

**UNA APROXIMACIÓN EMPÍRICA A LAS RELACIONES DE GOBIERNO
CORPORATIVO EN LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS**

Manuel M. García-Ayuso Corvasí

Profesor Titular de Universidad

mgayuso@us.es

Ignacio Ruiz Albert

Ayudante de Universidad

ira@us.es

Constancio Zamora Ramírez

Profesor Titular de Universidad

constancio@us.es

Dpto. de Contabilidad y Economía Financiera
Ftad. de Ciencias Económicas y Empresariales
Avda. Ramón y Cajal 1. 41018 Sevilla
Telfs. 9545576 04(08)(16) Fax 954557669

Área Temática: A) Información Financiera y Gobierno de Sociedades

UNA APROXIMACIÓN EMPÍRICA A LA RELACIÓN ENTRE LA CALIDAD DE LA INFORMACION CONTABLE Y EL GOBIERNO CORPORATIVO EN LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

RESUMEN

La calidad de la información contable puede entenderse como una consecuencia natural de la existencia de buenas practicas de gobierno corporativo. Al mismo tiempo, uno de los pilares básicos sobre los que debe asentarse el diseño e implantación de mecanismos eficientes de gobierno de las empresas es una información contable de calidad. El propósito de este trabajo es analizar la relación existente entre la calidad de la información contable y algunos de los mecanismos de gobierno corporativo. Nuestros resultados, indican que la calidad de la información contable, medida en términos de ajustes discretionales por devengo, está estrechamente ligada a la existencia de estructuras de control corporativo en las empresas españolas, que vienen determinadas por el accionariado de la compañía y, en cierta medida, por la auditoría. La evidencia obtenida sugiere que la existencia de diferentes grupos de acreedores y prestamistas bancarios o la elección de una de las grandes firmas de auditoría, no implican un fortalecimiento de los mecanismos de monitorización que reduzca la manipulación de la información contable.

Palabras clave: Gobierno Corporativo, Calidad de la Información Contable.

Clasificación JEL: G30, M40

UNA APROXIMACIÓN EMPÍRICA A LAS RELACIONES DE GOBIERNO CORPORATIVO EN LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

1. INTRODUCCION.

Este trabajo explora empíricamente las relaciones existentes entre la calidad de la información suministrada por las empresas españolas, la calidad de su gestión y determinadas características de su estructura de gobierno corporativo.

La calidad de la información contable se encuentra íntimamente relacionada con los mecanismos de gobierno corporativo de las empresas y ha sido considerada, alternativamente, como una consecuencia y una condición necesaria para el mismo (Monterrey, 2003). Parece razonable esperar que las características de los actores y los mecanismos involucrados en el gobierno de la empresa se reflejen en la información revelada.

Aunque la calidad de la información es un concepto multidimensional, es indudable que la existencia del mínimo nivel posible de manipulación en los resultados publicados es un indicativo de la misma. Por ello, hemos utilizado como subrogado de la calidad de la información contable una medida del nivel de manipulación introducida por los gerentes en los estados financieros: la magnitud de los ajustes por devengo discrecionales determinada por medio del modelo de Jones, modificado de acuerdo con el planteamiento de Dechow *et al.* (1995). Para medir la calidad de la gestión hemos utilizado variables que miden las políticas de autofinanciación seguidas por la empresa. La asimetría de la información existente entre los internos (gerentes y accionistas de control) y los partícipes externos de la empresa facilita la manipulación de la información contable. La probabilidad de que la información contable sea manipulada para satisfacer intereses distintos de los de los partícipes de la empresa está estrechamente ligada a la ausencia de mecanismos de monitorización. A este respecto, es de esperar que el hecho de que los estados financieros estén auditados esté relacionado negativamente con el nivel de manipulación y, consiguientemente, tendrá un efecto positivo con el nivel de calidad de la información contable. Con relación a la estructura de control corporativo consideramos variables relativas a alguno de los mecanismos de control a los que la empresa se encuentra sometida, concretamente el control ejercido por sus acreedores y por sus auditores.

El interés de este tipo de estudios es evidente en tanto que asegurar una información económico financiera de calidad a los diferentes partícipes parece una prioridad en un momento en el cual se ha puesto en entredicho la utilidad de la información contable como mecanismo eficaz de control de las empresas, produciéndose una pérdida de confianza generalizada en los sistemas de información que rigen en nuestros mercados. Resulta pues necesario conocer mejor tanto los mecanismos determinantes del suministro de información de calidad como los mecanismos de control de dicho suministro.

El desarrollo del presente trabajo será el siguiente, en primer lugar discutiremos la relevancia del estudio del gobierno corporativo así como la relación del mismo con la calidad de la información contable suministrada, posteriormente justificaremos la medición de esta calidad informativa utilizando modelos de ajustes discrecionales del resultado contable. En el apartado tercero exponemos la metodología utilizada junto con la definición de las variables e hipótesis. En el cuarto apartado se describirá la muestra utilizada, procediendo a continuación a comentar los resultados obtenidos.

Finalmente, presentamos las conclusiones alcanzadas junto con alguna de las posibles extensiones futuras.

2. MOTIVACIÓN DEL ESTUDIO Y DESARROLLO DE LAS HIPÓTESIS

El gobierno corporativo y la calidad de la información.

Para Shleifer y Vishny (1997) el gobierno corporativo se interesa por los medios o mecanismos a través de los cuales, aquellos que proveen de recursos financieros a las empresas, se aseguran una retribución adecuada para su inversión. Mediante el estudio del mismo se intenta responder a diferentes preguntas que se podrían concretar en una: ¿Como controlan a los directivos los proveedores de financiación de una empresa?.

Bajo esta forma, ampliamente aceptada, de concebir el gobierno corporativo subyace el planteamiento de un problema de agencia en un contexto de información asimétrica. La separación entre la propiedad de los recursos invertidos en una empresa y su gestión efectiva obliga a desarrollar mecanismos de control (Jensen y Meckling, 1976). Los directivos conocen mejor que los proveedores de recursos cual es el empleo efectivo de estos últimos y su rendimiento, luego pueden actuar de manera oportunista. Los contratos que regulan la relación entre ambas partes son necesariamente incompletos (no pueden contemplar todas las contingencias posibles) requiriendo de mecanismos alternativos de control (como la protección legal al inversor, el suministro de información creíble a los mercados financieros, los planes retributivos ligados a algún indicador de rendimiento para los directivos...).

