



Departamento de Contabilidad y Economía Financiera

Universidad de Sevilla

**GOBIERNO CORPORATIVO Y GESTIÓN DEL RESULTADO:
EL IMPACTO DE LA CRISIS ECONÓMICA**

Nuria Reguera Alvarado

Directoras de Tesis

Dra. Joaquina Laffarga Briones

Dra. Pilar de Fuentes Ruíz

Sevilla, 2012



Departamento de Contabilidad y Economía Financiera

Universidad de Sevilla

PROGRAMA DE DOCTORADO

ECONOMÍA DE LA EMPRESA

**GOBIERNO CORPORATIVO Y GESTIÓN DEL RESULTADO: EL
IMPACTO DE LA CRISIS ECONÓMICA**

Nuria Reguera Alvarado

Directoras de Tesis

Dra. Joaquina Laffarga Briones

Dra. Pilar de Fuentes Ruíz

Sevilla, 2012

DEDICATORIA

A mis padres y mis abuelos

AGRADECIMIENTOS

En estas líneas me gustaría agradecer a aquellas personas que de un modo u otro me han ayudado a recorrer el camino que pone fin a mi primera etapa como investigadora dentro del ámbito universitario.

En primer lugar, me gustaría agradecerles a las directoras de este trabajo de investigación, la Dra. Joaquina Laffarga y la Dr. Pilar de Fuentes, el constante apoyo que me han mostrado, así como los conocimientos necesarios que me han aportado para afrontar un trabajo de investigación y su preocupación por mi formación académica. Gracias por sus ideas, sugerencias, recomendaciones,..., por estar siempre tan encima de mí.

También debo agradecer a la profesora Lucía Borrero la confianza que depositó en mí y su apoyo para que formara parte del mundo académico tras acabar la licenciatura. Además de hacerme ver la contabilidad como un área de conocimiento y no como una asignatura horrible de estudiar.

Igualmente, tengo que agradecer al Dr. Félix López sus muchas sugerencias y aportaciones, así como su constante ánimo en el desarrollo de esta tesis doctoral y de diversos trabajos de investigación. Además de supervisar mi estancia en la Universidad de Valladolid.

Tampoco debo olvidar al Dr. Roberto Di Pietra, supervisor de mi estancia en la Universidad de Siena y revisor del presente trabajo de investigación, así como al Dr. Irviney Lapsley quien también aceptó gustosamente revisar mi tesis doctoral.

A mis compañeros del Departamento de Contabilidad y Economía Financiera, así como a los secretarios, Enrique y Mercedes, por la inestimable ayuda en la resolución de cuantos problemas administrativos me han surgido.

En último lugar, pero no por ello menos importante, quisiera agradecer muy especialmente el apoyo incondicional y las muestras de ánimo y cariño recibidas de mis padres, mis abuelos y mi tío Pablo. También agradecerle su comprensión y apoyo a Antonio, mi novio, quien ha sabido entenderme y ayudarme a lo largo de mi formación académica.

A todos ellos, muchas gracias.

ÍNDICE GENERAL

INTRODUCCIÓN	VII
CAPÍTULO I: Evaluación de los modelos de gestión del resultado	16
1. Introducción	17
2. Concepto <i>earnings management</i>	18
2.1. Revisión de la literatura: Definición <i>earnings management</i>	18
2.2. Fundamentos teóricos	23
3. Detección de <i>earnings management</i>	26
3.1. Ajustes por devengo totales	28
3.2. Modelos agregados de ajustes por devengo	29
4. Muestra, variables, metodología	34
4.1. Selección de la muestra	34
4.2. Variables para la estimación de los modelos de <i>accruals</i>	39
4.2.1. Análisis descriptivo de las variables	39
4.3. Metodología	40
5. Resultados	45
5.1. Estimación de los ajustes por devengo discrecionales	45
5.1.1. Resultados modelo de Jones	46
5.1.2. Resultados modelo de Jones modificado	51
5.1.3. Resultados del modelo de Jones ajustado al ROA	56
5.2. Resultados de las pruebas de especificación y potencia	62
6. Conclusiones	64
CAPÍTULO II: Crisis económica y gestión del resultado	67
1. Introducción	68
2. Las motivaciones de los directivos y las prácticas manipuladoras	71
3. <i>Earnings management</i> y crisis económica	75
4. Muestra, variables y metodología	77
4.1. Selección de la muestra	77
4.2. Variables	78
4.2.1. Ajustes por devengo discrecionales	78
4.2.2. Crisis económica	79
4.2.3. Variables institucionales	81
4.2.4. Variables de control	83
4.2.5. Análisis descriptivo de las variables	84
4.3. Metodología	85
5. Resultados	87
6. Conclusiones	91
CAPÍTULO III: Gobierno corporativo y gestión del resultado	94
1. Introducción	95
2. Concepto de gobierno corporativo	97
2.1. Revisión de la literatura: Definición de gobierno corporativo	97
2.2. Fundamentos teóricos	99
3. Los códigos de buen gobierno	102
4. Mecanismos de gobierno corporativo	107

Índice

4.1. Mecanismos internos de gobierno corporativo	109
4.1.1. Consejo de administración	109
4.1.2. Comisiones delegadas	131
4.2. Mecanismos externos de gobierno corporativo	138
4.2.1. Mercado de capitales	138
4.2.2. Auditoría externa	140
4.2.3. Accionistas mayoritarios	145
5. Revisión de la literatura: Discrecionalidad contable y gobierno corporativo	147
5.1. Discrecionalidad contable y mecanismos de gobierno corporativo	150
5.1.1. El consejo de administración y la gestión del resultado	151
5.1.2. Comisiones delegadas y gestión del resultado	154
5.1.3. Tomas de control y gestión del resultado: Oferta pública de adquisición (OPA)	156
5.1.4. Auditor externo y gestión del resultado	157
5.1.5. Accionistas mayoritarios y gestión del resultado	158
6. Muestra, variables y metodología	158
6.1. Selección de la muestra	158
6.2. Variables	160
6.2.1. Ajustes por devengo discrecionales	160
6.2.2. El consejo de administración	160
6.2.3. Comisión de auditoría	161
6.2.4. Comisión de remuneración	161
6.2.5. Tomas de control	162
6.2.6. Auditor externo	162
6.2.7. Accionistas mayoritarios	162
6.2.8. Crisis económica	162
6.2.9. Variables institucionales	163
6.2.10. Variables de control	164
6.2.11. Análisis descriptivo de las variables	165
6.3. Metodología	167
7. Resultados	168
7.1. Evolución de las variables de gobierno corporativo durante el período de análisis	169
7.2. Contraste de las hipótesis de investigación	176
8. Conclusiones	185
CONCLUSIONES	188
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	195

ÍNDICE DE TABLAS

- 1.1. Diferencia entre *earnings management* y fraude
- 1.2. Composición de la muestra
- 1.3. Clasificación sectorial
- 1.4. Descripción de la muestra por país-año-sector
- 1.5. Definición de las variables
- 1.6. Estadísticos descriptivos y correlaciones de Pearson
- 1.7. Estimaciones año-sector-país del modelo de Jones
- 1.8. Estimaciones año-sector-país del modelo de Jones modificado
- 1.9. Estimaciones año-sector-país del modelo de Jones ajustado al ROA
- 1.10. Resultados pruebas de especificación
- 1.11. Resultados pruebas de potencia
- 2.1. Estrategias de *earnings management*: objetivos e incentivos
- 2.2. Composición de la muestra para el contraste de hipótesis
- 2.3. Evolución de las variables renta per cápita y tasa de desempleo
- 2.4. Definición de las variables
- 2.5. Estadísticos descriptivos
- 2.6. Regresiones lineales por países
- 2.7. Resultados test de medias por países
- 2.8. Resultado test de media para las variables tamaño de la empresa y *market-to-book*
- 2.9. Tamaño medio y ratio *market-to-book* medio de las empresas por países
- 2.10. Resultado test de medias para las variables del entorno institucional por países
- 3.1. Códigos de buen gobierno analizados en este trabajo
- 3.2. Aspectos más relevantes de cada modelo de gobierno corporativo
- 3.3. Resultados del estudio de las tareas y responsabilidades del consejo de administración
- 3.4. Recomendación de los códigos en relación con el tamaño del consejo de administración
- 3.5. Recomendación de los códigos en relación con la composición del consejo de administración
- 3.6. Recomendación de los códigos en relación con la separación de cargos

Índice

- 3.7. Recomendación de los códigos en relación con el número de reuniones
- 3.8. Recomendación de los códigos en relación a la remuneración de los consejeros
- 3.9. Recomendación de los códigos en relación a las comisiones
- 3.10. Recomendación de los códigos en relación con la firma auditora
- 3.11. Composición de la muestra para el contraste de hipótesis
- 3.12. Definición de las variables
- 3.13. Estadísticos descriptivos y correlaciones de Pearson
- 3.14. Tamaño del consejo
- 3.15. Consejeros externos
- 3.16. Consejeros extranjeros
- 3.17. Mujeres consejeras
- 3,18, Dualidad de cargos
- 3.19. Número de reuniones
- 3.20. Remuneración de los consejeros independientes
- 3.21. Existencia comisión de auditoría
- 3.22. Existencia comisión de remuneración
- 3.23. Totalidad de consejeros independientes en la comisión de auditoría
- 3.24. Totalidad de consejeros independientes en la comisión de remuneración
- 3.25. OPA's realizadas
- 3.26. Firma de auditoría que audita a la empresa
- 3.27. Número de años recibiendo los servicios de la firma auditora
- 3.28. Representación de los accionistas mayoritarios
- 3.29. Resultados del panel de datos relativo a los mecanismos de gobierno corporativo y la gestión del resultado
- 3.30. Resultados del panel de datos relativo al entorno institucional, las variables de control y la gestión del resultado

ÍNDICE DE FIGURAS

1.1. Cálculo de los ajustes por devengo discrecionales

3.1. Objetivos del gobierno corporativo

INTRODUCCIÓN

El contexto económico actual se caracteriza por una crisis económica que afecta a la mayoría de los países a nivel mundial, la cual estalló con el derrumbamiento del sector inmobiliario en Estados Unidos durante el año 2007. No obstante, el origen de ésta se remonta a principios del siglo XXI.

El verdadero origen radica en varias causas que se fueron acumulando durante años. En primer lugar, el sostenimiento durante varios años de una política monetaria errónea y laxa por parte de la *Federal Reserve System* de Estados Unidos. En segundo lugar, a partir de 2001 el Banco de la Reserva Federal disminuyó el tipo de interés del 6,5% al 1% como consecuencia de los atentados del 11 de septiembre de 2001, el estallido de la burbuja de las empresas ".com" y el riesgo de deflación por la inclusión al comercio mundial de países con bajos costos de producción, por tanto, se aplicaron bajas tasas impositivas a las empresas y a las ganancias de capital, las cuales se mantuvieron bajas durante cinco años y, consecuentemente, distorsionaron los incentivos al ahorro, aumentando peligrosamente el déficit fiscal. En tercer lugar, en 2004 la *Securities and Exchange Commission* (SEC) autorizó a los bancos para aumentar su apalancamiento, lo cual provocó, junto con la bajada de los tipos de interés mencionada anteriormente un gran apalancamiento de las entidades financieras. Y por último, la estructura de compensaciones a los ejecutivos en las empresas públicas en la forma de "opciones sobre acciones", que se transformó en un incentivo para presentar resultados manipulados (Aspe, 2009).

