios que las empresas que no cotizan en bolsa.
- La ausencia de evidencia a favor de nuestras hipótesis tamaño y endeudamiento puede estar relacionada con el hecho de haber considerado sólo dos submuestras para cada variable explicativa. Ello implica que no descartamos la posibilidad de que el tamaño y el endeudamiento reflejen diferencias en el comportamiento del resultado neto al realizar los análisis dividiendo las observaciones en función de los percentiles u otras medidas representativas de la distribución, y no en función de la mediana.

### **Aportaciones de la tesis**

En lo que respecta al contenido de la tesis correspondiente al objetivo de análisis del marco de referencia de la elección contable, en nuestra opinión, la principal aportación se encuentra en el exhaustivo tratamiento realizado para explicar sus fundamentos económicos, sus características y la evidencia existente. No obstante, somos conscientes de que las aportaciones de revisión de la literatura, aunque requieren un gran esfuerzo, son discutibles en cierta medida, porque en última instancia son una recopilación de lo que otros autores han hecho previamente.

En relación con el trabajo empírico, como ya se indicó en el capítulo cuarto, se han ampliado los objetivos y la metodología recogida en las investigaciones previas como a continuación detallamos.

### CONCLUSIONES, APORTACIONES Y FUTURAS EXTENSIONES

- A diferencia de los trabajos previos, centrados en un único tipo de resultado, hemos analizado dos niveles de resultado: ordinario y neto, lo que nos ha permitido verificar la mayor manipulación del resultado neto frente al ordinario.
- Hasta el momento no tenemos constancia de la incorporación de las variables explicativas en el análisis de la distribución de frecuencias del resultado, por lo que creemos que es el primer trabajo que analiza la incidencia de la cotización, el tamaño y el endeudamiento en la manipulación del resultado neto dirigida a evitar pérdidas.
- Hemos incluido el análisis de la distribución de frecuencias de los flujos de tesorería de las actividades ordinarias y de su variación para verificar que no existen discontinuidades significativas en estas distribuciones que expliquen las discontinuidades observadas en los histogramas del resultado y de sus variaciones.
- Se han obtenido las distribuciones simuladas del resultado ordinario y del resultado neto correspondientes a una distribución normal con media y desviación típica idénticas a las de las distribuciones reales. Ello nos ha permitido suministrar una prueba adicional de la significatividad de las discontinuidades observadas en las distribuciones reales en los intervalos próximos a cero beneficios.

Por último, queremos resaltar la ausencia de este tipo de trabajos en Europa y, por lo tanto, la oportunidad del que se ha desarrollado en la presente tesis doctoral. Hasta el momento sólo tenemos constancia de la comparación internacional realizada por Leuz, Nanda y Wysocki (2000), pero los autores estudian la manipulación del resultado para evitar pérdidas a través del ratio pequeños beneficios/pequeñas pérdidas, y no a través de la

## CONCLUSIONES, APORTACIONES Y FUTURAS EXTENSIONES

distribución de frecuencias del resultado. Por consiguiente, no conocemos ningún trabajo europeo que haya analizado, hasta la fecha actual, la manipulación del resultado utilizado el análisis de la distribución de frecuencias.

### **Futuras extensiones de la investigación**

Las futuras extensiones de la investigación, en el ámbito de la metodología utilizada en el trabajo empírico, pueden orientarse en los siguientes aspectos:

- Verificar en qué medida la manipulación en el resultado neto de las empresas españolas es consistente con el tercer objetivo detectado por las recientes investigaciones en EE.UU.: evitar que el resultado se sitúe por debajo de las predicciones de los analistas financieros.
- Identificar cuáles son los instrumentos contables o reales que se utilizan para evitar las pequeñas pérdidas, los pequeños descensos y las sorpresas negativas del resultado. Por ejemplo, el análisis de las distribuciones de las partidas de ingresos y gastos extraordinarios podría permitir clarificar los instrumentos empleados para conseguir que las distribuciones del resultado neto se concentren en mayor medida en las áreas cercanas a los umbrales de referencia, en comparación con las distribuciones del resultado ordinario.
- Estudiar la efectividad de los mecanismos de supervisión de los directivos en la propensión a manipular el resultado para estos tres objetivos. Ello implica determinar si la manipulación en el resultado neto en los intervalos cercanos a cero se reduce, entre otros posibles factores, por la presencia de accionistas con participaciones significativas en el capital



### *CONCLUSIONES, APORTACIONES Y FUTURAS EXTENSIONES*

social, por los Consejos de Administración dominados por los consejeros externos y por las auditorías realizadas por las cinco "Grandes".

Asimismo, otras orientaciones de la investigación sobre la manipulación del resultado se podrían dirigir a mejorar la eficacia de los modelos de estimación de los ajustes contables discrecionales y a clarificar la respuesta del mercado de valores a los ajustes contables discrecionales.

**REFERENCIAS**

**BIBLIOGRÁFICAS**



#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abarbanell J. y R. Leavy. 1999. "Can stock recommendations predict earnings management and analysts' earnings forecast errors?". Working paper, University of North Carolina y University of California.
- Abdel-Khalik, A.R. 1985. "The effect of LIFO-switching and firm ownership on executives' pay". *Journal of Accounting Research*, vol. 23, pp. 427-447.
- Ahmed, A.S., C. Takeda y S. Thomas. 1999. "Bank loan loss provisions: A reexamination of capital management, earnings management and signalling effects". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 28, pp. 1-25.
- Albrecht, W.D. y F.M. Richardson. 1990. "Income smoothing by economy sector". *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 17, pp. 713-730.
- Alchian, A.A. y H. Demsetz. 1972. "Production, information cost, and economic organization". *American Economic Review*, December, pp. 777-795.
- Amat, O. y J. Blake. 1996. *Contabilidad creativa*. Ediciones Gestión 2000, Barcelona.
- Amat, O., J. Blake y J. Dowds. 1996. "El estado de flujos de tesorería: experiencias internacionales". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 25, pp. 609-632.
- Amat, O., J. Blake y E. Oliveras. 1999. "La lucha contra la contabilidad creativa: ¿Es la "Imagen fiel" una parte del problema o una vía para la solución?". *Comunicación presentada en el X Congreso de AECA*, Zaragoza.
- Amat, O., S. Moya y J. Blake. 1997. "La contabilidad creativa". *Partida Doble*, nº 79, pp. 24-32.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- American Institute of Certified Public Accountants. 1971. "Reporting changes in financial position". *APB Opinion* 19. American Institute of Certified Public Accountants, New York.
- Apellániz Gómez, P. 1991. "Una aproximación empírica al alisamiento de beneficios en la banca española". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 20, pp. 195-219.
- Apellániz Gómez, P. y M. Labrador Barrafón. 1995. "El impacto de la regulación contable en la manipulación del beneficio. Estudio empírico de los efectos del PGC de 1990". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 24, pp. 13-40.
- Arcas Pellicer, M.J. 1991. "Estudio de la asociación entre el riesgo sistemático del mercado y determinadas variables contables". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 20, pp. 127-150.
- Arcas Pellicer, M.J. 1992. *Elección contable y sus efectos económicos. Contrastes empíricos en la banca española*. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid.
- Arcas Pellicer, M.J. 1993. "Impacto bursátil de la regulación contable en la banca española. La provisión para insolvencias y riesgo-país". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 22, pp. 17-52.
- Archibald, T.R. 1967. "The return to straight-line depreciation: An analysis of a change in accounting method". *Journal of Accounting Research*, Supplement, pp. 164-180.
- Arnold, A.J. 1994. "The adoption of partial deferral in the UK, 1977-78: Evidence on an accounting choice". *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 21, pp. 875-888.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Arora, A. y P. Alam. 1999. "The effect of adopting accounting-based bonus and performance incentive plans on the earnings response coefficient". *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 14, pp. 1-28.
- Arruñada Sánchez, B. 1990. *Economía de la empresa: un enfoque contractual*. Ariel Economía, Barcelona.
- Arruñada Sánchez, B. 1996. "Análisis contractual de la empresa: una introducción aplicada". *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 5, pp. 41-56.
- Ashari, N., H.C. Koh, S.L. Tan y W.H. Wong. 1994. "Factors affecting income smoothing among listed companies in Singapore". *Accounting and Business Research*, vol. 24, pp. 291-301.
- Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas. 1983. "Inmovilizado inmaterial y gastos amortizables". *Documento 3 de la serie principios contables*. Revisado en 1991. Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Madrid.
- Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas. 1988a. "Recursos propios". *Documento 10 de la serie principios contables*. Revisado en 1991. Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Madrid.
- Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas. 1988b. "Provisiones, contingencias y acontecimientos posteriores al cierre del ejercicio". *Documento 11 de la serie principios contables*. Revisado en 1991. Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Madrid.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas. 1989. "Ingresos diferidos". *Documento 12 de la serie principios contables*. Revisado en 1991. Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Madrid.
- Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas. 1998. "El estado de flujos de tesorería". *Documento 20 de la serie principios contables*. Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Madrid.
- Ayres, F.L. 1986. "Characteristics of firms electing early adoption of SFAS 52". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 20, pp. 161-234.
- Azofra Palenzuela, V. y M.B. Prieto Moreno. 1996. *La teoría positiva de la contabilidad en los sistemas de información contable internos*. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid.
- Azofra Palenzuela, V. y F.J. López Iturriaga. 1997. "Incidencia de la información asimétrica en el comportamiento económico-financiero de la empresa industrial española". *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 6, pp.111-128.
- Azofra, V., L. Castrillo y M. Delgado. 2000. "Detecting earnings management in a Spanish context". *Paper presented at the 23<sup>rd</sup> annual congress of the European Accounting Association*, Munich.
- Bagnoli, M. y S. Watts. 2000. "The effect of relative performance evaluation on earnings management: A game-theoretic