Se ha considerado que las formas en las que se configuren estos mecanismos de control corporativo determinarán, de alguna manera, los modelos de financiación de las empresas, modelos que, a su vez, actuarán sobre la eficiencia del sistema económico en sí mismo al determinar el coste y disponibilidad de recursos financieros. Bajo esta perspectiva un buen gobierno corporativo sería aquel que asegurara al sector productivo el suministro de la financiación necesaria al precio adecuado para asegurar la competitividad del sistema (Salas, 2000).

Simplificando bastante podríamos decir que, en ausencia de mecanismos de protección para los inversores (principalmente de naturaleza legal), se tenderá a la concentración del capital como mecanismo de defensa ante la pérdida de control que suponen las pequeñas participaciones (Shleifer y Vishny, 1997). De manera análoga los acreedores necesitarán de una protección legal suficiente para suministrar recursos a un precio razonable e intentarán salvaguardar su inversión ejerciendo el control de manera directa cuando esto sea posible. La concentración como método de control puede tener como resultado (Shleifer y Vishny, 1997) un sesgo en los objetivos de la empresa hacia los de estos grupos de control, en detrimento del resto de inversores, y el problema de agencia se establecería, antes que entre gerentes y suministradores de recursos financieros, entre grupos de control e inversores minoritarios.

Desde una óptica algo distinta, como la sostenida por Tirole (2001), debemos considerar que los interesados en la gestión de la empresa no son solo los inversores sino un número mayor de colectivos (*stakeholders*) como los trabajadores, clientes o, incluso, la sociedad en general, cuyos intereses también deberían ser tenidos en cuenta. Con ello ampliamos el ámbito de los actores implicados o afectados por las decisiones sobre gobierno corporativo.

En nuestro país el modelo legal imperante se ha caracterizado por una escasa protección de los intereses del inversor financiero, principalmente cuando se trata del pequeño accionista (Salas, 2002) siendo frecuente la concentración de la propiedad y una fuerte dependencia de la financiación bancaria en ausencia de mercados de capitales adecuadamente amplios y activos.

Observamos como, en la medida que en última instancia, las consecuencias de los sistemas de gobierno corporativo inciden en la sociedad dentro de la que se desarrollan y que las decisiones privadas tienen efectos externos en el conjunto de la economía, parece razonable plantearse la necesidad de una intervención del Estado en la configuración de estos sistemas. En este sentido se ha desarrollado el debate relativo a la determinación del equilibrio óptimo entre la intervención normativa estatal en los mecanismos de gobierno corporativo y su autorregulación por empresas y mercados. En términos generales, desde los directamente implicados a los académicos, se reconoce la necesidad de ambos componentes aunque variando las opiniones en cuanto a su proporción y áreas concretas de aplicación.

El Informe Aldana (2003), por ejemplo, considera necesaria la convergencia del sistema español con el modelo anglosajón respondiendo a la "orientación general de las economías avanzadas hacia sistemas centrados en las bolsa de valores" (p.7), camino para el cual sostiene "la convicción de que la variedad de problemas que plantea el gobierno corporativo de sociedades de estructura cada vez más compleja y exigencias crecientes de especialización y profesionalización en un entorno competitivo, se aborda mejor desde la flexibilidad de la autorregulación, bajo el principio constitucional de la libertad de empresa, y con la sanción del mercado al régimen de autogobierno elegido por cada sociedad en condiciones de transparencia" (p. 48). La contrapartida normativa será la publicidad y transparencia de los sistemas de gobierno corporativo, "la información es la piedra angular sobre la que descansa todo el sistema para que los precios se formen adecuadamente y se pueda tutelar la posición de quienes en ellos actúan" (p. 13) por lo que se debe "fomentar la difusión de una información lo más amplia y fiable posible" (p. 7).

Según un estudio realizado entre altos dirigentes del mundo empresarial utilizando encuestas (Fundación de Estudios Financieros, 2002), la opinión generalizada entre los directamente implicados es que las medidas deberían ser normativas en la parte que se refiere a la igualdad de derechos de los accionistas, transparencia y seguridad de los mercados financieros y gestión de los conflictos de intereses dejando a la autorregulación las medidas relacionadas con la composición y funcionamiento de los órganos internos. La publicación obligatoria del seguimiento de códigos de buen gobierno daría transparencia a esta opción, legitimándola ante los inversores.

Salas (2002) considera que *"los directivos y/o accionistas de control que cometen abusos y expropián rentas de inversores minoritarios...provocan externalidades porque si se descubren y hacen públicos minan la confianza en el sistema financiero en su conjunto. La regulación tendrá que preocuparse de crear salvaguardas para proteger al sistema y evitar efectos perniciosos para el conjunto de la sociedad" pero también "parece claro que la regulación, si se pone en marcha, debe contemplar como un objetivo claro facilitar el funcionamiento de la autorregulación y el mercado"*.

Podemos afirmar que, independientemente del resto de las áreas de interés en esta discusión (composición y funciones de los consejos de administración, constitución de comités de auditoría, protección de los derechos de los accionistas minoritarios...), es generalmente aceptado que la calidad de la información

suministrada es necesaria como herramienta de control, encontrándose entre los objetivos principales de todos los códigos de buen gobierno corporativo.

La información contable adquiere así un papel especialmente relevante en un momento histórico en el cual se ha puesto en entredicho su utilidad como mecanismo de control eficaz de la actividad gerencial por parte de todos aquellos partícipes del resultado empresarial no implicados directamente en la gestión o con el poder suficiente para acudir a mecanismos de control alternativos, produciéndose una pérdida de confianza generalizada en los sistemas de información que rigen en nuestros mercados.

Resulta pues inexcusable conocer mejor tanto los mecanismos determinantes del suministro de información de calidad como los mecanismos de control de dicho suministro.

Medidas de la calidad de la información suministrada.

La calidad de la información suministrada por las empresas se ha medido frecuentemente utilizando índices que recogen la presencia, ausencia o nivel de detalle de determinados ítems informativos (Botosan, 1997; Giner, 1997; Lizarraga y Archel, 2001) o acudiendo a *rankings* elaborados por usuarios externos significativos como los analistas financieros (Healy, Hutton y Palepu, 1999; Lang y Lundholm, 1996), en ocasiones, la asunción de estándares contables más exigentes que los obligatoriamente aplicables en la elaboración de la información ha sido el criterio que ha permitido evaluarla (Leuz y Verrecchia, 2000).