Además, en la economía estadounidense hubo un aumento de liquidez derivado de una mayor disponibilidad de recursos provenientes de la economía china y de los productores de petróleo de Oriente Medio. Esta abundancia de recursos alimentó el mercado inmobiliario y bajó a cero las tasas de ahorro interno.

Por su parte, la euforia inmobiliaria supuso un incremento sin precedentes en la construcción y compra de inmuebles, lo cual provocó el colapso en los mercados cuando el precio de éstos se desplomó, las agencias de calificación crediticia realizaron las correspondientes calificaciones, se contrajo la demanda y el sector entró en recesión.

Todo lo anterior provocó la formación de dos "burbujas" la de los bienes raíces y la de los *commodities*. No obstante, la burbuja inmobiliaria supuso el derrumbe de la economía estadounidense, afectando al resto de países desarrollados.

El derrumbamiento del mercado norteamericano supuso la contaminación del resto de mercados de capitales, lo cual supuso el origen de la crisis financiera.

La incertidumbre en los mercados que se originó en 2007 a partir del desplome del sistema financiero norteamericano originó el resentimiento de los mercados capitalistas, provocando una crisis de liquidez, por lo que las entidades financieras dejaron de prestarse entre sí en los mercados interbancarios y, cuando lo hacían, multiplicaban sus riesgos. Así pues, junto con la crisis financiera, la economía ha tenido que afrontar otro problema fundamental cual es el incremento paulatino del precio del petróleo y de las materias primas agrícolas. Como consecuencia, la tasa de inflación se disparó en todo el mundo durante la primera mitad de 2009, lo que agravó la situación económica al reducir la capacidad de gasto de los consumidores y obligó, en el caso del Banco Central Europeo, a endurecer la política monetaria, pese a los graves problemas de liquidez que padecía el mercado interbancario.

Sin embargo, lo anterior no supondría el último golpe al mercado, pues a mediados de septiembre de 2008 se produjo la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers, el cual era uno de los más importantes bancos de Estados Unidos. Lehman Brothers había efectuado compras agresivas de valores relacionados con hipotecas gracias a la obtención de préstamos a corto plazo. Durante los años de la burbuja inmobiliaria, sus activos superaban en 30 veces su capital y su elevada rentabilidad venía justificada por su alto grado de apalancamiento a la par que su postura agresiva frente a los riesgos. Así pues, el desplome de la burbuja inmobiliaria supuso la caída de Lehman Brothers. Este hecho volvió a sacudir los mercados reduciendo la confianza de los inversores, hundiendo los índices bursátiles, disparando la prima de riesgo de los diferentes países, desapareciendo la liquidez e impulsando los tipos de interés a corto plazo, con lo cual el acceso al crédito se endureció aún más.

Todo ello ha tenido como consecuencia el freno del consumo y la inversión empresarial, lo cual ha generado una recesión de los países desarrollados.

Ante un contexto como el actual, en el que la incertidumbre económica está muy presente en los mercados, la información contable constituye un pilar fundamental en la toma de decisiones, por lo que los inversores y demás agentes apostarán por el cumplimiento de los estándares de calidad. Así pues, dicha información debe cumplir una serie de requisitos que aseguren su calidad y eviten sesgos. No obstante, en los últimos años hemos asistido a ejemplos que atestiguan cómo algunas prácticas contables incorrectas se hallan en la base de fraudes y fracasos empresariales tales como los escándalos de Enron, Parmalat o Banesto en España, que han sacudido a la opinión pública y han generado la desconfianza de los inversores. Ello ha empujado a las autoridades

reguladoras y judiciales a intervenir en un intento de mejorar la protección de los inversores fortaleciendo la transparencia y la calidad de la información en los mercados.

Las principales medidas adoptadas se han encaminado hacia un consenso de la normativa contable internacional. Así, a partir de 2005 las empresas que cotizan en los diferentes países europeos deben elaborar sus estados contables con base en las *International Financial Reporting Standards* (IFRS). Además del consenso contable en cuanto a la emisión de información financiera, los organismos reguladores de los mercados de capitales han apostado por la elaboración de los denominados códigos de gobierno corporativo. Estos códigos constituyen una serie de recomendaciones o mecanismos en cuanto a la forma en que se deben gobernar las empresas. No obstante, no constituye realmente una norma legal, puesto que se consideran de aplicación voluntaria por parte de las empresas, sin embargo, en la mayoría de los casos se rigen por el principio “cumplir o explicar”, es decir, que aquellas empresas que opten por no cumplir con las recomendaciones propuestas deberán emitir un informe en el que indiquen las causas por las que no lo hacen y las actuaciones que llevarán a cabo para cumplirlas.

A pesar de estos esfuerzos legales, los directivos gozan de un cierto grado de flexibilidad en la aplicación de los principios y normas contables, lo cual puede repercutir en la fiabilidad de la información financiera (Parte-Esteban y Gonzalo-Angulo, 2009). En este contexto, un aspecto crucial en el análisis de la información financiera son las posibles alteraciones introducidas de forma discrecional por los directivos en la información que dan a conocer a los usuarios. Así pues, como consecuencia de los distintos escándalos financieros y de la capacidad de los directivos para desarrollar comportamientos oportunistas, la gestión del resultado o *earnings management* se ha erigido como una de las disciplinas más estudiadas en los últimos años.

La literatura ha enunciado numerosas definiciones de la gestión del resultado, siendo una de las más completa la propuesta por García Osma et al. (2005), pues recoge todos los aspectos enunciados en las definiciones previas. Según estos autores, la manipulación contable es “cualquier práctica llevada a cabo intencionalmente por la gerencia, con fines oportunistas y/o informativos, para reportar la cifra de resultados deseada, distinta de la real”. Las prácticas de gestión del resultado pueden materializarse mediante decisiones que afectan únicamente a aspectos contables o mediante decisiones que inciden en la corriente de cobros y pagos. Dado que las primeras resultan menos visibles por los usuarios y supervisores de la información financiera, la investigación

contable ha versado sobre ellas con más frecuencia (Parte-Esteban y Gonzalo-Angulo, 2008).

Son diversos los factores que motivan a los directivos para llevar a cabo dichas alteraciones en los estados contables como, a modo de ejemplo, las presiones ejercidas por el mercado y las derivadas de los contratos establecidos con los propietarios de la empresa. Por tanto, ante un escenario económico como el actual, marcado por una profunda crisis económica global, cabe plantearse si dichas presiones han generado mayores incentivos para la modificación de las cifras contables.

La teoría económica considera que las organizaciones actúan como agentes económicos bien definidos y racionales, cuyo objetivo es la maximización del beneficio. Sin embargo, el aumento progresivo del tamaño de las empresas ha provocado un cambio en las estructuras de propiedad, de tal forma que antes existía un único propietario que se encargaba de la gestión de éstas, mientras que ahora existen múltiples propietarios que no dirigen directamente a la empresa, si no que delegan esta función a un grupo de personas que componen el equipo directivo. Así pues, ante este nuevo contexto, la visión neoclásica de la empresa no resulta válida para explicar y analizar las decisiones empresariales.

La separación entre propiedad y dirección se explica atendiendo a la teoría de la agencia, la cual analiza los conflictos que surgen entre propietarios y directivos como consecuencia de la divergencia de intereses (Jensen y Meckling, 1976). Asimismo, estos problemas dan origen a los costes de agencia, los cuales deben tender a reducirse con la implantación en las compañías de mecanismos de control. Así pues, los mecanismos de gobierno corporativo intentan reducir estos costes, puesto que constituyen una serie de medidas implantadas por los propietarios con el objetivo de controlar a los directivos.

No obstante, la teoría de la agencia presenta algunas limitaciones a la hora de dar sustento teórico a las relaciones que se producen en las organizaciones, puesto que ésta se limita a la existente entre propietarios y directivos obviando el resto de *stakeholders* de la empresa. Así, surge la teoría de los *stakeholders* en virtud de la cual las decisiones empresariales deben considerar los intereses de los diferentes grupos de interés que componen la compañía.

Este trabajo de investigación se centra en estudiar los comportamientos de los directivos de las empresas en relación con la gestión del resultado ante un contexto económico como el actual, así como en determinar la capacidad de los mecanismos de gobierno corporativo para mitigar los comportamientos oportunistas llevados a cabo por

los gerentes. No obstante, éstos han sido temas bastante recurrentes en la literatura hasta el momento, sin embargo, los trabajos previos no se caracterizaban por un entorno de trabajo marcado por una profunda crisis económica que afecta a la mayoría de los países desarrollados a nivel mundial. Por su parte, es evidente que la crisis económica tiene consecuencias devastadoras en los mercados, siendo éstas más relevantes en unos que en otros, así pues la merma en los resultados empresariales puede propiciar que los directivos opten por “maquillar” los resultados para de esta forma evitar mayores pérdidas para la empresa como consecuencia de la pérdida de confianza por parte de los inversores. Por tanto, el conocimiento de los comportamientos de los directivos en relación con la elaboración de los estados contable durante la crisis puede resultar de suma importancia para los *stakeholders* de la compañía, puesto que saber si las cifras anuales presentadas por las organizaciones son ficción o realidad puede ayudar a la toma de decisiones. Así pues, en este trabajo de investigación se avanza en el conocimiento sobre la gestión del resultado al considerar la crisis económica como posible incentivo para la discrecionalidad contable, pues hasta el momento la literatura no ha profundizado en la influencia que los ciclos económicos pueden ejercer para motivar los comportamientos oportunistas de los directivos.

Asimismo, también trataremos de determinar la efectividad de los mecanismos de gobierno corporativo durante la crisis económica. Éstos son mecanismos impuestos por los propietarios de las compañías para controlar las decisiones tomadas por la dirección, por tanto, y tal y como se ha puesto de manifiesto en la literatura, contribuyen a reducir la discrecionalidad contable. Sin embargo, cuando la economía se encuentra en recesión las empresas orientarán sus esfuerzos en incrementar los controles para evitar posibles despilfarros con el objetivo de sobrevivir a las desavenencias económicas. Por tanto, resulta muy importante para las organizaciones conocer si realmente los mecanismos de control implantados efectivamente ejercen tal control, ya que suponen un coste. Así pues, en este trabajo de investigación se pretende abordar esta cuestión desde el punto de vista de la gestión del resultado, tratando de determinar si los mecanismos de gobierno corporativo realmente mitigan la discrecionalidad contable durante la crisis económica.

El presente trabajo de investigación se estructura en cuatro capítulos que recogen los aspectos teóricos, el estado del arte y los resultados obtenidos de los distintos modelos propuestos para contrastar los objetivos planteados en esta investigación.