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- approach." *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 19, pp. 377-397.
- Bahnson, P.R., P.B.W. Miller y B.P. Budge. 1996. "Nonarticulation in cash flow statements and implications for education, research and practice". *Accounting Horizons*, vol. 10, pp. 1-15.
- Ball, R. y P. Brown. 1968. "An empirical evaluation of accounting income numbers". *Journal of Accounting Research*, vol. 6, pp. 159-178.
- Ball, R.J. y G. Foster. 1982. "Corporate finance reporting: A methodological review of empirical research". *Journal of Accounting Research*, vol. 20 Supplement, pp. 161-234.
- Barefield, R.M. y E.E. Comiskey. 1972. "The smoothing hypothesis: An alternative test". *Accounting Review*, April, pp. 291-298.
- Barnea, A., J. Ronen y S. Sadan. 1975. "The implementation of accounting objectives: an application to extraordinary items". *Accounting Review*, January, pp. 58-68.
- Barnea, A., J. Ronen y S. Sadan. 1976. "Classificatory smoothing of income with extraordinary items". *Accounting Review*, January, pp. 110-122.
- Barth, M.E., D.P. Cram y K.R. Nelson. 2001. "Accruals and the prediction of future cash flows". *Accounting Review*, vol. 76, pp. 27-58.
- Bartov, E. 1993. The timing of asset sales and earnings manipulation. *Accounting Review*, vol. 68, pp. 840-855.



#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Bartov, E., F.A. Gul y J.S.L. Tsui. 2000. "Discretionary-accruals models and audit qualification". Working paper, New York University y University of Hong Kong.
- Bartov, J. 2001. "Does the use of financial derivatives affect earnings management decisions?". *Accounting Review*, vol. 76, pp. 1-26.
- Baumol, W. 1959. *Business behavior, value and growth*. Harcourt Brace, New York.
- Beasley, M.S. 1996. "An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud". *Accounting Review*, vol. 71, pp. 443-465.
- Beattie, V., S. Brown, D. Ewers, B. John, S. Manson, D. Thomas y M. Turner. 1994. "Extraordinary items and income smoothing: A positive accounting approach". *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 21, pp. 791-811.
- Beaver, W.H. y R.E. Dukes. 1972. "Interperiod tax allocation, earnings expectations, and the behavior of security prices". *Accounting Review*, April, pp. 320-333.
- Beaver, W.H., R.A. Lambert y S.G. Ryan. 1987. "The information content of security prices". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 9, pp. 139-157.
- Beaver, W.H. y E.E. Engel. 1996. "Discretionary behavior with respect to allowances for loan losses and the behavior of security prices". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 22, pp. 177-206.
- Beaver, W.H. y M.F. McNichols. 1998. "The characteristics and valuation of loss reserves of property casualty insurers". Working paper, Stanford University.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Becker, C., M.L. DeFond., J. Jiambalvo y K.R. Subramanyam. 1998. "The effect of audit quality on earnings management". *Contemporary Accounting Research*, vol. 15, pp. 1-24.
- Beidleman, C.R. 1973. "Income smoothing: the role of management". *Accounting Review*, vol. 48, pp. 653-667.
- Beidleman, C.R. 1975. "Income smoothing: the role of management: A reply". *Accounting Review*, January, pp. 122-126.
- Belkaoui, A. 1985. *Accounting theory*. Harcourt Brace Jovanovich, New York.
- Beneish, M.D. 1997. "Detecting GAAP violation: Implications for assessing earnings management among firms with extreme financial performance". *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 16, pp. 271-309.
- Beneish, M.D. 1998. "Discussion of "Are accruals during initial public offering opportunistic?". *Review of Accounting Studies*, nº 3, pp. 209-221.
- Beneish, M.D. 1999. "Incentives y penalties related to earnings overstatements that violate GAAP". *Accounting Review*, vol. 74, pp. 425-457.
- Beneish, M.D. y E. Press. 1993. "Costs of technical violation of accounting-based debt covenants". *Accounting Review*, vol. 68, pp. 233-257.
- Beneish, M.D. y E. Press. 1995. "The resolution of technical default". *Accounting Review*, vol. 70, pp. 337-353.
- Berle, A.A. y G.C. Means. 1932. *The modern corporation and private property*. Macmillan, New York.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Bernard, V.L. y D.J. Skinner. 1996. "What motivates managers' choice of discretionary accruals?". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 22, pp. 313-325.
- Bhagat, S., J.A. Brickley y R.C. Lease. 1985. "Incentives effects of stock purchase plans". *Journal of Financial Economics*, vol. 14, pp. 195-215.
- Bhat, V.N. 1996. Banks and income smoothing: An empirical analysis. *Applied Financial Economics*, vol. 6, pp. 505-510.
- Bhide, A. 1989. "The causes and the consequences of hostile takeovers". *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 2, pp. 36-59.
- Black, E.L., K.F. Sellers y T. Manly. 1998. "Earnings management using asset sales: An international study of countries allowing noncurrent asset revaluation". *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 25, pp. 1287-1317.
- Booth, G.G., J-P. Kallunsky y T. Martikainen. 1996. "Post-announcement drift and income smoothing: Finnish evidence". *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 23, pp. 1197-1211.
- Bowen, R.M., E.W. Noreen y J.M. Lacey. 1981. "Determinants of the corporate decision to capitalize interest". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 3, pp. 151-179.
- Bowen, R.M., L. Ducharme y D. Shores. 1995. "Stakeholders' implicit claims and accounting method choice". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 20, pp. 255-295.
- Boynton, C.E., P.S. Dobbins y G.A. Plesko. 1992. "Earnings management and the corporate alternative minimum tax". *Journal of Accounting Research*, vol. 30, pp. 131-160.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Brayshaw, R.E. y A.E.H. Eldin. 1989. "The smoothing hypothesis and the role of exchange differences". *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 16, pp. 621-633.
- Brickle, J.A., S. Bhagat y R.C. Lease. 1985. "The impact long-range managerial compensation plans on shareholder wealth". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, pp. 115-129.
- Brickley, J.A., R.C. Lease, y C.W. Smith. 1988. "Ownership structure and voting on antitakeover amendments". *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 267-291.
- Burgstahler, D. y I. Dichev. 1997. "Earnings management to avoid earnings decreases and losses". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, pp. 99-126.
- Burgstahler, D. y M. Eames. 1999. "Management of earnings and analyst forecast". Working paper, University of Washington y Santa Clara University.
- Bushman, R.M. y R.J. Indjejikian. 1993. "Accounting income, stock price and managerial compensation". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, pp. 3-23.
- Butz, D.A. 1991. "El papel disciplinario de grandes accionistas minoritarios". *Cuadernos Económicos de I.C.E.*, nº 49, pp. 207-222.
- Cahan, S.F. 1992. "The effect of antitrust investigation on discretionary accruals: A refined test of political-cost hypothesis". *Accounting Review*, vol. 67, pp. 77-95.
- Cahan, S.F., B.M. Chavis y R. G. Elmendorf. 1997. "Earnings management of chemical firms in response to political cost