Junto a las anteriores, podemos considerar que una aproximación razonable a la calidad de la información o, por lo menos, a una de las cualidades que la conforman, podría ser el grado en la que esta no es manipulada significativamente por aquellos encargados de suministrarla.

El estudio de la utilización de los ajustes por devengo discrecionales como herramienta de manipulación del resultado ha dado lugar a diferentes modelos enfocados a medir este componente discrecional. En este trabajo utilizaremos como medida de la calidad de la información el modelo de ajustes por devengo propuesto por Dechow *et al.*, (1995) que describiremos posteriormente.

Esta medida presenta ventajas importantes sobre las anteriores, como su gran fiabilidad que facilita replicar los contrastes, o su aplicación en diferentes diseños experimentales con mínimas distorsiones. Lo anterior, junto a la posibilidad de evaluar la calidad de la información de un elevado número de compañías, otorga un atractivo indudable a este tipo de indicadores.

Una ventaja añadida, en el marco de este trabajo, es su conexión directa con el gobierno corporativo de la sociedad que la emite. Se ha considerado que no es posible entender las políticas de revelación de información de las empresas sin tener en cuenta que, junto con el enfoque coste beneficio, intervienen factores endógenos, principalmente: la actuación de los directivos y la política de gobierno corporativo de las empresas. Estos tres factores se encuentran íntimamente relacionados. En este sentido Core (2001) afirma que:

- Las empresas determinan sus políticas de información óptimas (aquellas que maximizan su valor).

- Las estructuras de gobierno corporativo de la empresa determinan la fidelidad con la que los directivos se ajustan a estas políticas óptimas de revelación.

Luego las diferencias transversales en las políticas de información dependerán de:

- Cual sea la política óptima de revelación considerada en función de las asimetrías informativas existentes, los posibles costes relacionados con la emisión de información...
- La capacidad de la estructura de gobierno corporativo de la empresa para implementar esta política óptima sin manipulación (limitando la discrecionalidad de los directivos a un mínimo razonable).

Los incentivos de los directivos para ejercer discrecionalmente sus funciones.

Dicho de otro modo, existe una relación endógena entre: asimetrías informativas; la calidad de la información; los incentivos de los directivos y el gobierno corporativo.

En este contexto observamos como los problemas de agencia adquieren un papel relevante para el estudio del suministro de información y como el gobierno corporativo puede ser considerado como un mecanismo para limitar costes de agencia.

La calidad de la información contable, medida mediante modelos de ajustes por devengo y considerada consecuencia de las características de los sistemas de gobierno corporativo ha sido estudiada anteriormente en diversos trabajos como el de Peasnell *et al.* (2000) que utiliza variables relativas a la estructura de los consejos de administración (más concretamente, el número de consejeros no ejecutivos y el tamaño del consejo) o, más recientemente y con empresas de nuestro mercado, el trabajo de Azofra *et al.* (2003) donde se explora la relación entre las diferentes estructuras de control corporativo derivadas de diferentes estructuras de capital (diferente concentración del accionariado) con las características del suministro de información reflejadas también por la manipulación del resultado contable.

La discrecionalidad directiva en cuanto a política contable como medida del grado de control corporativo de las sociedades ha sido propuesta también por de Andrés *et al.* (2001) que encuentran en su estudio relaciones significativas entre el nivel de ajustes discretos utilizado por la dirección ejecutiva (que intentaría utilizar la señal que supone el beneficio de manera oportunista) y determinadas características de sus consejos de administración relacionadas, en principio, con una ineficiente labor de gobierno por parte de los mismos (principalmente un tamaño excesivo del consejo).

Bajo esta perspectiva consideramos que la calidad de la información suministrada es una consecuencia del sistema de gobierno corporativo de la empresa y que el nivel de manipulación del resultado es un indicador válido de la calidad de la información, constituyéndose este nivel de manipulación en nuestra variable dependiente.

3. MÉTODO

El modelo de análisis utilizado consiste en la realización de una serie de regresiones lineales univariantes, para determinar las relaciones existentes entre la calidad de información y calidad de gestión en el gobierno corporativo.

Como variable aproximativa a la calidad de la información contable hemos utilizado un modelo indicador de manipulación del resultado. Estos modelos se basan en la valoración de los ajustes por periodificación discrecionales (APD), como residuo de los ajustes por periodificación totales (APT) no explicados por los ajustes no discrecionales (APND).

$$APT = APD + APND \quad [1]$$

La mayor parte de los estudios empíricos publicados (Bartov, 2001; Jones, 1991; Healy, 1985) coinciden en asumir que el montante total de los ajustes contables realizados por una empresa en un ejercicio como consecuencia de la aplicación del principio del devengo es:

$$APT_t = (\Delta AC_t - \Delta TES_t - \Delta IFT_t) - (\Delta ACRCP_t - \Delta DECCP_t) - AMORT_t - PROV_t \quad [2]$$

siendo APT los ajustes por periodificación totales del ejercicio contable, que se calcularían por diferencia entre la variación experimentada por las partidas del activo circulante (AC) excluidas las que no están sujetas a estos ajustes, como la tesorería (TES) y las inversiones financieras temporales (IFT), y los ajustes que se producen en el pasivo circulante, estimados como diferencia entre el incremento en la partida de acreedores a corto plazo (ACRCP) y la variación producida en las deudas a corto plazo con entidades de crédito (DECCP). A estos ajustes se suelen incorporar (con signo negativo) las amortizaciones (AMORT) y las provisiones (PROV) del ejercicio. La aportación específica de cada uno de los modelos de detección de manipulación del resultado basados en medidas de ajustes por periodificación consiste en la determinación del componente no discrecional de los ajustes (APND) que, por diferencia con los ajustes totales, proporciona una estimación del componente discrecional (APD) indicativo del grado de manipulación del resultado.