En el primer capítulo se pretende determinar qué modelo de los desarrollados por la literatura para cuantificar la gestión del resultado aporta una mejor aproximación a la

magnitud ajustes por devengo discrecionales. Para ello se realizará una revisión de la literatura en torno al concepto de *earnings management* y se establecerán los fundamentos teóricos de la investigación. Asimismo, se revisarán las propuestas recogidas en la literatura para detectar las posibles manipulaciones contables para determinar mediante un análisis empírico, donde estimemos y comparemos los diferentes modelos, la eficiencia de uno u otro modelo, mediante determinadas pruebas de especificación y potencia.

En el segundo capítulo el objetivo es determinar si la crisis económica condiciona los comportamientos oportunistas de los directivos. En este capítulo se realiza una revisión de la literatura sobre las motivaciones que tienen los directivos para “maquillar” las cifras contables. Asimismo, también se establecerán las bases teóricas de la relación entre la gestión del resultado y la crisis.

En el tercer capítulo se desarrollará la relación entre la gestión del resultado y los mecanismos de gobierno corporativo, teniendo en cuenta el posible efecto de la crisis económica. Así, se establecerá el concepto de gobierno corporativo, además de los mecanismos desarrollados para reducir la gestión del resultado.

Por último, en el cuarto capítulo se presentan las principales conclusiones obtenidas, así como las limitaciones consideradas en este trabajo y las futuras líneas de investigación que se podrían desarrollar.

Con este trabajo de investigación se profundiza en unas de las líneas de investigación más prolíferas de los últimos años como son la gestión del resultado y el gobierno corporativo. Además, incorporamos dos aspectos fundamentales: la incidencia del contexto económico y el análisis del entorno institucional. Se pretende poner de manifiesto los comportamientos desarrollados por los directivos durante la crisis económica en relación con la gestión del resultado, así como la importancia de los mecanismos de gobierno corporativo para evitar comportamientos oportunistas por parte de la gerencia.

CAPÍTULO I: EVALUACIÓN DE LOS MODELOS DE GESTIÓN DEL RESULTADO

1. Introducción

2. Concepto *earnings management*

3. Detección de *earnings management*

4. Muestra, variables, metodología

5. Resultados

6. Conclusiones

1. Introducción

Los escándalos contables ocurridos a principios del siglo XXI (Adelphia, Enrom, Lehman Brothers, Merrill Lynch y Worldcom entre otros) han afectado a la confianza depositada por los inversores en el proceso de divulgación de información por parte de las empresas, evidenciando la existencia de importantes conflictos de interés en el seno de las grandes empresas cotizadas, que han afectado a intermediarios, asesores, analistas, banqueros y auditores, perjudicando notablemente a sus accionistas. Lo novedoso no es la existencia de tales conflictos, sino la insuficiencia de los controles y las medidas de salvaguarda adoptadas por estas empresas para resolverlos y evitar que individuos que están obligados por ley a defender los intereses de sus clientes y accionistas, puedan actuar con deshonestidad y aprovechar para sí las ventajas que se derivan de la adopción de una u otra decisión.

Como respuesta a la situación descrita, en los últimos tiempos hemos observado una tendencia a nivel internacional hacia una mayor intervención de los organismos emisores de normas contables, de los reguladores de los mercados de valores y de los tribunales, todo ello dirigido a asegurar tanto la calidad y relevancia de la información contable en un contexto globalizado como un comportamiento ético por parte de directivos, auditores y analistas financieros.

A pesar de esos esfuerzos legales, los directivos gozan de un cierto grado de flexibilidad en la aplicación de los principios y normas contables, lo cual puede repercutir en la fiabilidad de la información financiera (Parte-Esteban y Gonzalo-Angulo, 2009). Así pues, la gestión del resultado o *earnings management* se define como la aplicación por parte de los directivos de su propio juicio en la elaboración de los estados contables.

El estudio de la detección de comportamientos oportunistas por parte de los directivos ha suscitado un gran interés entre los investigadores a raíz de los diferentes escándalos financieros acaecidos en los últimos años como consecuencia de la discrecionalidad directiva para aplicar las normas y principios contables. Así como de las medidas establecidas por los legisladores para salvaguardar la calidad de la información contable.

Para aportar evidencias empíricas sólidas y resultados concluyentes es necesario que nuestras variables, así como, en su caso, el método de estimación de éstas sea adecuado. En relación con el cálculo de la gestión del resultado, en la literatura han prosperado una serie de modelos que tratan de cuatificar la discrecionalidad contable

desde que en 1985 Healy desarrollara el primero de ellos. Sin embargo, no fue hasta 1991 cuando Jones enunció su modelo, a partir del cual se hicieron diferentes propuestas para calcular la gestión del resultado, todas ellas basadas en modificaciones del originario modelo de Jones.

Pese al desarrollo de estos modelos, la literatura no ha llegado a un consenso en cuanto a cuál de ellos ofrece el mejor cálculo de los ajustes por devengo o *accruals* o, al menos, la mejor aproximación para cuantificar tal magnitud. Sin embargo, algunos modelos han tenido más aceptación que otros y, por tanto, han sido más utilizados para calcular la discrecionalidad contable. Así pues, entre los más empleados por los investigadores consideramos el modelo de Jones (1991), el modelo de Jones modificado (1995) y el modelo de Kothari (2005). Por su parte, Poveda (2001) realiza un análisis comparativo de los diferentes modelos, concluyendo con las limitaciones de éstos y las posibles soluciones para solventar los problemas que surgen en cuanto a la especificación y potencia de los modelos.

Por tanto, el objetivo de este capítulo es determinar cuál de los tres modelos anteriores proporciona un mejor cálculo de la gestión del resultado. Para ello se ha utilizado una muestra de 33.410 observaciones correspondientes a empresas no financieras de Estados Unidos, Reino Unido, Corea, Japón, Italia, Alemania, Francia, España, Canadá y Australia que han cotizado en el mercado de valores a lo largo del periodo 2005-2009. A partir de esta muestra se calcularán los ajustes por devengo discrecionales para cada modelo y, posteriormente, se compararán empíricamente los tres modelos.

La estructura del capítulo es la siguiente: en primer lugar, se define el concepto de *earnings management* y los fundamentos teóricos. En segundo lugar, se determinan los componentes de los ajustes por devengo, así como los modelos para su cálculo. En cuarto lugar, se expone la metodología, muestra y variables. En quinto lugar, se presentan los resultados de los modelos de *accruals* y se profundiza en los resultados obtenidos con relación al objetivo planteado. Y, en último lugar, se enuncian las principales conclusiones.

2. Concepto *earnings management*

2.1. Revisión de la literatura: Definición *earnings management*

El objetivo de las prácticas de *earnings management* puede ser engañar o informar a los accionistas de la empresa. Así pues, Beneish (2001) define *la earnings management*

desde dos perspectivas: la perspectiva oportunista y la perspectiva informativa. En cuanto a la perspectiva oportunista, esta alude al propio juicio de los directivos en la elaboración de las cifras contables en busca de intereses particulares. Por otra parte, la perspectiva informativa se refiere a la divulgación de información privada con la intención de mejorar la utilidad de la información financiera. A lo largo de la literatura, la perspectiva oportunista ha sido la más estudiada.

En línea con la perspectiva oportunista, una primera definición de gestión de beneficios o *earnings management* la proporcionó Schipper (1989), quien considera la manipulación del resultado como una intervención en el proceso de generación de la información financiera con la intención de obtener una ganancia privada, a diferencia de lo que pudiera ser una participación neutra.

Otra definición ampliamente empleada a lo largo de la literatura y que también se refiere a la perspectiva oportunista es la propuesta por Healy y Wahlen (1999) quienes consideran que *la earnings management* tiene lugar cuando los directivos emplean su propio juicio de forma discrecional en la elaboración de los estados financieros e incluso en la realización de determinadas transacciones, con el objetivo de “confundir” a los accionistas sobre la situación económica de la empresa o “influir” en las relaciones contractuales que descansan en la información contable.

La definición propuesta por Healy y Walhen (1999) ofrece distintos aspectos relevantes a destacar. En primer lugar, dado que los sistemas contables muestran cierta flexibilidad a la dirección, éstos tendrán a su disposición muchas maneras por las cuales pueden establecer sus propios criterios e interpretaciones en el proceso de confección de la información financiera –ej., estimaciones de eventos económicos futuros, diferir impuestos, depreciación de activos, entre otros-. Asimismo, la dirección también puede establecer ciertos criterios en la gestión de las corrientes de circulante, como es el control de los niveles de existencias y de las políticas de cobros y pagos. También la dirección puede llevar a cabo determinadas actuaciones, como iniciar proyectos de investigación y desarrollo, publicidad o mantenimiento, o aplazar los mismos a periodos posteriores.

Un segundo aspecto relevante, viene relacionado con la delimitación y el alcance de los objetivos de la gestión de beneficios en cuanto a la confusión de los distintos grupos de interés como consecuencia de los estados contables emitidos. A este respecto, puesto que las oportunidades de gestionar beneficios existen cuando la dirección tiene la habilidad de utilizar e interpretar criterios contables que influyeran los estados financieros dentro del marco de los principios contables generalmente aceptados, en algunas ocasiones puede

resultar positivo que los distintos grupos de interés en la empresa permitan cierto grado de manipulaciones dependiendo de cuanta información aporten dichas manipulaciones. Este argumento, viene soportado en la idea de que es la dirección de la empresa quien generalmente cuenta con la mayor cantidad de información y conocimiento acerca de las perspectivas futuras de la empresa (Dechow, 1994; Dechow et al., 1998; Dechow y Dichev, 2002).

En España, Apéllaniz y Labrador (1995) definen la manipulación contable como la “selección de técnicas por parte de la gerencia de la empresa para obtener un nivel de beneficios deseados, sirviéndose de la flexibilidad permitida por los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados de los distintos países”.

Por su parte, García Osma et al. (2005) proporcionan una definición de *earnings management* que engloba y matiza las definiciones anteriores. Así pues, las definen como “cualquier práctica llevada a cabo intencionalmente por la gerencia, con fines oportunistas y/o informativos, para obtener la cifra de resultados deseada, distinta de la real”. De dicha definición, las autoras identifican tres elementos claves:

1. Se trata de “cualquier práctica...”, lo cual supone en primer lugar que se consideren prácticas de *earnings management* tanto las que respetan los principios contables como las que no lo hacen, pues en la definición proporcionada por Apéllaniz y Labrador (1995), restringen el concepto a aquellas prácticas llevadas a cabo “...dentro de los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados...”. Y, en segundo lugar, las prácticas de *earnings management* incluyen aquellas que se llevan a cabo tanto utilizando instrumentos contables (manipulación contable) como manipulando las transacciones reales subyacentes (manipulación real).
2. La definición señala que las prácticas de *earnings management* se llevan a cabo “...intencionalmente por la gerencia...” lo que implica que los errores en la elaboración de las cifras contables no se incluyen dentro del concepto.
3. La definición se centra en la manipulación de “...la cifra de resultado...”. Es evidente que el resultado contable, en sus distintas acepciones, es la variable por excelencia utilizada como medida resumen de la actuación de la empresa (Dechow, 1994; Subramanyam, 1996). Por ello, cabe esperar que el esfuerzo manipulador de la gerencia se concentre en gran medida en esta variable.