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

from environmental legislation". *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 12, pp. 37-65.

Carlson, S.J. y C.T. Bathala. 1997. "Ownership differences and firms income smoothing behavior". *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 24, pp. 179-196.

Chambers, D.J. 1999. "Earnings management and capital market misallocation". Working paper, University of Illinois at Urbana-Champaign.

Christie, A.A. y J.L. Zimmerman. 1994. "Efficient and opportunistic choices of accounting procedures: Corporate control contest". *Accounting Review*, vol. 69, pp. 539-566.

Coase, R.H. 1937. "The nature of firm". *Economica*, pp. 386-405. Traducido al castellano: "La naturaleza de la empresa", *Información Comercial Española*, 1980, pp. 67-76.

Collins, D. W., M. Rozeff y D. Dhaliwal. 1981. "The economics determinants of the market reaction to proposed mandatory accounting changes in the oil and gas industry: A cross sectional analysis". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 3, pp. 78-84.

Collins, D.W. y P. Hribar. 1999. "Errors in estimating accruals: implications for empirical research". Working paper, University of Iowa.

Copeland, R.M. 1968. "Income smoothing" *Journal of Accounting Research*, Supplement, pp. 101-116.

Copeland, R.M. y R.D. Licastro. 1968. A note on income smoothing. *Accounting Review*, vol. 43, pp. 540-545.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Craig, R. y P. Walsh. 1989. "Adjustment for 'extraordinary items' in smoothing reported profits of listed Australian companies: Some empirical evidence". *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 16, pp. 229-245.
- Culvenor, J., J.M. Godfrey y G. Byrne. 1998. "Modeling total accruals in an international environment: the impact of alternative measures of PPE". Working paper, La Trobe University y University of Tasmania.
- Cushing, B.E. 1969. "An empirical study of changes in accounting policy". *Journal of Accounting Research*, Autumn, pp.196-203.
- Cyert, R. y J. G. March. 1963. *A behavioral theory of the firm*. Prentice Hall, New York.
- Daley, L.A. y R.L. Vigeland. 1983. "The effects of debt covenants and political cost on the choice of accounting methods". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 5, pp. 195-211.
- Dascher, P, y R. Malcom. 1970. "A note on income smoothing in the chemical industry". *Journal of Accounting Research*, Autumn, pp. 253-259.
- DeAngelo, L. 1981. "Auditor size and audit quality". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 3, pp. 183-199.
- DeAngelo, L. 1986. "Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders". *Accounting Review*, vol. 61, pp. 400-420
- DeAngelo, L. 1988. "Managerial competition, information cost, and corporate governance. The use of accounting performance measures in proxy contests". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 10, pp. 3-36.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- DeAngelo, H. y L. DeAngelo. 1990. "Dividend policy and financial distress: An empirical investigation of troubled NYSE firms". *Journal of Finance*, vol. 45, pp. 1415-1431.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo y D.J. Skinner. 1992. "Dividends and losses". *Journal of Finance*, vol. 47, pp. 1837-1863.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo y D.J. Skinner. 1996. "Reversal of fortune dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth". *Journal of Financial Economics*, vol. 40, pp. 341-371.
- Dechow, P. 1994. "Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance. The role of accounting accruals". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 18, pp. 3-42.
- Dechow, P.M. y R.G Sloan. 1991. "Executive incentives and the horizon problem". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 14, pp. 51-89.
- Dechow, P.M., R.G Sloan y A.P. Sweeney. 1995. "Detecting earnings management". *Accounting Review*, vol. 70, pp. 193-225.
- Dechow, P.M., R.G. Sloan y A.P. Sweeney. 1996. "Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC". *Contemporary Accounting Research*, vol. 13, pp. 1-36.
- Dechow, P.M., A.P. Hutton y R.G. Sloan. 1996. "Economic consequences of accounting for stock-based compensation". *Journal of Accounting Research*, vol. 34, pp. 1-20.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Dechow, P.M., S.P. Kothari y R.L. Watts. 1998. "The relation between earnings and cash flows". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 25, pp. 133-168.
- Dechow, P.M. y D.J. Skinner. 2000. "Earnings management: Reconciling the view of accounting academics, practitioners, and regulators". *American Accounting Association*, vol. 14, pp. 235-250.
- DeFond M.L. y J. Jiambalvo. 1991. "Incidence and circumstances on accounting errors". *Accounting Review*, vol. 66, pp. 643-655.
- DeFond M.L. y J. Jiambalvo. 1994. "Debt covenant violation and the manipulation of accruals". *Journal of Accounting and Economics*, vol.17, pp. 145-176.
- DeFond, M.L. y C.W. Park. 1997. "Smoothing income in anticipation of future earnings". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 23, pp. 115-139.
- DeFond M.L. y K.R. Subramanyam. 1998. "Auditor changes and discretionary accruals". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 25, pp.35-67.
- DeGeorge, F., J. Patel y R. Zeckhauser. 1999. "Earnings management to exceed thresholds". *Journal of Business*, vol. 72, pp. 1-33.
- Dempsey, S.J., H.G. Hunt y N.W. Schroeder. 1993. "Earnings management and corporate ownership structure: An examination of extraordinary item reporting". *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 20, pp. 479-500.
- Demski, J.S. 1998. "Performance measure manipulation". *Contemporary Accounting Research*, vol. 15, pp. 261-285.