Uno de los modelos más utilizado por la literatura ha sido el propuesto por Jones (1991), donde los ajustes no discrecionales serían la parte de los ajustes por periodificación totales que es capaz de explicar el siguiente modelo de regresión, estimando los coeficientes β_i por mínimos cuadrados para todo el periodo de n años:

$$\frac{APT_{it}}{AT_{it-1}} = \beta_1 \frac{1}{AT_{it-1}} + \beta_2 \frac{\Delta VTAS_{it}}{AT_{it-1}} + \beta_3 \frac{IM_{it}}{AT_{it-1}} + e_{it} \Rightarrow APD_{it} = e_{it} \quad [3]$$

donde $\Delta VTAS$ denota el incremento de ventas ocurrido en el año t , cuya información la hemos extraído del apartado de ventas netas del ejercicio de la cuenta anual de pérdidas y ganancias, e IM el inmovilizado material de dicho ejercicio. Los ajustes discrecionales vendrían determinados por los residuos (e_{it}) arrojados para cada empresa en cada año por el modelo.

La modificación propuesta por Dechow *et al.* (1995) al modelo de Jones (1991) consistió en calcular, utilizando los parámetros α_1 , α_2 y α_3 , los ajustes no discrecionales mediante el siguiente modelo:

$$APND_{it} = \alpha_1 \frac{1}{AT_{it-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta VTAS_{it} - \Delta DEUD_{it}}{AT_{it-1}} + \alpha_3 \frac{IM_{it}}{AT_{it-1}} \Rightarrow APD_{it} = \frac{APT_{it}}{AT_{it-1}} - APND_{it} \quad [4]$$

donde la variable $\Delta DEUD$ representa el incremento en las cuentas a cobrar del periodo, que puede extraerse del apartado *Deudores comerciales* del balance y que puede permitir eliminar la tendencia del modelo original a no reflejar como

discrecionales los ajustes que tienen su origen en el reconocimiento de ventas a crédito.

En cuanto a las variables independientes, hemos considerado dos mecanismos de control corporativo cuyo impacto en la calidad de la información queremos medir: uno derivado de la concentración de proveedores de crédito y otro relacionado con las características de la compañía auditora de cada empresa.

Respecto al primero de ellos, numerosos estudios han explorado la relación entre el nivel de manipulación de resultados y diferentes medidas de apalancamiento financiero consideradas éstas, bien como indicadores de la existencia de restricciones incluidas en los contratos de crédito (*covenants*), bien como indicadores del grado de demanda de financiación externa Dechow *et al.* (1996) y, consecuentemente, en ambos casos, una motivación para la manipulación.

Por otra parte, pretendemos analizar en que medida la concentración de la financiación crediticia en entidades bancarias supone un mecanismo de control. Como señalamos, la financiación bancaria es la principal fuente de recursos financieros de las empresas de nuestro país y su preeminencia es aun mayor en empresas como las que componen la población objeto de estudio en nuestro trabajo.

Así pues, se analiza la influencia de los acreedores en general, a través de la variable END_{ij} (relación entre pasivo ajeno y activo total) y, de las entidades financieras, en particular, mediante el indicador $ENDBAN_{ij}$ (relación de la deuda bancaria respecto al activo total).

Desde un punto de vista interno, la autofinanciación podría considerarse una manifestación de la calidad de gestión del órgano de gobierno de la sociedad que, por un lado, muestra un historial de rentabilidad de la compañía y, por otro, una estructura financiera empresarial alcanzada mediante un mayor peso de la política de autofinanciación, en otras palabras, una capacidad de retener la rentabilidad alcanzada. La variable RES_{ij} muestra, en consecuencia, la relación de las reservas totales con respecto a los fondos propios de la empresa.

Otros indicadores de influencia en la calidad de gestión del gobierno corporativo se fundamentan en la existencia de factores externos que puedan incidir hacia una correcta dirección en la firma.

La relación entre la calidad de la información y el tamaño de la empresa. Se considera que las sociedades de mayor tamaño son más “visibles” (Watts y Zimmerman, 1986), es decir, más sensibles políticamente (Giner, 1997) luego se espera que emitan una información de mayor calidad. Para poner de manifiesto la dimensión organizativa se han utilizado las variables $\ln ACT_{ij}$ (logaritmo neperiano del activo total) y $\ln VTAS_{ij}$ (logaritmo neperiano de las ventas netas totales).

Respecto al mecanismo de control que supone someter las cuentas anuales a la sanción de una compañía auditora, se ha considerado que el tamaño de la misma, y más concretamente su adscripción al grupo de las “seis grandes” compañías auditoras, puede suponer una garantía extra de calidad de la información. Se piensa (Francis *et al.*, 1999, o Becker *et al.*, 1998) que estas “seis grandes” compañías serán más competentes profesionalmente, más independientes y se encontrarán expuestas a mayores costes en caso de demostrarse su incompetencia que las compañías más pequeñas.

La existencia de menores niveles de manipulación en los resultados de empresas auditadas por las “seis grandes” ha sido detectada en algunos trabajos

como el de Francis *et al.* (1999) o Becker *et al.* (1998). Por ello hemos incorporado una variable dicotómica BIGSIX que alcanza el valor 1 cuando el informe de auditoría de la empresa es llevado a cabo por una de las seis grandes empresas de este sector.

Podría suceder que las compañías auditoras no constituyeran en absoluto un mecanismo de control eficaz sobre la calidad de la información suministrada, a causa de lo cual, hemos considerado necesario contrastar de alguna manera esta eficacia en términos generales. Para ello consideramos que, las empresas que reciban informes sin salvedades, deberían ser aquellas que ofrezcan una información de mayor calidad. Así presentamos la variable OPAUDIT con valor unitario si el informe es limpio y nulo en caso contrario.