En relación a la perspectiva informativa, la cual plantearon inicialmente Barnea et al. (1976), y apoyada por Wang y Williams (1994), Subramanyam (1996) y Fields et al. (2001) entre otros, considera que mediante la manipulación del resultado los gerentes

manifiestan sus expectativas sobre la actuación futura de la empresa, reforzando así la capacidad de los inversores para predecir los resultados futuros.

No obstante, Mitra y Rodríguez (2002) argumentan que empíricamente es imposible distinguir entre prácticas de *earnings management* con fines oportunistas o con fines informativos.

En segundo lugar, otro aspecto que se desprende de las definiciones de *earnings management*, se refiere a la denominada “real” *earnings management*. Schipper (1989) amplió la definición sobre *earnings management* haciendo referencia al momento en que se realizan las inversiones y las decisiones de financiación. Así pues, establece que “una extensión de la definición de *earnings management* debería incluir las “real” *earnings management*, pues debe tenerse en cuenta el momento en que se realizan las inversiones y que se toman las decisiones de financiación, ya que pueden alterar los estados contables emitidos por la empresa”. Por tanto, además de contemplar los instrumentos contables, Schipper sugiere que puede alterarse a través de instrumentos “reales”, esto es, mediante la planificación deliberada de operaciones de inversión y financiación para lograr el resultado deseado.

Sin embargo, el problema de incluir la “real” *earnings management* en la definición está en establecer el límite entre éstas y *la earnings management* como tal (Beneish, 2001). Beneish concluye que *la earnings management* es un estado financiero, del cual excluye aquellos comportamientos que se desvían de los comportamientos racionales de inversión/financiación. No obstante, hay estudios que muestran evidencias de cómo la “real” *earnings management* se utiliza para conseguir metas de beneficios a corto plazo. Por ejemplo, Dechow y Sloan (1991) examinan si los CEOs gestionan gastos de inversión discrecionalmente para mejorar las ganancias a corto plazo al final de los años. Encuentran evidencia de que los CEOs reducen los gastos en I+D a final de año.

En tercer y último lugar, algunos autores consideran que el concepto engloba sólo aquellas prácticas que, aunque se aprovechan intencionadamente de la flexibilidad de la normativa, respetan los PCGA (por ejemplo Apellániz y Labrador, 1995). Otros en cambio, denominan también prácticas de *earnings management* a situaciones en las que se han violado los PCGA (véase por ejemplo Beneish, 1999). Respecto a este debate, Dechow y Skinner (2000) consideran que existe una clara diferencia entre prácticas contables fraudulentas, que violan los PCGA, y aquellos juicios y decisiones contables sujetos a la subjetividad de la gerencia pero que respetan los principios contables y que constituirán prácticas de *earnings management* dependiendo de si existe o no intención por parte de la

gerencia. En cualquier caso, Dechow y Skinner reconocen que, en ausencia de cualquier evidencia objetiva de la existencia de intencionalidad, es muy difícil diferenciar entre las prácticas fraudulentas y el ejercicio legítimo de la discrecionalidad contable. La tabla 1.1 refleja la clasificación que hacen estos autores de las distintas prácticas de elección contable que lleva a cabo la gerencia.

Tabla 1.1. Diferencia entre *earnings management* y fraude

Dentro de los PCGA	
Prácticas contables	Decisiones sobre transacciones reales
Manipulación del beneficio a la baja	Ej.: Reconocimiento de provisiones para riesgos y gastos, amortizaciones y otros gastos en exceso.
Manipulación del beneficio al alza	Ej.: Retrasar ventas o acelerar realización de proyectos de I+D o de gastos de publicidad
	Ej.: Acelerar operaciones de venta o retrasar la realización de proyectos de I+D
	reconocimiento de exceso de provisiones excesivo
Violando los PCGA	
Prácticas Fraudulentas	Ej.: reconocimiento de ventas antes de ser realizables, reconocimiento de ventas ficticias, retrasar la fecha de facturas de venta posteriores, registrar existencias por encima de las reales.

Fuente: Gill de Albornoz (2003)

Como muestra la revisión de la bibliografía llevada a cabo, no existe un consenso en cuanto a la definición de *earnings management*, lo cual puede conducir a conclusiones erróneas cuando se comparan los resultados obtenidos por diferentes trabajos. De acuerdo con Beneish (2001), “la falta de consenso implica diferentes interpretaciones de los resultados empíricos en la detección de *earnings management* o en los incentivos que llevan a los directivos a emplear dichas prácticas.

No obstante, pensamos que la definición proporcionada por García Osma et al. (2005) engloba a todas las anteriores y muestra una visión completa de las prácticas de manipulación.

2.2. Fundamentos teóricos

En un contexto donde la globalización y la consecuente sofisticación de los mercados consideran la información como su bien máspreciado, la fiabilidad y la transparencia de esta última han despertado gran interés académico.

Watts y Zimmerman (1978) enunciaron la teoría positiva de la contabilidad, cuyo objetivo era el de poder explicar, comprender y predecir la práctica contable. La inquietud de Watts y Zimmerman era desarrollar una Teoría Positiva frente a la Teoría normativa existente hasta el momento como simple mecanismo de apoyo y búsqueda de justificación al desarrollo normativo contable.

El trabajo de Watts y Zimmerman (1978), fue uno de los primeros trabajos en desarrollar la teoría positiva de la contabilidad, acercándose empíricamente al origen de las presiones y al porqué del interés de los directivos de las compañías en boicotear e intentar influir en los procesos de elaboración de normas contables. Los autores se centran en este primer trabajo en los costes políticos estudiando la incidencia de los mismos en el proceso de regulación contable.

Pero la información financiera no sólo puede verse afectada para evitar posibles presiones políticas, sino por servir de mecanismo paliativo de otro tipo de costes como: los costes de agencia que surgen tras la separación de la propiedad y el capital en las empresas (Jensen y Meckling, 1976) y en general, cualquier otro coste de naturaleza contractual. En definitiva, tal y como exponen Watts y Zimmerman (1979), existen dos fuentes de presión sobre la elaboración de la información financiera: presiones de origen político y presiones de los contratos que surgen en una empresa, entre ellos, aquéllos que en muchos casos sirven como mecanismo de control de la asimetría informativa y de los costes de agencia.

La motivación de la gerencia para llevar a cabo las prácticas de manipulación se deriva del problema de agencia que surge en la empresa moderna ante la separación entre propiedad y control y que ocasiona diferencias de intereses entre accionistas y gerentes. La relación de agencia es una relación contractual que surge entre dos o más personas, cuando una de ellas, a la que se le denomina agente, actúa en nombre o representación de otra, a la que se denomina principal, en un determinado ámbito que exige por su parte la toma de decisiones (Ross, 1973).

Los accionistas buscan la maximización del valor de la empresa, mientras que los agentes pueden desviarse de dicho objetivo en favor de sus propios intereses (Jensen y

Meckling (1976), Fama (1980), Fama y Jensen (1983)). En ocasiones, estos intereses les llevan a desarrollar conductas oportunistas en las que la información contable juega un papel importante y, en consecuencia, puede convertirse en objeto de manipulación.

El entorno en que esta relación se desarrolla es un entorno incierto, con asimetrías de información entre las partes, lo que da lugar a que ese potencial conflicto de intereses entre principal y agente de origen a dos conocidos problemas: selección adversa y riesgo moral. Previamente a la formalización del acuerdo contractual, las partes se enfrentan a un problema de información oculta o selección adversa, puesto que a priori ninguna de ellas conoce a la otra parte contratante (Arrow, 1965). A este tipo de problema *ex ante* presta una especial atención la economía de los costes de transacción¹. El término riesgo moral tuvo su origen en los seguros, puesto que los asegurados adoptaban determinados comportamientos de tal forma que le ocasionaran mayores gastos de indemnización a la entidad aseguradora. Por tanto, este problema surge *ex post* como consecuencia de las asimetrías de información. Los problemas de riesgo moral pueden surgir en cualquier situación en la que una parte (empleado, cliente, proveedor, etc.) tenga la tentación de emprender una acción oportunista, pues su actuación no podrá verificarse adecuadamente como consecuencia de las asimetrías de información.

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

Como costes de las relaciones contractuales pueden entenderse aquellos dirigidos a eliminar el conflicto entre las partes y reducir las posibilidades de incumplimiento, y que buscan en suma hacer posible la transacción. Dentro de éstos, Jensen y Meckling (1976) identificaron los costes de incentivación y supervisión, los costes de fianza o garantía y la pérdida residual.

Los costes de incentivación y supervisión vienen dados por los recursos monetarios y no monetarios en que incurre el principal para vigilar y condicionar positivamente el comportamiento del agente. Los costes de fianza o garantía son

¹ El término costes de transacción fue enunciado por primera vez por el premio nobel de economía Ronald Coase en su artículo *The Nature of the Firm* (1937). Coase explica que "cuando se desea operar una transacción en un mercado, es necesario investigar a los contratistas, proporcionarles ciertas informaciones necesarias y establecer las condiciones del contrato, llevar a cabo las negociaciones que instauren un verdadero mercado, establecer una estructura de control de las respectivas prestaciones de obligaciones de las partes, etc."

abonados, aunque no necesariamente soportados, por el agente para garantizar al principal que su comportamiento no se desviará de lo pactado, y la pérdida residual es la resultante de las divergencias que seguirán existiendo entre el principal y el agente y que es consecuencia inevitable de ser prohibitivos los costes de formalización, garantía y control que se requerirían para un cumplimiento perfecto del contrato.

Por tanto, tanto el principal y como el agente intentarán cumplir sus objetivos dentro de una coalición de intereses. Para conseguirlo, el primero intentará por una parte motivar al segundo y por otra, tratará de establecer una red de control, de modo que el agente no se desvíe de los objetivos previstos. La razón de introducir el control radica en que la supervisión directa de las tareas está limitada por la existencia de asimetrías de información.

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

Habitualmente, suele existir un contrato entre las partes con el objetivo de alinear sus objetivos. Sin embargo, estos contratos no consiguen eliminar todos los costes de agencia. En primer lugar, los contratos no pueden ser completos y, en segundo lugar, a menudo los contratos se basan en magnitudes económicas (Watts y Zimmerman 1986), las cuales suponen incentivos para el reconocimiento de ganancias y la elección de un método

contable agresivo, por tanto, la información contable juega un papel fundamental en esos contratos, como en los casos en que se establece una retribución variable para el gerente ligada al beneficio empresarial. En principio, la finalidad de estos contratos es reducir las discrepancias entre los intereses del principal y del agente, puesto que se supedita la utilidad del agente a la consecución de los objetivos del principal. Sin embargo, como señalan Wartfield et al. (1995), Dye (1988) o Watts y Zimmerman, 1986, el establecimiento de este tipo de cláusulas también genera incentivos a la gerencia para llevar a cabo prácticas manipuladoras del resultado (o *earnings management*) que le permitan declarar cifras contables acordes con los requisitos establecidos en el contrato, aunque no reflejen la realidad económica de la compañía.

El modelo de comportamiento que persiguen los individuos en una organización, así como el contexto de asimetrías de información y la imposibilidad de observar sin costes, proporcionan argumentos racionales para justificar la hipótesis de una actuación de la dirección caracterizada por la existencia de elevados márgenes de discrecionalidad.