#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Demstet, H. 1983. "The structure of ownership and the theory of the firm". *Journal of Law and Economics*, vol. 26, pp. 375-393.
- Demstet, H. y K. Lehn. 1985. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, vol. 93, pp. 1155-1177.
- Denis, D.J. y D.K. Denis. 1993. "Managerial discretion, organizational structure, and corporate performance". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, pp. 209-236.
- Denis, D.J. y A. Sarin. 1999. "Ownership and board structures in publicly traded firms". *Journal of Financial Economics*, vol. 52, pp. 187-223.
- Dhaliwal, D.S. 1980. "The effect of the firm's capital structure on the choice of accounting methods". *Accounting Review*, vol. 55, pp. 78-84.
- Dhaliwal, D.S. 1988. "The effect of the firm's business risk on the choice of accounting methods". *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 15, pp. 289-302.
- Dhaliwal, D.S., G.L. Salamon y E.D. Smith. 1982. "The effect of owner versus management control on the choice of accounting methods". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 4, pp. 41-53.
- Drtina, R.E. y J.A. Largay. 1985. "Pitfalls in calculating cash flow from operations". *Accounting Review*, vol. 60, pp. 314-326.
- Duke, J.C. y H.G. Hunt. 1990. "An empirical examination of debt covenant restrictions and accounting-related debt proxies". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 12, pp. 45-63.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Dye, R.A. 1988. "Earnings management in an overlapping generations model". *Journal of Accounting Research*, vol. 26, pp. 195-235.
- Easton, P. y T.S. Harris. 1991. "Earnings as an explanatory variable for returns". *Journal of Accounting Research*, vol. 29, pp. 19-36.
- Easton, S. 1991. "Earnings and dividends: Is there an interaction effect?". *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 18, pp. 255-266.
- Eckel, N. 1981. "The income smoothing hypothesis revisited". *ABACUS*, vol. 17, pp. 28-40.
- Erickson, M. y S-W. Wang. 1999. "Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 27, pp. 149-176.
- Fama, E.F. y M.H. Miller. 1972. *The theory of finance*. Dryden Press, London.
- Fama, E.F. y M.C. Jensen. 1983. "Separation of ownership and control". *Journal of Law and Economics*, vol. 26, pp. 301-325.
- Fama, E.F. 1970. "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work". *Journal of Finance*, vol. 26, pp. 383-417.
- Fama, E.F. 1980. "Agency problems and the theory of the firm". *Journal of Political Economy*, vol. 88, pp. 288-307. Traducción al castellano: "Problemas de agencia y teoría de la empresa". *Información Comercial Española*, 1984, pp. 53-65.
- Financial Accounting Standards Board. 1974. "Accounting for research and development cost". *Statement of Financial*

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

*Accounting Standards 2*. Financial Accounting Standards Board, Stamford, Connecticut.

Financial Accounting Standards Board. 1978. "Objectives of financial statement by business enterprises". *Statement of Financial Accounting Concepts 1*. Financial Accounting Standards Board, Stamford, Connecticut.

Financial Accounting Standards Board. 1987. "Statement of cash flow". *Statement of Financial Accounting Standards 95*. Financial Accounting Standards Board, Stamford, Connecticut.

Francis, J.R., L.E. Maydew y H.C. Sparks. 1999. "The role of Big 6 auditors in the credible reporting of accruals". *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, vol. 18, pp. 17-34.

Franks, J. y C. Mayer. 1990. "Capital markets and corporate control: A study of France, Germany and the UK". *Economic Policy*, April, pp. 191-231.

Frantz, P. 1997. "Discretionary accounting choices: A debt-covenants based signalling approach". *Accounting and Business Research*, vol. 27, pp. 99-110.

Fudenberg, D. y J. Tirole. 1995. "A theory of income and dividend smoothing based on incumbency rents". *Journal of Political Economy*, vol. 103, pp. 75-93.

Gabás Trigo, F. y V. Pina Martínez. 1991. "El alisamiento de beneficios en el sector eléctrico. Un estudio empírico". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 20, pp. 265-283.

Gabás Trigo, F. y P. Apellániz Gómez. 1994. "Capacidad predictiva de los componentes del beneficio: flujos de

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- tesorería y ajustes corto-largo plazo". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Enero-Marzo, pp. 107-142.
- Gabás. F., T. Apellániz y P. Apellániz. 1999. "Factores determinantes de la elección del método contable en las fusiones de empresas". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, extraordinario nº 100, pp. 111-149.
- Galve Górriz, C. y V. Salas Fumás. 1993. "Propiedad y resultados de la gran empresa española". *Investigaciones Económicas*, vol. 17, pp. 207-238.
- Galve Górriz, C. y V. Salas Fumás. 1994. "Análisis de la estructura accionarial de la gran empresa". *Revista de Economía Aplicada*, vol. 2, pp. 75-102.
- Gaver, J.J. y J.S. Paterson. 2000. "Earnings management under changing regulatory regimes: state accreditation in the insurance industry". *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 19, pp. 399-420.
- Gaver, J.J., K.M. Gaver y J.R. Austin. 1995. "Additional evidence on bonus plans and income management". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 19, pp. 3-28
- Giner Inchausti, B. 1992. "La contabilidad creativa". *Partida Doble*, Marzo, pp. 4-21.
- Giner Inchausti, B. 1995. *La divulgación de información financiera: una investigación empírica*. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid.
- Giner Inchausti, B. 1997. "Incentivos y motivación en el contexto de la teoría de la red contractual: El papel de la información financiera". *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 6, pp. 143-156.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Giner Inchausti, B. 1999. "La vuelta la análisis fundamental en la investigación relacionada con el mercado de capitales". *Ponencia presentada a las V Jornadas de Trabajo sobre Análisis Contable*. Asociación Española de Profesores Universitarios de Contabilidad, Cádiz.
- Giner Inchausti, B. 2001. "La utilidad de la información contable desde la perspectiva del mercado": ¿evolución o revolución en la investigación. *Revista de Contabilidad*, aceptado y pendiente de publicación.
- Giner Inchausti, B. y A. Mora Enguidanos 1995. "Análisis crítico de la eficiencia del mercado de capitales en relación con la información contable". *Revista Española de Contabilidad y Tributación*, nº 181, pp. 75-122.
- Giner Inchausti, B. y A. Sancho Pérez. 1996. "Análisis dinámico de la capacidad de los flujos de fondos para determinar los futuros flujos de caja". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 25, pp. 9-34.
- Giner, B. Laffarga, J. y Larrán. M. 1999. "Asociación entre flujos de fondos contables y beta de mercado: un estudio empírico". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 28, pp. 105-136.
- Giner, B. y J.L. Hervás. 2001. "Fixed assets revaluation in Spain: Empirical evidence of the companies motivations". *Paper presented at the 24<sup>th</sup> Annual Congress of the European Accounting Association*, Athens.
- Givoly, D. y J. Ronen. 1981. "'Smoothing' manifestations in fourth quarter results of operations: Some empirical evidence". *ABACUS*, vol. 17, pp. 174-193.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- González Rodríguez, F. 1996. "El efecto precio de la política de dividendos: hacia una integración de los paradigmas de señales y agencia". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 25, pp. 581-608.
- Gonzalo Angulo, J.A. 1995. "Potencial del análisis de los flujos de tesorería". Ponencia presentada a la II Jornada de Análisis Contable. Asociación Española de Profesores Universitarios de Contabilidad, Zaragoza.
- Gordon, M.J. 1962. *The investment, financing and valuation of the corporation*. Irwin, Homewood.
- Gordon, M.J. 1964. "Postulates, principles and research in accounting". *Accounting Review*, April, pp. 251-263.
- Gravelle, H., y R. Rees. 1984. *Microeconomía*. Alianza Universidad Textos, Madrid.
- Greenawalt, M.B. y J.F. Sinkey Jr. 1988. "Bank loan-loss provision and the income-smoothing hypothesis: An empirical analysis". *Journal of Financial Services Research*, vol. 1, pp. 301-318
- Griffiths, I. 1986. *Creative accounting*. Sidgwick & Jackson, London.
- Grossman, S. y O. Hart. 1980. "Takeovers bids, the free theory rider problem and the theory of the corporation". *Bell Journal of Economics*, vol. 11, pp. 42-64.
- Guay, W.R., S.P. Kothari y R.L. Watts. 1996. "A market-based evaluation of discretionary accruals models". *Journal of Accounting Research*, vol. 34, pp. 83-105.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Guenther, D.A. 1994. "Earnings management in response to corporate tax rate changes: Evidence from the 1986 Tax Reform Act". *Accounting Review*, vol. 69, pp. 230-243.
- Guidry, F., A.J. Leone y S. Rock 1999. "Earnings-based bonus plan and earnings management by business-unit managers". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 26, pp. 113-142.
- Hagerman, R.L. y M.E. Zmijewski. 1979. "Some economics determinants of accounting policy choice". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 1, pp. 141-161.
- Hall, S.C. 1993. "Political scrutiny and earnings management in the oil refining industry". *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 12, pp. 325-357.
- Hall, S.C. y W.W. Stammerjohan. 1997. "Damage awards and earnings management in the oil industry". *Accounting Review*, vol. 72, pp. 47-65.
- Han, J.C. y S. Wang. 1998. "Political costs and earnings management of oil companies during the 1990 Persian Gulf crisis". *Accounting Review*, vol. 73, pp. 103-117.
- Hansen, G.A. 1999. "Bias and measurement error in discretionary accruals models". Working paper, Penn State University.
- Hayn, C. 1995. "The information content of losses". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 20, pp. 125-153.
- Healy, P.M. 1985. "The effect of bonus schemes on accounting decisions". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, pp. 85-107.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Healy, P.M. 1996. Discussion of a market-based evaluation of discretionary accrual models. *Journal of Accounting Research*, vol. 34, pp. 107-115.
- Healy, P.M. y K.G. Palepu. 1990. "Effectiveness of accounting-based dividends covenants". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 12, pp. 97-123.
- Healy, P.M. y J.M. Wahlen. 1999. "A review of the earnings management literature and its implications for standard setting". *Accounting Horizons*, vol. 13, pp. 365-383.
- Heninger, W.G. 2001. "The association between auditor litigation and abnormal accruals". *Accounting Review*, vol. 76, pp.111-126.
- Hepworth, S.R. 1953. "Smoothing periodic income". *Accounting Review*, January, pp. 32-39.
- Hermalin, B.E. y M.S. Weisbach. 1988. "The determinants of board composition". *Rand Journal of economics*, vol. 19, pp. 589-606.
- Hermalin, B.E. y M.S. Weisbach. 1991. "The effects of board composition and direct incentives on firm performance". *Financial Management*, vol. 20, pp. 101-112.
- Hirshleifer D. 1992. "Control corporativo y posiciones mayoritarias". *Cuadernos Económicos de I.C.E.*, vol. 1, pp. 175-201
- Hoeven, R.L. 1994. "Income smoothing by extraordinary results". *Paper presented at the 17<sup>th</sup> Annual Congress of the European Accounting Association*, Venice.