La definición de las variables y su relación esperada con la medida de calidad de la información contable son las siguientes:

<i>Variable</i>	<i>Abreviatura</i>	<i>Signo Esperado</i>	<i>Definición</i>
Endeudamiento bancario	BANT (año)	+	Pasivo bancario / activo total
Endeudamiento	ENDACT (año)	+	Pasivo ajeno / activo total
Autofinanciación	RES (año)	-	Reservas / Fondos Propios
Opinión del auditor	OPAUD (año)	-	Con salvedades = 0 Sin salvedades = 1
Auditor "seis grandes"	BIGSIX (año)	-	Auditora "seis grandes" = 1 Auditora no "seis grandes" = 0
Tamaño 1 (activo)	LNACT (año)	-	Logaritmo neperiano del activo total
Tamaño 2 (ventas)	LNVTAS (año)	-	Logaritmo neperiano de las ventas

4. DESCRIPCIÓN DE LA MUESTRA UTILIZADA.

La mayoría de los estudios realizados, tanto en nuestro mercado como en otros, se han centrado casi exclusivamente sobre la información suministrada por empresas que cotizan en bolsa, siguiendo la línea de los investigadores anglosajones, cuando en España y otros países de la Unión europea, son muchas las grandes empresas que no lo hacen. Nuestro trabajo quiere contribuir a un mayor conocimiento de los aspectos mencionados referidos a estas otras empresas al utilizar una muestra de empresas grandes y medianas que no cotizan en bolsa.

En este sentido y siguiendo la línea argumental anteriormente expuesta, parece que, en el ámbito descrito, deberían ser los propios grupos de poder de la empresa los que fueren el control autorregulándose ya que, en ausencia de un mercado de control externo activo, parece la única alternativa factible. De este modo resulta interesante contrastar el grado de autocontrol reflejado en la calidad de la información suministrada como un argumento que pueda soportar la necesidad (o no) de un mayor control corporativo de carácter normativo impuesto externamente, por lo menos si se considera necesario que una información de calidad sea parte (o consecuencia) del mismo.

La muestra utilizada se basa en la información contenida en la base de datos SABE, concretamente para los años 1993-1998, de empresas con cuentas anuales en modelos normales ya que las mismas tienen la obligación de auditarse. Aunque la muestra inicial asciende a 17.213 empresas, la información necesaria para nuestro estudio sólo se recoge para unas 3200 empresas por año aproximadamente.

La tabla 1 recoge los principales estadísticos descriptivos de las variables estudiadas. Estos datos se muestran para cada año por pares de variables, siendo la primera la dependiente (APD) y la segunda la independiente. Los ajustes discrecionales del modelo ajustado de Jones, muestran ligeras variaciones en sus valores descriptivos a consecuencia de las modificaciones que sufre la muestra por la salida o entrada de empresas en las regresiones llevadas a cabo con cada variable. En el año 1994, la calidad de la información se reducía notablemente y las relaciones con la variable de autofinanciación RES y la deuda bancaria BANT, se podía establecer para un reducido número de empresas de 20, por lo que fueron desechadas del análisis.

La tabla 2 presenta las correlaciones observadas entre las variables analizadas. Como puede observarse, los coeficientes de correlación entre la medida de calidad de la información contable y las variables independientes consideradas, mostraron valores muy próximos a cero en la mayoría de los casos.

Con relación a las observaciones extremas, se eliminaron aquellas que tenían valores muy alejados de la distribución. Así se aprecia en las diferencias existentes entre las observaciones de la tabla 1 –total de la muestra- y las observaciones contenidas en las tablas 3 y 4 –muestra analizada en la regresión. En cualquier caso, los valores eliminados no alcanzaron nunca el 0,6% del total de la muestra inicial. Mención aparte merecen los ajustes llevados a cabo en la variable representativa de la autofinanciación. En este caso los ajustes de la muestra estuvieron en torno al 2,2% del total de la muestra. La justificación de este mayor recorte se fundamenta en que este ratio arroja una medida apreciable de observaciones donde las reservas superaban en varios cientos o miles de veces los fondos propios.

5. RESULTADOS

En las tablas 3 y 4 se muestran los valores del intercepto β_1 y de la variable dependiente β_2 para todas las regresiones univariantes realizadas.

La variable representativa del apalancamiento financiero (ENDACT) se esperaba tuviese una relación negativa con la variable dependiente, es decir, un alto nivel de endeudamiento influiría positivamente en los gestores hacia una mayor manipulación de su resultado. Los resultados parecen soportar esta afirmación. Los coeficientes de esta variable para los cinco años estudiados muestran signos negativos, aunque sólo en dos de ellos ofrecen una significación aceptable, eso sí, superior al 99%.

Los análisis efectuados con la deuda bancaria (BANT), corroboran el signo que mostraba el apalancamiento de toda la estructura financiera. Es decir, presentan una relación positiva con el grado de manipulación del resultado siendo, además, significativa en un grado del 99% en los cuatro años del periodo. En definitiva, las empresas con una mayor proporción de deuda bancaria tienen una mayor tendencia a manipular el resultado.

En cuanto a la autofinanciación (RES), para cada uno de los cuatro años estudiados, presenta coeficientes negativos con una significación por encima al 95% en dos de ellos y al 99% en los años 97 y 95. Esto es consecuente con lo esperado, ya que una mayor autofinanciación se correspondería con una mejor gestión financiera por parte de la gerencia de la sociedad.

Los coeficientes de las variables representativas del tamaño de las empresas arrojan valores contradictorios y que, salvo en tres casos, no son significativos. Si bien estos coeficientes son positivos en la casi totalidad de los años para el activo total, sus valores son negativos para el caso de las ventas.

La opinión del auditor parece no tener mucho impacto en la calidad de la información. Su signo es negativo, lo que indica, de acuerdo con lo esperado, que informes sin salvedades se corresponderían con una menor manipulación de la información contable. Sin embargo, los niveles de significación alcanzados sólo son aceptables en el año 1997 (95%), mostrando niveles del 90% en 1998 y 1995.

Finalmente, los resultados en la variable BIGSIX, informes de auditoría firmados por una de las seis grandes compañías, también se esperaban mostrasen coeficientes negativos y, por tanto, relacionasen estas auditoras con una mejor calidad de la información. Sorprendentemente, todos los coeficientes, para los seis años, presentan valores positivos y con un elevado nivel de significación (por encima del 99%) en todos los casos, lo que indica una mayor tendencia a la utilización oportunista de los ajustes por devengo.

6. CONCLUSIONES.

El suministro de información contable de calidad, como poderoso mecanismo en manos del mercado para controlar efectivamente la actividad gerencial, debe ser adecuadamente comprendido en un momento en el que diversos escándalos financieros han puesto en entredicho este papel. El propósito de este trabajo ha sido explorar la relación existente entre la calidad de la información revelada por las empresas y las características de su gobierno corporativo. Para ello, hemos considerado como indicador de la calidad el nivel de manipulación de los resultados revelados, utilizando para su medida el modelo de ajustes por devengo discrecionales de Jones Modificado (Dechow *et al.*, 1995). Respecto a las características del gobierno corporativo hemos estudiado dos mecanismos de (posible) control: el ejercido por la concentración de proveedores de recursos financieros y el ejercido por las compañías auditoras. Junto con estos mecanismos hemos explorado la influencia del tamaño de la empresa como indicador de buen gobierno.