3. Detección de *earnings management*

De acuerdo con Jones (1991), los ajustes por devengo se consideran un mecanismo de naturaleza contable para la manipulación. Además, han sido los más utilizados en la literatura para calcular la discrecionalidad directiva. Esta idea se fundamenta en la creencia de que los usuarios de la información financiera divulgada pueden ser engañados dadas las interpretaciones que la dirección de la empresa da a los beneficios contables como medida de desempeño económico (Fields et al., 2001). No obstante, autores como Fudenberg y Tirole (1995), Healy y Wahlen (1999), Dechow y Skinner (2000) y Roychowdhury (2006) han discutido la posibilidad de que la manipulación no solo se haga a través de estimaciones contables, sino a través de decisiones operacionales².

Los ajustes por devengo se definen como la diferencia entre el beneficio declarado y el *cash-flow*. La manipulación de los mismos puede llevarse a cabo a través de distintas variables contables y permite a la gerencia la transferencia de beneficios de un período a otro. Varios son los argumentos a favor de la utilización de los ajustes por devengo como variables manipuladoras del beneficio. Desde la perspectiva del gerente la manipulación

² Las principales estrategias para la manipulación del resultado a través de actividades reales de la empresa son: 1) descuentos en los precios para incrementar las ventas temporalmente, 2) sobreproducción para obtener menores costes de los bienes vendidos y 3) disminución de gastos en I+D para mejorar los márgenes.

de los ajustes por devengo es una estrategia menos costosa y, sobre todo, menos transparente ante los ojos de terceros que otras posibles variables manipuladoras como pueden ser los cambios contables de los que se tiene que informar en la Memoria (Moses, 1987); además, pueden determinarse al final del ejercicio una vez conocido el beneficio pre-ajustado (antes de manipulación). Y, desde el punto de vista del investigador, la utilización de los ajustes por devengo tiene la ventaja de que agregan en una única cifra el efecto neto de numerosas decisiones contables (Healy, 1985)³.

Es lógico pensar, por otra parte, que los ajustes por devengo no son manipulables en su totalidad. Una parte de los mismos depende de las condiciones económicas o viene impuesta por la normativa (Healy, 1985)⁴. Por lo tanto, dentro de los ajustes por devengo totales (ADT) se distinguen dos componentes:

- Un componente no discrecional o ajustes por devengo no discrecionales (ADND) formado por aquellos ajustes al cash-flow derivados de la aplicación de la normativa contable de una manera racional atendiendo a la evolución de las condiciones económicas de la empresa.
- Y, un segundo componente discrecional o ajustes por devengo discrecionales (ADD) formado por los ajustes que se hacen sobre el cash-flow por parte de la gerencia de forma intencionada.

Es la parte discrecional de los ajustes por devengo o ajustes por devengo discrecionales la que ha sido considerada como una medida agregada de la elección contable discrecional y, se ha utilizado en numerosos estudios para detectar la presencia de *earnings management*.

McNichols (2000) estableció que el principal elemento de la gestión del resultado es la medida utilizada para detectar el componente discrecional de los resultados empresariales. El problema surge como consecuencia de que dicho componente discrecional no es observable. Así pues, la literatura ha desarrollado una serie de modelos para el cálculo de los ajustes por devengo, de tal forma que se puedan contrastar hipótesis relacionadas con la gestión del beneficio y la eficiencia de los mercados (DeFond y Jiambalvo, 1994; Rees et al., 1996; Teoh et al., 1998). Estos estudios se basan en la idea de que la dirección de la empresa puede incurrir en alguna manipulación de la información

³ Es posible que no recojan todo el componente discrecional del beneficio, puesto que existe la posibilidad de que el cash-flow sea manipulado.

⁴ Efectivamente, la variación en las cuentas de deudores y acreedores dependerá de algún modo de la evolución general de la economía, del sector y de la empresa en particular ya que depende del volumen de ventas del ejercicio. Además, la normativa puede exigir por ejemplo que las dotaciones a las provisiones de existencias se lleven a cabo sobre la base de un valor de mercado determinado.

contable para no mostrar la imagen real de la empresa a los usuarios (Fields et al., 2001). Por tanto, para detectar el componente discrecional, la literatura ha desarrollado los modelos de *accruals*.

McNichols (2000) clasifica los modelos en tres grupos: aquellos basados en medidas agregadas de *accruals*, modelos basados en *accruals* específicos y modelos basados en la distribución de los resultados después de realizar prácticas manipuladoras. No obstante, de estos tres tipos de modelos, el más desarrollado por la literatura ha sido el basado en *accruals* agregados, los cuales desarrollaremos en páginas posteriores.

3.1. Ajustes por devengo totales

El primer componente de los modelos de ajustes por devengo que es necesario conocer son los ajustes por devengo totales o *accruals*, los cuales representan la parte de los beneficios que no generan flujo de caja. En la literatura se han utilizado dos métodos para el cálculo de los ajustes totales: a través del balance de situación o del estado de cash-flow. No obstante, la técnica más extendida ha sido utilizar el balance de situación, puesto que en determinados países no es obligatoria la elaboración del estado de cash-flow. Así pues, los ajustes totales se calculan según se muestra en la expresión [1].

$$ADT_t = (\Delta AC - \Delta TES - \Delta IFT) - (\Delta PC - \Delta DEBT) - AMORT \quad \text{Expresión [1]}$$

donde: ADT son los ajustes por devengo totales observados, definidos como la variación del activo circulante (ΔAC), excepto la variación en tesorería (ΔTES) e inversiones financieras temporales (ΔIFT), menos la variación en pasivo circulante (ΔPC), excepto la variación en la deuda a largo plazo con vencimiento a corto plazo ($\Delta DEBT$), y menos el gasto de amortización y depreciación a largo plazo del periodo ($AMORT$).

A pesar de que el balance de situación ha sido el estado contable más utilizado para el cálculo de los ajustes totales, Collins y Hribar (2002) establecen que el estado de cash-flow es preferible al balance de situación, pues éste último puede inducir a errores en caso de fusiones, adquisiciones, desinversiones o transacciones en moneda extranjera, ya que éstas operaciones originan variaciones en el activo y pasivo circulantes, sin que éstas afecten a la cifra de beneficios. Además, Collins y Hribar (2002) concluyen que las fusiones y adquisiciones de empresas introducen sesgos positivos en los ajustes por devengo totales como consecuencia del incremento que producen en el activo circulante. Lo mismo ocurre con las desinversiones, las cuales introducen un sesgo negativo. En el caso del signo

del error introducido por las transacciones en moneda extranjera, éste varía según el tipo de cambio.

3.2. Modelos agregados de ajustes por devengo

Una vez determinados los ajustes por devengo totales, el siguiente paso es determinar el componente de manipulación. Para ello, en la literatura se han desarrollado una serie de modelos de *accruals* que pretenden conocer dicho componente. Todos los modelos coinciden en que los ajustes totales pueden dividirse en dos tal y como se muestra en la expresión [2], ajustes por devengo no discrecionales (ADND) y ajustes por devengo discrecionales (ADD). Los ajustes no discrecionales son aquellos que salen del control de la gerencia y que son debido a circunstancias externas a la empresa como es, por ejemplo, la propia normativa contable. En cuanto a los ajustes discrecionales, éstos son controlados por los directivos de la empresa y, por tanto, son los que reflejan las prácticas manipuladoras.

$$ADT_t = ADND_t + ADD_t \quad \text{Expresión [2]}$$

Sin embargo, los ajustes no discrecionales y los ajustes discrecionales no son observables. Por tanto, el objetivo de los modelos de ajustes por devengo es determinar los ajustes discrecionales, los cuales se calculan como diferencia entre los ajustes totales y los ajustes no discrecionales.

La utilización de modelos de ajustes por devengo para contrastar hipótesis relacionadas con la gestión del beneficio y eficiencia de mercados ha sido ampliamente utilizada en la literatura (Defond y Jiambalvo, 1994; Rees et al., 1996; Teoh et al., 1998). Estos estudios vienen fundamentados en la creencia de que los usuarios de la información financiera divulgada pueden ser confundidos dadas las interpretaciones que la dirección de la empresa da a los beneficios contables como medida de desempeño económico (Fields, 2001). Es por ello, que históricamente la investigación ha centrado su atención en el desarrollo de modelos de *accruals* cuya finalidad es el filtrar adecuadamente el componente discrecional. Entonces, resulta natural que la gestión del beneficio contable haya llamado la atención de académicos, profesionales y legisladores.

El primer modelo de *accruals* que se desarrolló en la literatura fue el de Healy (1985), el cual establece que los ajustes no discrecionales son la media de los ajustes totales para un período determinado (Expresión [3]). Así pues, asume que los *accruals* son

una reversión a la media. De hecho, algunos estudios han puesto de manifiesto que los *accruals*, concretamente los relativos al circulante, son una reversión a la media (p.e., Dechow, 1994).

$$ADND_t = \frac{1}{n} \cdot \sum_{i=t-n}^t \left(\frac{ADT_t}{TA_{i-1}} \right) \quad \text{Expresión [3]}$$

donde: TA representa el activo total; n representa el número de años que forman el período de análisis y t es el subíndice representativo del año. Los ajustes discrecionales se calculan extrayendo de los ajustes totales los ajustes no discrecionales. Una asunción implícita de este modelo es que el crecimiento de los *accruals* es cero. Si, por ejemplo, en una determinada empresa se produce un aumento (reducción) en la cifra de ventas, entonces el nivel de *accruals* también tenderá a incrementar (decrementar). Por tanto, se está introduciendo un sesgo en el cálculo de los ajustes no discrecionales.

Otro modelo pionero es el presentado por DeAngelo (1986). Este modelo asume que los ajustes no discrecionales de un determinado año son iguales a los ajustes totales del año anterior, es decir, que el cambio que se produce en los *accruals* durante dos períodos se corresponde con los ajustes discrecionales (expresión [4]).

$$ADND_t = ADT_{t-1} \quad \text{Expresión [4]}$$

Algunos estudios establecen que, comparado con otros modelos agregados de *accruals*, el modelo de DeAngelo es menos efectivo en la detección de *earnings management*. Dechow et al. (1995) compararon varios modelos de *accruals* mediante la introducción en las cifras contables de *earnings management*. Los resultados pusieron de manifiesto que el modelo de DeAngelo era el menos capacitado para detectar prácticas manipuladoras. Por otra parte, Bartov et al. (2001) también llegaron a la misma conclusión cuando lo compararon con otro modelo que ha sido muy usado en la literatura.

En general, tanto el modelo de Healy como el de DeAngelo no han sido muy usados a lo largo de la literatura. Sin embargo, el modelo desarrollado por Jones (1991), el cual se conoce como modelo de Jones o modelo de Jones Standard, ha sido el más utilizado o algunos modelos que derivan de éste.