#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Holderness, C.G. y Sheehan. 1988. "The role of majority shareholders in publicly held corporations. An exploratory analysis". *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 317-346.
- Holmström, B. 1979. "Moral hazard and observability". *Bell Journal of Economics*, vol. 10, pp. 74-91. Traducido al castellano: Azar moral y observabilidad. *Cuadernos Económicos de ICE*, 1987, pp. 87-105.
- Holthausen, R.W. 1981. "Evidence on the effects of bond covenants and management compensation contracts on the choice of accounting techniques". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 3, pp. 73-109.
- Holthausen, R.W. 1990. "Accounting method choice. Opportunistic Behavior, efficient contracting, and information perspectives". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 12, pp. 207-218.
- Holthausen, R.W. y R. Leftwich. 1983. "The economics consequences of accounting choice: implications of costly contracting and monitoring". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 5, pp. 77-117.
- Holthausen, R.W., D.F. Larcker y R. G. Sloan. 1995. "Annual bonus schemes and the manipulation of earnings". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 19, pp. 29-74.
- Huefner, R., J. Ketz y J. Largay. 1989. "Foreign Currency translation and the cash flow statement". *Accounting Horizons*, vol. 3, pp. 66-75.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Hunt, H.G. 1985. "Potential determinants of corporate inventory accounting decisions". *Journal of Accounting Research*, vol. 23, pp. 448-467.
- Hunt, H.G. 1986. "The separation of corporate ownership and control: Theory, evidence, and implications". *Journal of Accounting Literature*, vol. 5, pp. 85-124.
- Imhoff, E.A. 1975. "Income smoothing: The role of management. A comment". *Accounting Review*, January, pp. 118-121.
- Imhoff, E.A. 1977. "Income smoothing. A case for doubt". *Accounting Journal*, Spring, pp. 85-100.
- Imhoff, E.A. 1981. "Income smoothing: An analysis of critical issues". *Quarterly Review of Economics and Business*, vol. 21, pp. 23-42.
- Ingram, R.W. y T.A. Lee. 1997. "Information provided by accrual and cash-flow measures of operating activities". *ABACUS*, vol. 33, pp. 168-185.
- International Accounting Standards Committee. 1983. "Contabilización de las subvenciones del gobierno e información a revelar sobre ayudas gubernamentales". *Norma Internacional de Contabilidad 20*. Reordenada en 1994. International Accounting Standard Committee, London.
- International Accounting Standards Committee. 1988a. "Provisiones, activos contingentes y pasivos contingentes". *Norma Internacional de Contabilidad 37*. International Accounting Standard Committee, London.
- International Accounting Standards Committee. 1988b. "Instrumentos financieros: reconocimiento y medición". *Norma*

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

*Internacional de Contabilidad* 39. International Accounting Standard Committee, London.

International Accounting Standards Committee. 1992. "Estado de flujo de efectivo". *Norma Internacional de Contabilidad* 7. International Accounting Standard Committee, London.

Jarrel, G.A., J.A. Brickley y J.M. Netter 1988. "The market for corporate control: the empirical evidence since 1980". *Journal of Economics Perspectives*, vol. 2, pp. 49-68.

Jarrel, G.A. y A.B. Poulsen. 1988. "Dual-class recapitalizations as antitakeover mechanisms. The recent evidence". *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 129-152.

Jensen, M.C. 1986. "Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers". *American Economic Review*, vol. 76, pp. 323-329.

Jensen, M.C. 1988. "Takeovers: Their causes and consequences". *Journal of Economics Perspectives*, vol. 2, pp. 21-48.

Jensen, M.C. y W.H. Meckling. 1976. "Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure". *Journal of financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360.

Jensen, M.C. y K.J. Murphy. 1990. "Performance pay and top-management incentives". *Journal of Political Economy*, vol. 98, pp. 225-264.