Los resultados de nuestro trabajo apuntan a que algunos de los grupos potencialmente implicados en el control corporativo como los prestamistas y, más concretamente, las entidades financieras, así como las firmas de auditoría no lo ejercen de forma efectiva, por lo menos en cuanto a la calidad de información se refiere. Los resultados de nuestro análisis constituyen una clara evidencia en este sentido.

Sin embargo, respecto a la relación prevista entre la autofinanciación y la calidad de la gestión directiva, los resultados indican que las empresas con una trayectoria histórica de generación de resultados positivos presentan una menor tendencia a manipular el resultado.

Por último, las medidas de tamaño utilizadas no mostraron relación consistentes con la calidad de la información revelada.

Consideramos nuestro trabajo una aproximación al objetivo propuesto que vislumbra conclusiones interesantes. Su extensión se encaminaría por la consideración de una variable dependiente con menores limitaciones que la utilizada en el análisis, esto es el modelo de Jones modificado pero cuyos coeficientes se calculan en base a los datos de todo el sector. Así mismo, sería conveniente extender el período de observación, dada la disponibilidad de los datos recientes, y variables independientes directamente representativas de la composición del accionariado.

Para finalizar, según algunos estudios, las estructuras de control corporativo parecen depender más de factores institucionales que de las elecciones individuales de las empresas. En este sentido no deberíamos esperar diferencias significativas entre las estructuras de control corporativo de las empresas de nuestra muestra al pertenecer a un mismo ámbito institucional.

Relacionado en cierto modo con lo anterior se ha planteado la posibilidad de que sea el entorno institucional el que determine las estructuras de propiedad existentes (por ejemplo, si no existe una protección adecuada al pequeño accionista se tiende a concentrar la propiedad, lo que a su vez conduce a una disminución de la liquidez de los mercados de valores) antes que al contrario (por ejemplo, si no existe un mercado líquido y diversidad de inversores el estado se desentiende de la regulación de dicho mercado como la relativa a la protección de los pequeños accionistas). En este caso las políticas informativas no serían consecuencia del sistema de control sino del entorno institucional.

La influencia del sector, no considerada en nuestro estudio puede ser importante. Se ha argumentado que el tipo de mercado condiciona la importancia de un gobierno corporativo “bueno” o adecuado. Se ha encontrado evidencia de que la concentración y el poder de los bancos mejora los resultados de inversiones que requieren estrecha supervisión y control (sectores con fuertes inversión en capital físico y humano).

REFERENCIAS.

- Andrés, P. de; Azofra, V. y López, F. (2001): “Discrecionalidad Directiva, Dirección de Resultados y Gobierno de la Empresa: Un Análisis Empírico Internacional”, *XI Congreso AECA*, Madrid, 26-28 Septiembre
- Azofra, V., Castrillo, L. y Delgado, M. (2003) Ownership concentration, debt financing and the investment opportunity set as determinants of accounting discretion: empirical evidence from Spain. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, n 115, pp. 215-255
- Becker, C.L., DeFond, M. L., Jiambalvo, J. Y Subramanyan, K.R. (1998) the effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research*, 15, 1-24
- Botosam, C. (1997) Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*, Vol. 72, nº 3, pp. 323-349.
- Francis, J.R., Maydew, E.L. y Sparks, H.C. (1999) The role of big six auditors in the credible reporting of accruals. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 18 17-35
- Fundación de Estudios Financieros (2002) *Impulsar el Buen Gobierno Corporativo. Estudio para la Mejora del Gobierno Corporativo, la Transparencia Informativa y los Conflictos de Intereses*, Madrid.
- Giner, B. (1997) The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosed by spanish firms. *The European Accounting Review*, Vol. 6, nº 1, pp. 45-68.

- Healy, P., Hutton, A. y Palepu, K. (1999) Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 16, pp. 485-520.
- Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas (2003) "Informe Aldama"
- Jensen, M y Meckling, W. (1976) Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and the ownership structure. *Journal of Financial Economics*, nº 3, pp. 305-360.
- Lang, M. y Lundholm, R. (1996) Corporate disclosure policy and analyst behavior. *The Accounting Review*, Vol. 71, nº 4, pp. 467-492.
- Leuz, C. y Verrecchia, R. (2000) The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, Vol. 38 (Suplemento), pp. 91-124
- Lizarraga, F. (1997) Utilidad De La Información Contable En El Proceso De Fracaso: Análisis Del Sector Industrial De La Mediana Empresa Española. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XXVI, nº 92, pp. 871-915.
- Monterrey, J. (2003) "Información contable y gobierno corporativo" *Revista de Contabilidad*, (en prensa).
- Salas, V. (2000) Gobierno de la empresa y competitividad. *Colección de Estudios Económicos* nº 29. Servicio de Estudios. La Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona. Barcelona
- Salas, V. (2002) El gobierno de la empresa: Presentación, *Ekonomiaz*, nº 50, 2002
- Shleifer, A. y Vishny, R. (1997) A survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, vol 52, nº 2, pp. 737-783
- Watts, R. y Zimmerman, J. (1986) *Positive Accounting Theory*. Ed. Englewood Cliffs, Prentice Hall.