El modelo propuesto por Jones, que se presenta en la expresión [5], realiza una regresión lineal de los ajustes por devengo totales (ADT) sobre dos variables: la variación de las ventas ($\Delta VTAS$), que controla el componente normal de los ajustes por devengo de circulante, o ajustes por devengo a corto plazo; y el nivel de inmovilizado material bruto (INMOV), que modeliza el componente no discrecional del gasto por depreciación y

amortización del periodo, principal componente de los ajustes por devengo a largo plazo. Ambas variables, así como la constante del modelo, se dividen por el activo total inicial al objeto de evitar problemas de heterocedasticidad⁵.

$$\frac{ADT}{TA_{i-1}} = \frac{\beta_0}{TA_{i-1}} + \beta_1 \left(\frac{\Delta VTAS_t}{TA_{i-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{INMOV}{TA_{i-1}} \right) + e \quad \text{Expresión [5]}$$

donde: e es el término de error del modelo y que representa el componente discrecional de los ajustes por devengo; e y t son los subíndices representativos de la empresa y el año respectivamente.

En cuanto al signo, en el caso del coeficiente de la variación de las ventas (β_1), éste no puede determinarse puesto que depende del aumento o disminución de las distintas partidas de circulante, así pues puede tomar tanto signo positivo como negativo. Por su parte, el signo del coeficiente relativo al nivel de inmovilizado (β_2), éste se espera que sea negativo, puesto que recoge el componente no discrecional de la depreciación por amortización.

A partir del modelo de Jones, se han desarrollado en la literatura diversas modificaciones a éste, las cuales han originado nuevos modelos con la intención de corregir los problemas de especificación que presentaba dicho modelo. Jones (1991) utilizó los datos de las empresas con base en series de tiempo para calcular los coeficientes de la regresión. Sin embargo, este tipo de datos tiene una gran limitación, pues la necesidad de un número mínimo de observaciones por empresa incorpora al análisis un sesgo de supervivencia (*survivorship bias*) ya que la muestra sólo incorporará aquellas empresas que tienen una serie temporal de datos lo suficientemente larga para obtener estimaciones fiables⁶, así pues, en trabajos posteriores se ha optado por calcular dichos coeficientes utilizando datos de corte transversal (DeFond y Jiambalvo, 1994). De este modo, además de eliminar el posible sesgo de supervivencia, se relaja el supuesto de que los coeficientes de las variables del modelo sean constantes en el tiempo para cada empresa. A cambio, se asume que estos coeficientes serán constantes para las empresas pertenecientes al mismo sector de actividad en el mismo ejercicio. Subramanyam (1996), DeFond y Subramanyam (1998) y Bartov et al. (2001) proporcionan evidencia de que los modelos de corte transversal están mejor especificados que los de serie temporal, por lo que los trabajos más recientes se decantan por este tipo de estimación.

⁵ Trabajos posteriores han utilizado el modelo de Jones original sin deflactar la constante argumentando que no hay razón teórica alguna para forzar una regresión por el origen (Peasnell et al., 2000).

⁶ Los trabajos que estiman el modelo de Jones (1991) en serie temporal suelen exigir un número mínimo de observaciones disponibles, normalmente 10.

Además del uso de datos de corte transversal en lugar de datos de series de tiempo, ha habido otras modificaciones al modelo de Jones. Una de las más utilizadas ha sido la propuesta por Dechow et al. (1995), quienes desarrollaron un modelo conocido como modelo modificado de Jones y que se representa en la expresión [6]. El modelo original de Jones asume que los ingresos por ventas no son discrecionales, sin embargo, este supuesto ha sido cuestionado por diversos autores como Dechow et al. (1995) ya que los gerentes pueden alterar la secuencia de los mismos a través de ajustes contables basados en, por ejemplo, anticipar las ventas (este hecho se vería reflejado en un incremento en la partida de deudores). Por tanto, Dechow et al. (1995) proponen como modificación al modelo de Jones la corrección de la cifra de ventas por la variación en las cuentas por cobrar para tener en cuenta la posibilidad de que las ventas no sean enteramente no discrecionales y ajustarlas por la parte que aún no se ha cobrado.

$$\frac{ADT}{TA_{i-1}} = \frac{\beta_0}{TA_{i-1}} + \beta_1 \left(\frac{\Delta VTAS_t - \Delta REC_t}{TA_{i-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{INMOV}{TA_{i-1}} \right) + e \quad \text{Expresión [6]}$$

donde: ΔREC es la variación en las ventas a crédito. Los coeficientes de la regresión, sin embargo, se calculan siguiendo el modelo original de Jones.

No obstante, en la literatura se ha discutido si realmente la modificación propuesta por Dechow et al. (1995) mejora el modelo de Jones o si, por el contrario, supone una sobre corrección del modelo. Así pues, Jeter y Shivakumar (1999) establecen que la asunción de que el cambio en las cuentas a cobrar están relacionadas con *la earnings management* es bastante improbable.

Algunos trabajos indican que el modelo de Jones introduce un sesgo en el cálculo de los ajustes por devengo en el caso de compañías con resultados extremos. Dechow et al. (1995) llevaron a cabo un trabajo en el cual se trataba de demostrar lo anterior. Para ello calcularon los ajustes por devengo para empresas con resultados o *cash-flow* extremos, concluyendo que las compañías con elevados resultados tenían elevados ajustes por devengo discrecionales, mientras que las empresas con bajos resultados tenían bajos ajustes por devengo discrecionales. Sin embargo, empresas con elevados *cash-flow* de operaciones presentaban bajos ajustes por devengo discrecionales, mientras que organizaciones con bajos *cash-flow* de las operaciones tenían elevados ajustes por devengo discrecionales. Así pues, estos resultados han llevado el desarrollo de modelos que añadan alguna modificación al modelo de Jones con el objetivo de controlar el rendimiento de las empresas.

Por tanto, a partir de los argumentos anteriores, surgen nuevos modelos. Peasnell et al. (1998), quienes evalúan los modelos de sección cruzada de Jones, Jones modificado, y el desarrollado por ellos mismos, demostrando que todos los modelos presentan una mejor especificación cuando se les aplica una muestra aleatoria. Sin embargo, el modelo desarrollado por Peasnell et al. (1998) se encuentra mejor especificado que el modelo de Jones modificado cuando se aplica a muestras con situaciones de *cash flow* extremo.

Jeter y Shivakumar (1999) desarrollaron el denominado modelo de *cash-flow*, el cual introduce en el modelo de Jones la variable *cash-flow* y con el que se pretenden subsanar las limitaciones del modelo de Jones ante situaciones anormales de *cash-flow*. Este modelo establece que existe una relación no lineal entre los ajustes por devengo y el *cash-flow* de operaciones. Así pues, a partir del caso-flow se divide la muestra en quintiles y se le añade al modelo de Jones una variable dummy para cada quintil. Los resultados obtenidos con la aplicación de este modelo evidencian que el modelo de Jones está bien especificado cuando se aplica a una muestra aleatoria y, sin embargo, presenta problemas de especificación cuando los *cash-flow* son extremos.

Kothari et al. (2005) partiendo de la idea de que los *accruals* se encuentran correlacionados con el desempeño actual y pasado de la empresa proponen un modelo basado en el de Jones al cual le introducen la variable ROA (rentabilidad del activo o *return on assets*) y que se representa en la expresión [7].

$$\frac{ADT}{TA_{i-1}} = \frac{\beta_0}{TA_{i-1}} + \beta_1 \left(\frac{\Delta VTAS_t}{TA_{i-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{INMOV}{TA_{i-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{ROA}{TA_{i-1}} \right) + e \quad \text{Expresión [7]}$$

Finalmente, Ball y Shivakumar (2006) identifican una fuente adicional de mala especificación en los modelos del tipo Jones, que está relacionada con el comportamiento asimétrico que se observa en las empresas en su reconocimiento de ganancias, por un lado, y pérdidas, por el otro. En general las empresas muestran elevadas reticencias en el reconocimiento de las pérdidas, lo que sugiere que la relación entre los ADT y el *cash-flow* no sea lineal. La propuesta de Ball y Shivakumar (2006) es incorporar al modelo de Jones una serie de términos que dependen del *cash-flow* de una forma truncada (así se rompe la linealidad).

Peasnell et al. (2000) y Gill de Albornoz (2003) estudian los diversos modelos disponibles y evalúan qué modelos captan mejor la parte discrecional de los ajustes por devengo. Ambos trabajos concluyen que las diferencias son mínimas, aunque los modelos de Jones Standard y de Jones Modificado (Dechow et al., 1995), son ligeramente superiores al resto de posibilidades.

4. Muestra, variables, metodología

4.1. Selección de la muestra

La muestra utilizada está compuesta por compañías no financieras cotizadas en el mercado de valores durante el período 2005-2009⁷ en Alemania, Australia, Canadá, Corea, España, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido. La elección de estos países se realizó atendiendo a que son los países democráticos más representativos económicamente de cada continente. No se tomó ningún país de África, por no considerarse comparable el desarrollo de este continente en relación con los demás. Las empresas financieras fueron excluidas de la muestra porque tienen una regulación específica para la elaboración de las cuentas anuales. Para cada empresa de la muestra se dispone de información económico-financiera obtenida de la base de datos Osiris.

En el primer filtro que se le aplicó a la muestra se eliminaron aquellas empresas cuyo patrimonio neto era inferior a cero, siendo 568 el total de empresas eliminadas. Además, aquellas empresas cuyo valor de los ajustes por devengo totales deflactado por el activo total de año anterior era superior a uno en valor absoluto, también fueron eliminadas de la muestra (Kothari et al. 2005), resultando el total de empresas excluidas 73. No obstante, otra forma de proceder según la literatura existente hubiera sido teniendo en cuenta la media recortada de la variable dependiente o ambas, la variable dependiente y la independiente. Por ejemplo, Teoh et al. (1998) obvia los valores extremos del activo total de los percentiles 1º y 99º, mientras que Bartov et al. (2001) obvia los valores extremos de todas las variables cuya desviación típica superaba tres veces el valor de la media. En nuestro estudio no hemos utilizado este procedimiento porque es en los valores extremos donde se produce la relación no lineal entre las variables.

Así pues, como se observa en la tabla 1.2, la muestra está formada por 33.410 observaciones correspondientes a 9.222 empresas.

La elección del período de análisis está propiciada por la necesidad para poder llevar a cabo los estudios posteriores de disponer de información con anterioridad a la crisis económica y de información durante el período de crisis. Además, 2009 es el último

⁷ La necesidad de utilizar valores retardados y futuros en algunos modelos ha hecho que, aunque las estimaciones se refieren a los años 2005 y 2009, los datos utilizados corresponden a los años 2004-2009.

ejercicio económico del que se dispone de información financiera en el momento de realizar el presente trabajo de investigación.

En relación a la información económica-financiera, ésta se corresponde con la información consolidada, pues atendiendo al trabajo realizado por Abad et al. (2000) pone de manifiesto las posibles limitaciones que tiene la información contable a nivel individual.

Tabla 1.2. Composición de la muestra

País	Nº Empresas	Nº Observaciones
Estados Unidos	3581	12840
Reino Unido	539	1771
Corea	1344	5393
Japón	1033	4035
Italia	200	806
Alemania	501	1765
Francia	542	1907
España	176	662
Canadá	771	2391
Australia	535	1840
Total	9222	33410

Para garantizar la validez de las estimaciones únicamente se han tenido en cuenta los datos de las empresas para las que se disponía de un mínimo de 6 observaciones país-año-sector, partiendo de los códigos industriales Standard Industrial Classification (SIC). La clasificación sectorial utilizada se muestra en la tabla 1.3.