Jeter, D.C. y L. Shivakumar. 1999. "Cross-sectional estimation of abnormal accruals using quarterly and annual data: Effectiveness in detecting event-specific earnings management". *Accounting and Business Research*, vol. 29, pp. 299-319.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Jiambalvo, J. 1996. "Discussion of "Causes and consequences of earning manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC". *Contemporary Accounting Research*, vol. 13, pp. 37-47.
- Jones, C.L. 1997. "The association of discretionary accruals with current returns, current market values and future returns". Working paper, Stanford University.
- Jones, J. 1991. "Earnings management during import relief investigation". *Journal of Accounting Research*, vol. 29, pp. 193-228.
- Kamin, J.Y. y J. Ronen. 1978. "The smoothing of income numbers: Some empirical evidence on systematic differences among management-controlled and owner-controlled firms". *Accounting, Organization and Society*, vol. 3, pp.141-157.
- Kane, A., Y.K. Lee y A. Marcus. 1984. "Earnings and dividend announcements: Is there a corroboration effect?". *Journal of Finance*, vol. 39, pp. 1091-1099.
- Kang, S.H. 1999. "A conceptual and empirical evaluation of accrual prediction models". Working paper, Yale University.
- Kang, S.H. y K. Shivaramakrishnan. 1995. "Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach". *Journal of Accounting Research*, vol. 33, pp. 353-367.
- Kaplan, R.S. 1985. "Comments on Paul Healy. Evidence on the effect of bonus schemes on accounting procedure and accruals decisions". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, pp. 109-113.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Kasanen, E., J. Kinnunen y J. Niskanen. 1996. "Dividend-based earnings management: Empirical evidence from Finland". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 22, pp. 283-312.
- Kaszniak, R. 1999. "On the association between voluntary disclosure and earnings management". *Journal of Accounting Research*, vol. 37, pp. 57-81.
- Keating, A.S. y J.L. Zimmerman 1999. "Depreciation policy changes: Tax, earnings management, and investment opportunity incentives". Working paper, University of Rochester.
- Kelly, L. 1983. "The development of a positive theory of corporate management's role in external financial reporting". *Journal of Accounting Literature*, vol. 2, pp. 111-150.
- Kennedy, P. 1998. *A Guide to Econometrics*. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Key, K.G. "Political cost incentives for earnings management in the cable television industry". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 23, pp. 309-337.
- Kim, O. y Y. Suh. 1993. "Incentive efficiency of compensation based on accounting and market performance". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, pp. 25-53.
- Kinnunen, J., E. Kasanen y J. Niskanen. 1995. "Earnings management and the economy sector hypothesis: Evidence on a converse relationship in the Finnish case". *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 22, pp. 497-520.
- Klein, A. 2000. "Audit committee, board of director characteristics, and earnings management". Working paper, New York University.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Koch, B.S. 1981. "Income smoothing: An experiment". *Accounting Review*, vol. 56, pp. 574-586.
- Kothari, S.P. 2000. "Capital market research in accounting". Working paper, Massachusetts Institute of Technology.
- Labelle, R. 1990. "Bond covenants and changes in accounting policy: Canadian evidence". *Contemporary Accounting Research*, vol.6, pp. 667-698.
- Laínez Gadea, J.A. y S. Callao Gastón. 1999. *Contabilidad creativa*. Biblioteca Civitas Economía y Empresa, Madrid.
- Lambert, R.A. 1984. "Income smoothing as rational equilibrium behavior". *Accounting Review*, vol. 59, pp. 604 -618.
- Lambert, R.A. 1993. "The use of accounting and security price measures of performance in managerial compensation contracts. A discussion". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, pp. 101-123.
- Larcker, D.F. 1983. "The association between performance plan adoption and corporate capital investment". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 5, pp. 3-30.
- Lee, C.I., S. Rosenstein, N. Rangan y W.N. Davidson. 1992. "Board composition and shareholder wealth: The case of management buyouts". *Financial Management*, vol. 21, pp. 58-72.
- Leftwich, R. 1981. "Evidence of the impact of mandatory changes in accounting principles on corporate loan agreements". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 3, pp. 3-36.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Leftwich, R. 1983. "Accounting information in private markets: evidence from private lending agreements". *Accounting Review*, vol. 58, pp. 23-42.
- Leone, A.J. y L. Van Horn. 1999. "Earnings management in not-for-profit institutions: Evidence from hospitals". Working paper, University of Rochester.
- Leuz, C., D. Deller y M. Stubenrath. 1998. "An international comparison of accounting-base payout restrictions in the United States, United Kingdom and Germany". *Accounting and Business Research*, vol. 28, pp. 111-129.
- Leuz, C., D. Nanda y P. Wysocki. 2000. "Earnings management around the world". Working paper, Johann Wolfgang Goethe-Universität y University of Michigan Business School.
- Leuz, C., D. Nanda y P. Wysocki. 2001. "Earnings management and institutional factor: An international comparison". Working paper, Wharton School of the University of Pennsylvania y University of Michigan Business School.
- Lev, B. y S. Kunitzky. 1974. "On the association between smoothing measures and the risk of common stocks". *Accounting Review*, April, pp. 259-270.
- Libby, R. y W. Kinney. 1999. "Earnings management, Audit differences and analysts' forecasts". Working paper, Cornell University y University of Texas at Austin.
- Liberty, S.E. y J.L. Zimmermam. 1986. "Labor union contract negotiations and accounting choice". *Accounting Review*, vol. 61, pp. 692-712.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Lim, S. 1996. "Institutional and structural constraints to detecting earnings management of firms subjected to price regulation". Working paper, University of Technology, Sidney.
- López Gracia, J. y A. Peiró Giménez. 1994. "The income smoothing hypothesis. The experience in the Spanish listed companies". *Paper presented at the 17<sup>th</sup> Annual Congress of the European Accounting Association, Venice.*
- Lougee, B.A. 1999. "Employee stock ownership plans: performance enhancers or corporate control devices?". Working paper, Cornell University.
- Ma, C.K. 1988. "Loan loss reserves and income smoothing: the experience in the U.S. banking industry". *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 15, pp. 487-497.
- Makar, S.D. y P. Alam. 1998. "Earnings management and antitrust investigation: Political cost over business cycles". *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 25, pp. 701-720.
- Malatesta, P.H. y R.A. Walkling. 1988. "Poison pill securities. Stockholder wealth, profitability, and ownership structure". *Journal of Financial Economic*, vol. 20, pp. 347-376.
- Malmquist, D.H. 1990. "Efficient contracting and the choice of accounting method in the oil and gas industry". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 12, pp. 173-205.
- Markowitz, H. 1959. *Portfolio selection: Efficient diversification of investments*. John Wiley, New York.
- Marris, R. 1964. *The economic theory of managerial capitalism*. Free Press ,New York.