Tabla 1 Estadísticos descriptivos*

1998	APD98	RES98	APD98	ENDACT98	APD98	BANT98	APD98	LNACT98	APD98	LNVTAS98	APD98	OPAUD98
Media	0,006008	0,616485	0,005273	0,095889	0,006307	0,263108	0,005273	1,446541	0,005273	1472089	0,006364	0,754945
Mediana	0,001628	0,599148	0,001209	0,047690	0,000407	0,245050	0,001209	1,430309	0,001209	1460038	0,002361	1
Maximo	5,168964	2,968322	5,168964	1,246156	5,168964	1,091811	5,168964	2,005097	5,168964	2,105843	2,81556	1
Mínimo	-6,747163	-1,739107	-6,747163	0	-2,305476	0,000252	-6,747163	1,052554	-6,747163	1,061512	-2,305476	0
Desviac. St.	0,224930	6,196113	0,228839	0,126678	0,211027	0,168275	0,228839	1,063453	0,228839	1011716	0,178085	0,430238
Asimetría	-3,658049	2,735189	-3,559469	2,234517	7,564953	0,558214	-3,559469	0,879374	-3,559469	0,731481	2,27445	-1,185461
Curtosis	3,627742	1,839933	3,327274	9,996848	1,949266	2,989351	3,327274	4,783974	3,327274	5,622907	7,615699	2,405317
Observac.	3184	3184	3280	3280	2330	2330	3280	3280	3280	3280	1820	1820
Correlación con var, Dep,	-0,017579			0,046954		0,053914		0,023193		0,003795		0,042811
1997	APD97	RES97	APD97	ENDACT97	APD97	BANT97	APD97	LNACT97	APD97	LNVTAS97	APD97	OPAUD97
Media	0,007778	1,506133	0,008086	0,095393	0,006549	0,266426	0,008086	1,43692	0,008116	1,463376	0,006476	0,723299
Mediana	0,002649	0,597741	0,002204	0,046847	0,000834	0,250161	0,002204	1,42183	0,002204	1,45242	0,001830	1
Maximo	6,064458	45952,33	6,064458	1,028193	6,064458	1,282126	6,064458	1,997371	6,064458	2,115568	3,355278	1
Mínimo	-4,865121	-1,601907	-4,865121	0	-4,865121	0,000170	-4,865121	1,105431	-4,865121	1,009774	-4,865121	0
Desviac. St.	0,228900	8,169344	0,229045	0,128688	0,235764	0,168898	0,229045	1,049613	0,229083	1,000337	0,210898	0,447446
Asimetría	3,797386	5,622163	3,772214	2,304178	5,405291	0,638982	3,772214	0,943259	3,772398	0,738496	-2,704128	-0,998282
Curtosis	2,595386	3,161915	2,506188	9,755799	2,923647	3,595788	2,506188	4,858095	2,506022	5,948666	1,62585	1,996566
Observac.	3164	3164	3280	3280	2318	2318	3280	3280	3278	3278	2837	2837
Correlación con var, Dep,	0,000173			0,016644		0,026798		0,013798		-0,011895		0,041829
1996	APD96	RES96	APD96	ENDACT96	APD96	BANT96	APD96	LNACT96	APD96	LNVTAS96	APD96	OPAUD96
Media	0,005926	0,507429	0,004461	0,096344	-0,011975	0,273118	0,004461	1,428171	0,004428	1,453475	0,006781	0,671811
Mediana	-0,003164	0,590330	-0,003004	0,046913	-0,004131	0,261983	-0,003004	1,411292	-0,003011	1,441561	-0,002614	1
Maximo	4,417031	7,020216	4,417031	0,870341	7,442797	1,187931	4,417031	1,996151	4,417031	2,106974	4,417031	1
Mínimo	-7,180848	-1,436339	-7,180848	-0,001087	-7,180848	0,000634	-7,180848	1,067825	-7,180848	9,641962	-7,180848	0
Desviac. St.	0,829974	3,545364	0,820744	0,127440	0,305161	0,170303	0,820744	1050459	0,820993	0,988975	0,867734	0,469635
Asimetría	4,7737	-2,463214	4,740206	2,155241	-2,326382	0,587875	4,740206	0,977295	4,738793	0,782485	4,512116	-0,731804
Curtosis	2,54693	1,112245	2,56282	8,731841	3,381213	3,390421	2,56282	4,916339	2,561279	6,115521	2,306883	1,535536
Observac.	3155	3155	3280	3280	2325	2325	3280	3280	3278	3278	2916	2916
Correlección con var, Dep,	0,004854			-0,012609		0,011835		0,000354		-0,021274		-0,015607

Tabla 1 (Continuación)

1995	APD95	RES95	APD95	ENDACT95	APD95	BANT95	APD95	LNACT95	APD95	LNVTAS95	APD95	OPAUD95
Media	0,004869	-1,577465	0,005577	0,101411	0,004124	0,286147	0,005577	1,420345	0,005565	1,448318	0,007272	0,631255
Mediana	-0,000587	0,611043	-0,000946	0,049806	-0,000946	0,278280	-0,000946	1,40301	-0,000946	1,435704	-0,000352	1
Maximo	1,546685	3,482834	1,546685	1,034652	1,249014	1,335309	1,546685	1,986009	1,546685	2,094271	1,546685	1
Mínimo	-1,164993	-6,783174	-1,164993	0	-1,164993	0,001167	-1,164993	1,081269	-1,164993	9,159775	-1,164993	0
Desviac. St.	0,468381	1,215494	0,464785	0,134088	0,426177	0,172851	0,464785	1,03352	0,464926	0,978203	0,501031	0,482552
Asimetría	1,231058	-5,578131	1,195174	2,15556	1,382559	0,601322	1,195174	1,009698	1,19483	0,744821	1,135449	-0,544101
Curtosis	6,751758	3,112704	6,619093	8,919297	5,809878	3,752607	6,619093	4,928448	6,615167	6,145935	5,827997	1,296045
Observac.	3115	3115	3280	3280	2296	2296	3280	3280	3278	3278	2758	2758
Correlección con var, Dep,		-0,000756		-0,013220		0,006115		0,000516		-0,010177		-0,016781

1994	APD94	ENDACT94	APD94	LNACT94	APD94	LNVTAS94	APD94	OPAUD94
Media	0,020863	0,100463	0,020862	1,411029	0,021024	1,43622	0,016744	0,602168
Mediana	0,002814	0,046938	0,002828	1,394565	0,002828	1,423414	0,003704	1
Maximo	2,476869	1,099648	2,476869	1,993319	2,476869	2,09436	2,003184	1
Mínimo	-5,68819	0	-5,68819	1,074564	-5,68819	8,639234	-5,68819	0
Desviac. St.	0,627049	0,136794	0,626954	1,035026	0,627075	0,976124	0,517819	0,489552
Asimetría	2,846313	2,187942	2,846748	1,023199	2,846778	0,674235	2,362241	-0,417481
Curtosis	1,065067	9,179032	1,065392	4,914761	1,06519	6,637192	9,543734	1,174292
Observac.	3278	3278	3279	3279	3277	3277	2398	2398
Correlección con var, Dep,		-0,018874		-0,040506		-0,040196		-0,028791

* Esta tabla muestra los principales estadísticos descriptivos para el conjunto de análisis realizados. Al haberse efectuado regresiones tantas regresiones univariantes como variables independientes y año había, esta tabla exhibe por pares la variable dependiente y cada una de las variables independientes por cada año, en la muestra utilizada en cada análisis. El número de observaciones difieren, ya que pueden alguna empresa puede no presentar datos para ese año en todas las variables (de ahí que la muestra total 17.213 empresas se reduzca a poco más de 3.000 empresas en cada ejercicio). Así mismo, el número de observaciones también puede diferir del realmente utilizado en análisis a consecuencia de la eliminación en algunos casos de observaciones extremas aisladas.