Tabla 1.3. Clasificación sectorial

Nombre	SIC Agregado	SIC	Descripción
Materiales básicos, energía, industria y construcción	1. MBEIYC	11. ASGP	Agricultura, silvicultura, ganadería y pesca
		12. MIN	Minería
		13. CONC	Construcción y contratos
Manufactura o fabricantes	2. FAB	21. FAB	Fabricantes
Transportes, comunicaciones y servicios públicos	3. TCYSP	31. TCYSP	Transportes, comunicaciones y servicios públicos
Bienes de consumo	4.BNCN	41. MAY	Mayoristas
		42. DET	Detallistas

Capítulo I: Evaluación de los modelos de gestión del resultado

Servicios financieros e inmobiliarios	5. SFEI	51. FSBR	Finanzas, seguros y bienes raíces
Servicios	6. SER	61. SER	Servicios

La distribución de las observaciones de la muestra por país-año-sector se presenta detalladamente en la Tabla 1.4.

Tabla 1.4. Descripción de la muestra por país-año-sector

Panel A: Estados Unidos						
SIC	2005	2006	2007	2008	2009	TOTAL
11. ASGP	7	6	5	10	12	40
12. MIN	94	101	65	117	120	497
13. CONC	34	33	28	37	43	175
21. FAB	1498	1521	1323	1542	1590	7474
31. TCYSP	230	234	179	238	250	1131
41. MAY	150	129	118	125	133	655
42. DET	221	222	169	195	211	1018
51. FSBR	34	26	16	26	27	129
61. SER	343	361	325	343	349	1721
TOTAL	2611	2633	2228	2633	2735	12840
Panel B: Reino Unido						
SIC	2005	2006	2007	2008	2009	TOTAL
11. ASGP	4	4	4	4	4	20
12. MIN	31	38	42	41	57	209
13. CONC	11	11	13	14	17	66
21. FAB	160	139	131	124	129	683
31. TCYSP	37	37	37	38	39	188
41. MAY	18	15	14	13	15	75
42. DET	29	28	31	32	36	156
51. FSBR	10	9	8	7	9	43
61. SER	73	67	56	61	74	331
TOTAL	373	348	336	334	380	1771
Panel C: Corea						
SIC Agregado	2005	2006	2007	2008	2009	TOTAL
1. MBEIYC	43	43	46	52	49	233
2. FAB	752	798	847	904	932	4233
3. TCYSP	42	43	46	50	51	232
4. BNCN	40	42	44	48	49	223
5. SFEI	5	6	6	7	10	34

Gobierno corporativo y gestión del resultado: el impacto de la crisis económica

6. SER	77	80	88	99	94	438
TOTAL	959	1012	1077	1160	1185	5393

Panel D: Japón

SIC	2005	2006	2007	2008	2009	TOTAL
11. ASGP	2	2	2	2	2	10
12. MIN	4	5	6	6	6	27
13. CONC	32	35	34	33	34	168
21. FAB	259	300	331	355	406	1651
31. TCYSP	68	70	77	77	76	368
41. MAY	47	49	49	49	56	250
42. DET	106	113	123	131	134	607
51. FSBR	39	42	44	49	46	220
61. SER	134	138	145	153	164	734
TOTAL	691	754	811	855	924	4035

Panel E: Italia

SIC Agregado	2005	2006	2007	2008	2009	TOTAL
1. MBEIYC	8	9	10	12	12	51
2. FAB	75	91	95	97	97	455
3. TCYSP	25	28	29	33	30	145
4. BNCN	4	6	7	7	7	31
5. SFEI	6	7	8	9	9	39
6. SER	14	14	18	20	19	85
TOTAL	132	155	167	178	174	806

Panel F: Alemania

SIC Agregado	2005	2006	2007	2008	2009	TOTAL
1. MBEIYC	10	10	13	13	14	60
2. FAB	175	170	188	201	203	937
3. TCYSP	35	42	50	48	54	229
4. BNCN	16	19	26	33	34	128
5. SFEI	11	11	23	27	41	113
6. SER	46	56	68	64	64	298
TOTAL	293	308	368	386	410	1765

Panel G: Francia

SIC	2005	2006	2007	2008	2009	TOTAL
11. ASGP	4	4	3	3	5	19
12. MIN	10	9	11	12	11	53
13. CONC	10	8	8	8	9	43
21. FAB	191	188	177	181	179	916
31. TCYSP	32	34	36	38	43	183

Capítulo I: Evaluación de los modelos de gestión del resultado

41. MAY	12	12	17	19	23	83
42. DET	25	24	27	26	28	130
51. FSBR	26	21	25	25	25	122
61. SER	77	67	64	72	78	358
TOTAL	387	367	368	384	401	1907

Panel H: España

SIC Agregado	2005	2006	2007	2008	2009	TOTAL
1. MBEIYC	16	14	17	15	15	77
2. FAB	44	46	48	49	47	234
3. TCYSP	23	21	23	22	21	110
4. BNCN	4	4	4	5	6	23
5. SFEI	28	28	31	32	34	153
6. SER	10	12	14	15	14	65
TOTAL	125	125	137	138	137	662

Panel I: Canadá

SIC Agregado	2005	2006	2007	2008	2009	TOTAL
1. MBEIYC	74	95	134	165	169	637
2. FAB	147	170	204	196	202	919
3. TCYSP	34	38	47	53	55	227
4. BNCN	27	29	38	39	44	177
5. SFEI	27	30	42	42	41	182
6. SER	39	40	49	52	69	249
TOTAL	348	402	514	547	580	2391

Panel J: Australia

SIC	2005	2006	2007	2008	2009	TOTAL
11. ASGP	7	9	6	9	11	42
12. MIN	45	58	22	71	79	275
13. CONC	7	9	8	11	12	47
21. FAB	118	124	120	149	151	662
31. TCYSP	33	35	37	45	52	202
41. MAY	10	13	12	14	17	66
42. DET	19	18	19	19	18	93
51. FSBR	10	16	16	32	32	106
61. SER	57	69	70	72	79	347
TOTAL	306	351	310	422	451	1840

Una vez definida la composición de la muestra por país-año-sector, observamos que el número de observaciones en el sector de manufacturas o fabricantes es el más

representativo en todos los países de la muestra. Además, es destacable el elevado número de observaciones de Estados Unidos, concretamente 12.840, seguido de Corea y Japón con 5.393 y 4.035 observaciones respectivamente.

4.2. Variables para la estimación de los modelos de accruals

Los ajustes por devengo totales (ADT) son la variable dependiente de los modelos de *accruals*, los cuales se calculan como diferencia entre el beneficio del ejercicio y el cash flow de las operaciones. En cuanto a las variables independientes, éstas dependen del modelo que se utilice. Así, para el modelo de Jones hemos definido $\Delta VTAS$ como la variación en la cifra de ventas del período t-1 al período t, e INMOV que se define como el activo total amortizable. Para la estimación del modelo de Jones modificado, hemos definido ΔREC como la variación en las cuentas a cobrar del período t-1 al período t. Por último, para el modelo de Jones ajustado al ROA, hemos definido la rentabilidad de los activos (ROA) como beneficio neto dividido por el activo total.

Tabla 1.5. Definición de las variables

Abreviación	Variable	Definición
ADT	Ajustes por devengo totales	Diferencia resultado del ejercicio y <i>cash flow</i> operaciones
ADND	Ajustes por devengo no discrecionales	Coefficientes de la regresión lineal
ADD	Ajustes por devengo discrecionales	Término de error de los modelos de <i>accruals</i>
$\Delta VTAS$	Variación de las ventas	Variación cifra de ventas del período t-1 al período t
INMOV	Inmovilizado	Total activo amortizable
ΔREC	Cuentas por cobrar	Variación de las cuentas por cobrar del período t-1 al período t
TA	Total de activo	Activo total del período t-1
ROA	Rentabilidad de los activos	Beneficio neto/Total de activos

4.2.1. Análisis descriptivo de las variables

Al examinar el Panel A de la tabla 1.6 podemos observar que los estadísticos descriptivos se encuentran en la misma línea que aquellos que utilizan variables similares para distintos países (Azofra et al., 2003; Dechow et al., 1998; Dechow y Dichev, 2002;

Ahmed et al., 2006; Jara y López, 2011). Como podemos observar, los *accruals* totales son generalmente negativos atendiendo a la media y a la mediana respectivamente.

Tabla 1.6. Estadísticos descriptivos y correlaciones de Pearson

Para el panel B los asteriscos denotan el nivel de significación estadística, en donde, *** indica un nivel de significación inferior al 1%, ** inferior al 5% y * inferior al 10%.

Panel A: Estadísticos descriptivos					
Variable	Media	Desv. Típ.	Q1	Mediana	Q2
ADT	-0,053	0,222	-0,107	-0,039	0,017
Δ VTAS	0,102	0,681	-0,063	0,039	0,192
INMOV	0,544	1,256	0,265	0,449	0,664
Δ REC	0,008	0,087	-0,019	0,000	0,024
ROA	1,068	13,111	-0,955	3,120	7,150

Panel B. Correlaciones de Pearson				
Variable	Δ VTAS	INMOV	Δ REC	ROA
ADT	-0,073***	-0,081***	0,102***	0,089***
Δ VTAS		0,056***	0,428***	0,121***
INMOV			0,160***	-0,006
Δ REC				0,109***
ROA				

Por su parte, en el Panel B de la tabla 1.6 podemos observar que existe relación entre la mayoría de las variables, aunque éstas toman valores muy bajos y, por tanto, tales relaciones no resultan relevantes. No obstante, la más importante estadísticamente es la existente entre la variación de las ventas y la variación en las cuentas por cobrar (0,428).