#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- McConnell, J. y H. Servaes. 1990. "Additional evidence on equity ownership and corporate value". *Journal of Financial Economics*, vol. 27, pp. 595-612.
- McCulloch, B.W. 1998a). "Multi-period incentives and alternative dials for earnings management". Working paper, New Zealand Treasury.
- McCulloch, B.W. 1998b). "Relation among components of accruals under earnings management". Working paper, New Zealand Treasury.
- McNichols, M. y G.P. Wilson. 1988. "Evidence of earnings management from the provision for bad debts". *Journal of Accounting Research*, vol. 26, pp. 1-31
- McNichols. M.F. 2000. "Research design issues in earning management studies". *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 19, pp. 313-345.
- Mertens, G.M.H. 1991. "Accounting choice: preliminary evidence on the effects of the introduction of accounting regulation in the Netherlands in 1971". *European Accounting*, vol. 3, pp. 44-55.
- Mertens, G.M.H. 1997. *The impact of changes in financial reporting regulation on financial accounting method choice*. Faculty of Economics and Business Administration, Maastricht University, Dissertation nº 97-38.
- Michelson, S.E., J.J. Jordan-Wagner y C.W. Wootton. 1995. "A market based analysis of income smoothing". *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 22, pp. 1179-1193.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Miller, M.H. y F. Modigliani. 1961. "Dividend policy, growth and the valuation of shares". *Journal of Business*, vol. 34, pp. 411-433.
- Modigliani, F. y M.H. Miller. 1958. "The cost of capital corporation finance, and the theory of investment". *American Economic Review*, vol. 48, pp. 261-297.
- Monterrey Mayoral, J. 1997. "Entre la contabilidad creativa y el delito contable. La visión de la contabilidad creativa". Ponencia presentada al V seminario "Carlos Cubillo Valverde" sobre nuevas tendencias de la contabilidad. Miraflores de la Sierra, Madrid.
- Monterrey Mayoral, J. 1998. "Un recorrido por la contabilidad positiva". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 27, pp. 427-467.
- Mora, A. y W. Rees. 1996. "Un análisis empírico sobre la práctica de la consolidación contable en las empresas españolas". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 25, pp.161-178.
- Mora, A. y W. Rees. 1998. "The early adoption of consolidated accounting in Spain". *European Accounting Review*, vol.7, pp. 675-696.
- Morck, R., A. Shleifer y R. Vishny. 1988. Management ownership and market valuation. *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 293-315.
- Morck, R., A. Shleifer y R. Vishny. 1989. "Alternative mechanisms for corporate control". *American Economic Review*, vol. 79, pp. 842-852.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Moses, D. 1987. "Income smoothing and incentives: Empirical test using accounting changes". *Accounting Review*, April, pp. 358-377.
- Moyer, S.E. 1990. "Capital adequacy ratio regulations and accounting choice in commercial banks". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 13, pp. 123-154.
- Murphy, K. Y J. Zimmerman. 1993. "Financial performance surrounding CEO turnover". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, pp. 273-315.
- Myers, L.A. y D.J. Skinner. 1999. "Earnings momentum and earnings management". Working paper, University of Michigan Business School.
- Naser, K.H.M. 1993. *Creative financial accounting: its nature and use*. Prentice Hall, London.
- Newman, P. 1998. "Discussion of 'An explanation for accounting income smoothing' ". *Journal of Accounting Research*, vol. 26, pp. 140-143.
- Niehaus, G.R. 1989. "Ownership structure and inventory method choice". *Accounting Review*, vol. 64, pp. 269-284.
- Ortuño-Ortín, I. 1992. "Organización interna y control externo de la empresa". *Cuadernos Económicos de I.C.E*, vol. 3, pp. 147-159.
- Paek, W. y E. Press. 1997. "Discretionary accruals, managers' incentives, and stock prices". Working paper, Sung Kyun Kwan University y Temple University.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Peasnell, K.V., P.F. Pope y S. Young. 1998. "Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accrual models". Working paper, Lancaster University.
- Peasnell, K.V., P.F. Pope y S. Young. 1999a). "Outside directors, board effectiveness and abnormal accruals". Working paper, Lancaster University.
- Peasnell, K.V., P.F. Pope y S. Young. 1999b). "Accrual management to meet earnings targets: Did Cadbury make a difference?". Working paper, Lancaster University.
- Peasnell, K.V., P.F. Pope y S. Young. 2000a). "Managerial equity ownership and the demand for outside directors". Working paper, Lancaster University.
- Peasnell, K.V., P.F. Pope y S. Young. 2000b). "The characteristics of firms subject to adverse ruling by the financial reporting review panel". Working paper, Lancaster University.
- Peltzman, S. 1976. "Toward a more general theory of regulation". *Journal of law and Economics*, vol. 19, pp. 211-240.
- Peñalva, F. 1998. "Loss reserves and accounting discretion in the property-casualty insurance industry". Working paper, University of California at Berkeley.
- Petroni, K.R. 1992. "Optimistic reporting in the property casualty insurance industry". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 15, pp. 157-179.
- Petroni, K.R., S. Ryan y J. Wahlen. 1999. "Discretionary and non-discretionary revisions of loss reserves by property-casualty insurers: Differential implications for future profitability, risk, and market value". Working paper, Indiana University.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Pina Martínez, V. 1988. *Efectos económicos de las normas contables*. Monografía nº 11 de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Madrid
- Pina Martínez, V. 1991. "Investigación empírica y normalización contable". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 20, pp. 83-126.
- Pound, J. 1988. "Proxy contest and the efficiency of shareholders' wealth". *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 237-265.
- Porciau, S. 1993. "Earnings management and nonroutine executive changes". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, pp. 317-336.
- Rajgopal, S., M. Venkatachalam y J. Jiambalvo. 1999. "Is institutional ownership associated with earnings management and the extent to which stock prices reflect future earnings?". Working paper, University of Washington y Stanford University.
- Rayburn, J. 1986. "The association of operating cash flow and accruals with security returns". *Journal of Accounting Research*, vol. 24, pp. 112-133.
- Real Decreto 1643/1990, de 20 de diciembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad (BOE de 27 de diciembre de 1990).
- Real Decreto 1815/1991, de 20 de diciembre, por el que se aprueban las normas para formulación de las cuentas anuales consolidadas (BOE de 27 de diciembre de 1991).
- Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el reglamento del registro Mercantil (BOE de 31 de julio de 1996).

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica (BOE de 8 de junio de 1996).

Resolución de 20 de diciembre de 1996, del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, por la que se fijan criterios generales para determinar el concepto de patrimonio contable a efectos de los supuestos de reducción de capital y disolución de sociedades regulados en la legislación mercantil (BOE de 4 de marzo de 1997).

Richardson, V.J. 1998. "Information asymmetry and earnings management: Some evidence". Working paper, University of Kansas.

Robb, S.W. 1998. "The effect of analysts' forecast on earnings management in financial institutions". *Journal of Finance Research*, vol. 21, pp. 315-331.

Robertson, D.H. 1923. *The control of Industry*. Harcourt Brace, New York.

Robinson, T.R. y J. Grant. 1997. "The impact of earnings management on bond risk premia". *Advances in Accounting*, vol. 15, pp. 169-192.

Ronen, J. y S. Sadan. 1975. "Classificatory smoothing: Alternative income models". *Journal of Accounting Research*, Spring, pp. 133-149.

Ronen, J. y S. Sadan. 1981. *Smoothing income numbers. Objectives, means, and implications*. Addison-Wesley Publishing Company, Reading, Massachusetts.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Ross, S.A. 1973. "The economic theory of agency: The principal's problem". *American Economic Association*, vol. 63, pp. 134-139.
- Ryngaert, M. 1988. "The effect of poison pill securities on shareholder wealth". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 20, pp. 377-417.
- Salas Fumás, V. 1984. "Economía teórica de la empresa". *Información Comercial Española*, Julio, pp. 9-22.
- Salas Fumás, V. 1987. "La empresa en la economía industrial". *Investigaciones Económicas (Segunda época)*, Suplemento, pp. 7- 41.
- Salas Fumás, V. 1992. "Incentivos y supervisión en el control interno de la empresa: implicaciones para la concentración de su accionariado". *Cuadernos Económicos de I.C.E.*, vol. 52, pp. 127-145.
- Sankar, M.K. 1999. "The impact of alternative forms of earnings management on the returns-earnings relation". Working paper, University of Southern California
- Sargent, T. J. 1982 *Teoría macroeconómica. Volumen 1*. Antoni Bosh Editor, Barcelona.
- Saudagaran, S.M. y J.F. Sepe. 1996. "Replication of Moses' income smoothing test with Canadian and UK data: A note". *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 23, pp. 1219-1222.
- Schipper, K. 1989. "Commentary on earnings management". *Accounting Horizons*, December, pp. 91-102.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Serra Ramoneda, A. 1986. *Sistema económico y empresa*. Ariel Economía, Barcelona.
- Sharpe, W.F. 1964. "Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk". *Journal of Finance*, vol. 19, pp. 425-442.
- Shivakumar, L. 2000. "Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offering?". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 29, pp. 339-371.
- Shivdasani, A. 1993. "Board composition, ownership structure, and hostile takeovers". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, pp. 167-198.
- Shleifer, A. y R.W. Vishny. 1986. "Large shareholders and corporate control". *Journal of Political Economy*, vol. 94, pp. 461-488.
- Simon, H. 1957. *Administrative behavior*. MacMillan, New York.
- Simon, H. 1959. "Theories of decision making in economics and behavioral science". *American Economic Review*, vol. 49.
- Skinner, D.L. 1993. "The investment opportunity set and accounting procedure choice". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, pp. 407-445.
- Sloan, R.G. 1993. "Accounting earnings and top executive compensation". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, pp. 55-100.
- Smith, C.W. y J.B. Warner. 1979. "On financial contracting. An analysis of bond covenants". *Journal of Financial and Economics*, vol. 7, pp. 117-161.