Tabla 2
Correlaciones entre las Variables *

	APD98	RES98	ENDACT98	BANT98	LNACT98
RES98	-0.037386				
ENDACT98	0.063410	-			
BANT98	0.058094	0.011665	0.416293		
LNACT98	0.038646	0.093788	0.181039	-0.000998	
LNVAS98	-0.006359	0.056252	-0.062942	-0.078673	0.746998

	APD97	RES97	ENDACT97	BANT97	LNACT97
RES97	-0.009480				
ENDACT97	0.017271	-			
BANT97	0.029948	0.073753	0.438291		
LNACT97	0.024385	0.017754	0.147857	0.002371	
LNVAS97	0.007150	0.030340	-0.098624	-0.089705	0.739773

	APD96	RES96	ENDACT96	BANT96	LNACT96
RES96	0.024125				
ENDACT96	0.004505	-			
BANT96	0.009592	0.019093	0.417322		
LNACT96	-0.000820	-0.013190	0.152003	-0.008536	
LNVAS96	-0.002820	0.004290	-0.100136	-0.096113	0.731094

	APD95	RES95	ENDACT95	BANT95	LNACT95
RES95	-0.001039				
ENDACT95	-0.013496	-			
BANT95	0.005789	0.060139	0.414180		
LNACT95	-0.018056	0.006249	0.159988	0.019533	
LNVAS95	-0.016197	0.039271	-0.092676	-0.077552	0.723527

	APD94	ENDACT94	LNACT94
ENDACT94	-0.018247		
LNACT94	-0.040450	0.177375	
LNVAS94	-0.040204	-0.056690	0.737436

* La tabla muestra los coeficientes de correlación de Spearman entre las variables.

Tabla 3

Asociaciones analizadas a través de modelos de regresión entre los valores absolutos de ajustes por periodificación discrecionales y las variables independientes estudiadas.

Variable Independiente		1998	1997	1996	1995	1994
AUTOFINANCIACIÓN (RES)	N	3144	3099	3084	3040	
	β_1	0.09927 (0.0000) ***	0.11476 (0.0000) ***	0.16850 (0.0000) ***	0.15466 (0.0000) ***	
	β_2	-0.01905 (0.0374) **	-0.041084 (0.0002) ***	-0.10734 (0.0332) **	-0.07593 (0.0046) ***	
APALANCAMIENTO (ENDACT)	N	3272	3273	3270	3270	3261
	β_1	0.07797 (0.0000) ***	0.08394 (0.0000) ***	0.08669 (0.0000) ***	0.09741 (0.0000) ***	0.09442 (0.0000) ***
	β_2	0.05863 (0.0006) ***	0.05968 (0.0006) ***	0.01915 (0.2682)	0.01283 (0.4961)	0.00975 (0.6135)
ENDEUDAMIENTO BANCARIO (BANT)	N	2323	2312	2316	2287	
	β_1	0.07517 (0.0000) ***	0.06622 (0.0000) ***	0.71420 (0.0000) ***	0.07903 (0.0000) ***	
	β_2	0.02619 (0.0080) ***	0.07618 (0.0000) ***	0.05451 (0.0004) ***	0.01822 (0.0007) ***	

* Nivel de Significación del 90%. ** Nivel de Significación del 95%. *** Nivel de Significación del 99%.

Tabla 4

Asociaciones analizadas a través de modelos de regresión entre los valores absolutos de ajustes por periodificación discrecionales y las variables independientes estudiadas.

Variable Independiente		1998	1997	1996	1995	1994
Logaritmo neperiano del ACTIVO TOTAL (LNANT)	N	3271	3270	3270	3265	3258
	β_1	0.02281 (0.4171)	0.05542 (0.0470)**	0.04066 (0.1651)	0.02173 (0.4789)	0.12647 (0.0000)***
	β_2	0.04139 (0.0031)***	0.00225 (0.2448)	0.00331 (0.1050)	0.00521 (0.0155)**	-0.00238 (0.3010)
Logaritmo neperiano de las VENTAS TOTALES (LNVTAS)	N	3271	3268	3268	3263	3256
	β_1	0.10232 (0.0006)***	0.09636 (0.0012)***	0.09705 (0.0022)***	0.11889 (0.0003)***	0.21614 (0.0000)***
	β_2	-0.00133 (0.5088)	-0.00059 (0.7717)	-0.00061 (0.7769)	-0.00158 (0.4859)	-0.00085 (0.0004)***
OPINIÓN DEL AUDITOR (OPAUD)	N	1817	2832	2908	2749	2384
	β_1	0.03089 (0.0000)***	0.09786 (0.0000)***	0.09078 (0.0000)***	0.10487 (0.0000)***	0.0951 (0.0000)***
	β_2	-0.01257 (0.0624)*	-0.01087 (0.0460)**	-0.00304 (0.5459)	-0.01086 (0.0551)*	-0.00095 (0.8782)
BIG SIX (BIGSIX)	N	3273	3274	3271	3271	3263
		0.07853	0.08463	0.08437	0.09243	0.9102

β_1	(0.0000) ***	(0.0000) ***	(0.0000) ***	(0.0000) ***	(0.0000) ***
	0.01822		0.01493	0.02250	0.01562
β_2	(0.0001) ***	0.01804 (0.0000) ***	(0.0024) ***	(0.0001) ***	(0.0074) ***

* Nivel de Significación del 90%. ** Nivel de Significación del 95%. *** Nivel de Significación del 99%.