#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Smith, C.W. y R.L. Watts. 1982. "The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies". *Journal of Financial Economics*, vol. 32, pp. 263-292.
- Smith, E.D. 1976. "Effects of separation of ownership from control on accounting policy decision". *Accounting Review*, vol. 51, pp. 701-723
- Soliman, M. 1989. *The determinants of accounting choice by small firms: An empirical investigation*. University Microfilms International.
- Spence, A.M. y R. Zeckhauser. 1971. "Insurance, information, and individual action". *American Economic Review*, vol. 61, pp. 380-387.
- Stigler, G.J. 1971. "The theory of economic regulation". *Bell Journal of Economics and Management Science*, Spring, pp. 3-21. Traducido al castellano: "La teoría económica de la regulación", *CIRIEC España*, Septiembre, 1990, pp. 81-115.
- Stolowy, H. y G. Breton. 2000. "A review of research on accounts manipulation". *Paper presented at the 23<sup>rd</sup> annual congress of the European Accounting Association*. Munich.
- Stulz, R.M. 1988. "Managerial control of voting rights. Financing policies and the market for corporate control". *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 25-54.
- Suárez Suárez. A.S. 1988. *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*. Editorial Pirámide, Madrid.
- Subramaniam, C. y L.A. Daley. 2000. "Free cash flow, golden parachutes, and the discipline of takeover activity". *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 27, pp. 1-36.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Subramanyam, K.R. 1996. "The pricing of discretionary accruals". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 22, pp. 249-281.
- Sweeney, A.P. 1994. "Debt-covenant violations and managers' accounting responses". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 17, pp. 281-308.
- Teoh, S.H., I. Welch y T.J. Wong. 1998a). "Earnings management and the underperformance in seasoned equity offering". *Journal of Financial Economics*, vol. 50, pp. 63-99.
- Teoh, S.H., I. Welch y T.J. Wong. 1998b). "Earnings management and the long-run market performance of initial public offering". *Journal of Finance*, vol. 53, pp. 935-1974.
- Teoh, S.H., T.J. Wong y G.R. Rao. 1998. "Are accruals during initial public offerings opportunistic?". *Review of Accounting Studies*.
- Thomas, J. y X. Zhang. 2000. "Identifying unexpected accruals: a comparison of current approaches". *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 19, pp. 347-376.
- Trueman, B. y S. Titman. 1988. An explication for accounting income smoothing. *Journal of Accounting Research*, vol. 26, pp. 127-143.
- Tua Pereda, J. 1983. *Principios y normas de contabilidad. Historia, metodología y entorno de la regulación contable*. Instituto de Planificación Contable, Madrid.
- Tua Pereda, J. 1991. *La investigación empírica en contabilidad. La hipótesis de la eficiencia de mercado*. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Turner, L.E. y J.H. Godwin. 1999. "Auditing, earnings management, and international accounting issues at the Securities and Exchange Commission". *Accounting Horizons* vol. 13, pp. 281-297.
- Wahlen, J. 1994. "The nature of information in commercial bank loss disclosures". *Accounting Review*, vol. 69, pp. 455-478.
- Wallace, O., K. Nasser y A. Mora. 1994. "The relation between the comprehensiveness of corporate annual reports and firms characteristics in Spain". *Accounting and Business Research*, vol. 97, pp. 41-53.
- Warfield, T.,J. Will y K. Wild. 1995. "Managerial ownership, accounting choices and informativeness of earnings". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 20, pp. 61-91.
- Warner, J.R., R.L. Watts y K.H. Wruck. 1988. "Stock price and top management changes". *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 461-492.
- Watts, R.L. 1977. "Corporate financial Statement: product of the market and political processes". *Australian Journal of management*, April, pp. 53-75.
- Watts, R.L. 1992. "Accounting choice theory and market-based research in accounting". *British Accounting Review*, vol. 24, pp. 235-267.
- Watts, R.L. y J.L. Zimmerman. 1978. "Towards a positive theory of the determination of accounting standards". *Accounting Review*, vol. 53, pp. 112-134.
- Watts, R.L. y J.L. Zimmerman. 1979. "The demand for and supply of accounting theories: The market for excuses". *Accounting Review*, vol. 54, pp. 273-305.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Watts, R.L. y J.L. Zimmerman. 1986. *Positive accounting theory*. Prentice-Hall International, New Jersey.
- Watts, R.L y J.L. Zimmerman. 1990. "Positive accounting theory: A ten year perspective". *Accounting Review*, vol. 65, pp. 131-156.
- Weisbach, M.S. 1988. Outsider directors and turnover. *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 431-460.
- White, G.E. 1970. "Discretionary accounting decisions and income normalization". *Journal of Accounting Research*, Autumn, pp. 260-273.
- White, G.E. 1972. "Effects of discretionary accounting policy on variable and declining performance trends". *Journal of Accounting Research*, Autumn, pp. 351-358.
- Williamson, O.E. 1964. *The economics of discretionary behavior: Managerial objectives in a theory of the firm*. Prentice Hall, New York.
- Williamson, O.E. 1975. *Markets and hierarchies: Analysis and antitrust implications*. Free Press, New York.
- Williamson, O.E. 1979. "Transaction-cost economics: The governance of contractual relations". *Journal of Law and Economics*, October, pp. 233-261.
- Williamson, O.E. 1985. *The economics institutions of capitalism: Firms. Markets relational contracting*. Free Press, New York.
- Wilson, G.P. 1986. "The incremental information content of the accrual and funds components of earnings after controlling for earnings". *Accounting Review*, vol. 62, pp. 293-322.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Woolridge, J.R. 1982. "The information content of dividend changes". *Journal of Financial Research*, vol. 5, pp. 237-247.
- Wu, Y.W. 1997. "Management buyouts and earnings management". *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, vol. 12, pp. 373-389.
- Young, S. 1998. "The determinants of managerial accounting policy choice: Further evidence for the U.K." *Accounting and Business Research*, vol. 28, pp.133-143.
- Young, S. 1999. "Systematic measures error in the estimation of discretionary accruals: An evaluation of alternative modeling procedures". *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 26, pp. 833-862.
- Young, S. 2001. "A review of the earnings management literature". *HARMONIA Research Workshop*. Maastricht.
- Zeff, S.A. 1978. "The rise of economics consequences". *Journal of Accountancy*, December, pp. 56-63.
- Zmijewski, M.E. y R.L. Hagerman. 1981. "An income strategy approach to the positive theory of accounting standards setting choice". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 3, pp. 129-149.