4.3. Metodología

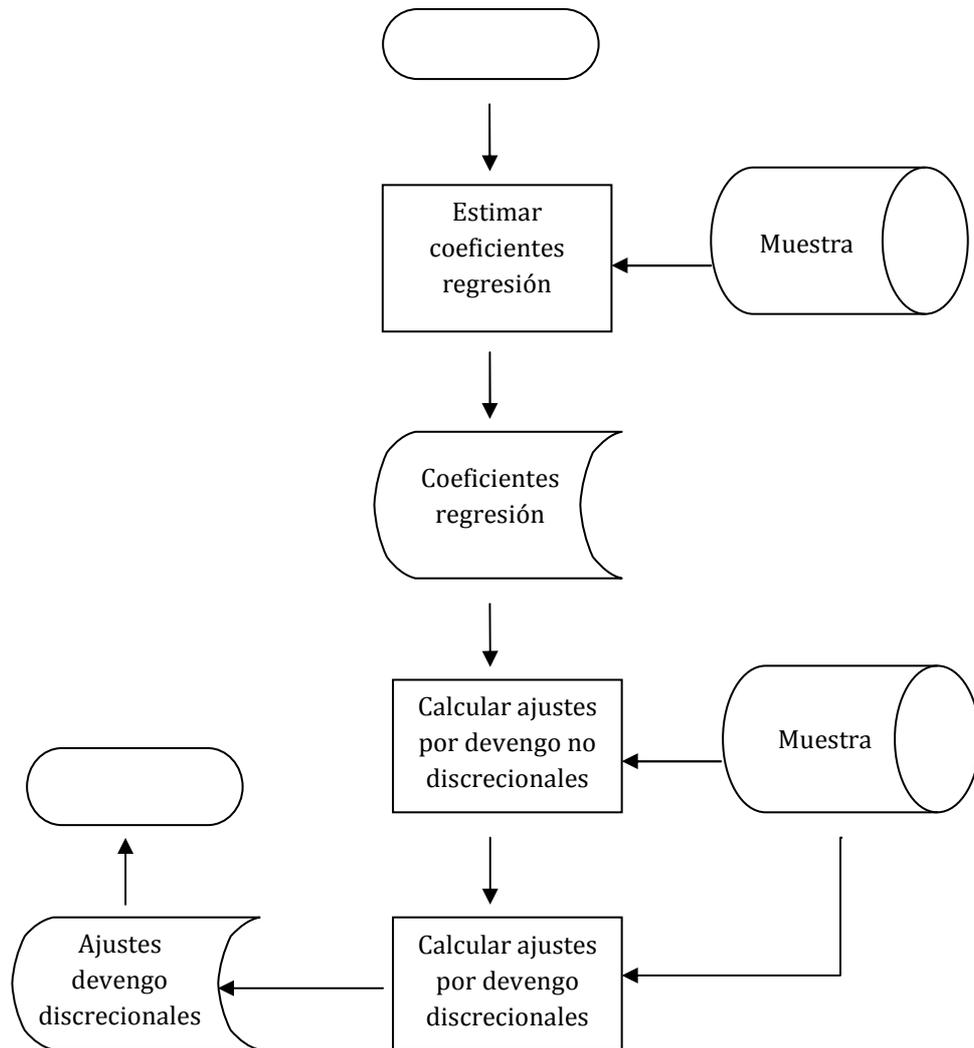
El objetivo de este trabajo es determinar a partir de una serie de modelos de *accruals*, cuál de ellos realiza una mejor aproximación al valor de los ajustes por devengo discrecionales.

En nuestro trabajo hemos utilizado tres modelos basados en regresiones lineales para calcular los ajustes por devengo discrecionales. Estos modelos son el desarrollado por Jones (1991), el cual se conoce como modelo de Jones o modelo de Jones Standard y que ha sido el más utilizado, el modelo de Jones Modificado desarrollado por Dechow et al.

(1995) y el modelo desarrollado por Kothari et al. (2005)⁸. Todos los modelos toman como variable dependiente los ajustes por devengo totales, mientras que las variables independientes varían dependiendo del modelo que se utilice. No obstante, el coeficiente de las regresiones en todos los modelos se estima usando datos de corte transversal para cada sector.

⁸ Pese a que el modelo desarrollado por Dechow y Dichev (2002) también ha sido muy utilizado en la literatura, hemos optado por no utilizar este modelo para el cálculo de los ajustes por devengo discrecionales porque utiliza como variable independiente el cash-flow de las operaciones, la cual no es una magnitud recogida en las cuentas anuales de las empresas de determinados países de la muestra como pueden ser, por ejemplo, las empresas españolas y, por tanto, sería necesaria calcularla, lo cual podría originar problemas de estimación.

Figura 1.1. Cálculo de los ajustes por devengo discrecionales



Fuente: Elaboración propia

En la figura 1.1 se representa la forma de proceder para calcular los ajustes por devengo discrecionales según los modelos de regresión lineal. En primer lugar, con la muestra de empresas se estiman los coeficientes de la regresión, los cuales se utilizan para determinar los ajustes no discrecionales para las empresas de la muestra. Los ajustes no discrecionales son los ajustes por devengo esperados o normales. Así pues, éstos se substraen de los ajustes totales y la diferencia son los ajustes discrecionales, los cuales representan la medida de manipulación contable.

Una vez calculados los ajustes por devengo discrecional a partir de los tres modelos de *accruals* utilizados (modelo de Jones, modelo de Jones modificado y modelo de

Kothari), aplicamos las pruebas de especificación y potencia con el objetivo de determinar qué modelo comete menos margen de error en cuanto al cálculo de los *accruals*.

Estas pruebas se basan en el cálculo del número de veces que se comete error tipo I y error tipo II para cada modelo estimado, siguiendo la metodología de Brown y Waner (1980, 1985). Antes de continuar, se hace necesario explicar qué se entiende en Estadística por estos términos recién introducidos: ante un test de hipótesis, se comete un error de tipo I al no aceptar la hipótesis nula cuando ésta resulta ser cierta; en cambio, el error de tipo II se produce al no rechazar la hipótesis nula cuando ésta resulta ser falsa. En el contexto en el que se desarrolla la investigación, la hipótesis nula sobre la que se trabaja es “no manipulación”. Distintos trabajos avalan el proceder de tal modo, como Dechow et al (1995), Jeter y Shivakumar (1999), Peasnell et al (2000), entre otros. La cuantificación de cada tipo de error servirá para distintos propósitos: en primer lugar, el error tipo I será un indicador de la buena o mala especificación de los modelos, mientras que el error tipo II revelará aquel modelo que ofrece una mejor respuesta en la detección de manipulación a los propósitos de la investigación.

En primer lugar, se estimaron los ajustes por devengo discrecionales (ADD) a través de los tres modelos: el modelo de Jones, Jones Modificado y Kothari. Para poder evaluar los modelos, se procedió a realizar una extracción aleatoria de 50 empresas sin reemplazamiento, asegurando de este modo la independencia entre las observaciones seleccionadas. Así pues, por medio de una variable dicotómica (0, empresa no seleccionada; 1, empresa sí seleccionada), se procedió a realizar regresiones lineales de los ADD estimados sobre dicha variable. El razonamiento a seguir indica, puesto que las observaciones resultaron ser extraídas de forma aleatoria, que no debe de haber relación significativa entre los ADD estimados y el hecho de que la empresa resulte seleccionada (esto es, que la variable dicotómica tome valor 1), es decir, la hipótesis nula sobre la que se trabaja es que el coeficiente estimado para la variable dicotómica sea igual a cero. El proceso anterior se realiza para 100 simulaciones y se calcula el porcentaje de veces en los que la hipótesis nula resulta rechazada. Un modelo se encontrará bien especificado siempre que el porcentaje de errores se encuentre dentro del nivel de significatividad con el que se trabaja.

Para el cálculo del Error Tipo I (“ET1” de ahora en adelante) en cada modelo se realizó del siguiente modo:

- 1) Una vez estimados los ajustes por devengo discrecionales según cada modelo, se realizó una extracción aleatoria una muestra de 50 empresas para cada país y año, asegurando la independencia de las observaciones extraídas.
- 2) Se creó una variable dicotómica que tomaba valor 0 si la empresa no había resultado seleccionada, y valor 1 si sí aparecía en la muestra extraída.
- 3) Ateniéndonos a la regresión por países de los ajustes por devengo discrecionales sobre dicha variable aleatoria, por país y año, se examinaba la probabilidad asociada al coeficiente estimado, de tal modo que se comete un ET1 (rechazar la hipótesis nula de “no manipulación” cuando ésta era cierta) cada vez que se rechazara la hipótesis nula con un 10% de significatividad.
- 4) El proceso descrito se repitió para 100 simulaciones.
- 5) Una vez obtenido el porcentaje de ET1 generado por los modelos, se contrasta mediante el test de la binomial si dicho porcentaje se encuentra dentro de los márgenes de especificación con los que se ha trabajado en el modelo, teniendo en cuenta el tamaño muestral con el que se trabajaba.

El porcentaje obtenido al evaluar el error tipo I se contrastará mediante una prueba de comparación de proporciones. Para decidir qué test aplicar, se tuvo en cuenta el siguiente criterio, según el cual, una muestra será suficientemente grande si cumplen las dos siguientes condiciones: $n \cdot p \geq 5$ y $n \cdot q \geq 5$, siendo “n” el número de observaciones de la muestra, “p” la proporción fijada como límite, y “q” la proporción complementaria de “p” (es decir, $1-p$). Al cumplirse en todos los casos ambas condiciones, se descartó el uso del test binomial exacto a favor del test Z para proporciones. La hipótesis nula que se plantea es si la proporción observada coincide con el valor del p-valor con el que trabajamos de 0,1, y como hipótesis alternativa que ambas sean distintas.

El cálculo del ET2 es similar al descrito al ET1, introduciendo las variaciones artificiales a las variables del modelo con el fin de poder evaluar la capacidad de los mismos de detectar prácticas manipuladoras. De forma más detallada, el cálculo del ET2 se ha realizado tal y como sigue:

- 1) Una vez estimados los ADD según los modelos y realizada la extracción muestral, con la variable dicotómica generada (“1” si resulta seleccionada; “0” si no resulta seleccionada), se introducen variaciones porcentuales a los valores originales de las variables independientes que conforman los modelos. Estas variaciones se

realizaban desde el 1 hasta el 20%, de modo que con el valor de la variable modificado artificialmente, se procedía a reestimar los ADD.

2) Una vez obtenidos los ADD artificiales, se vuelve realizar la regresión de los ADD sobre la variable dicotómica.

3) En este caso, se cometerá ET2 cuando se acepte la hipótesis nula de “no manipulación” cuando ésta resulta ser cierta, por lo que se atenderá al p-valor asociado al coeficiente estimado para la variable dicotómica.

4) El proceso descrito se realiza para cada una de las variables que intervienen en el modelo, computándose el porcentaje medio de ET2 cometido por cada modelo, resultando el más idóneo el que menor frecuencia presente.

5. Resultados

5.1. Estimación de los ajustes por devengo discrecionales

Una vez definidas y descritas nuestras variables para la estimación de los modelos de *accruals* es necesario realizar la estimación de la parte discrecional de los *accruals* totales para cada uno de los modelos descritos.

Los valores estimados para nuestros modelos de *accruals* se entienden como aquellos *accruals* que resultan normales o no discrecionales. En consecuencia, el error de las regresiones estimadas se corresponde con aquellos *accruals* originados por actuaciones discrecionales de los directivos. De tal forma que, en relación a nuestras medidas de *accruals* discrecionales, ADDJ representan los *accruals* discrecionales estimados por medio del modelo de Jones (1991) y corresponden a los errores de las regresiones país-año-sector de la expresión [5], ADDJM representan los *accruals* discrecionales estimados por medio del modelo de Jones modificado (Dechow et al., 1995) y corresponden a los errores de las regresiones país-años-sector de la expresión [6] y finalmente, ADDROA representan los *accruals* discrecionales estimados por medio del modelo de Jones ajustado al ROA (Kothari et al., 2005) y corresponden a los errores de las regresiones país-año-sector de la expresión [7].

Por consiguiente, para cada una de las expresiones [5], [6] y [7], hemos estimado 375 regresiones de sección cruzada por país-año-sector. Se han eliminado aquellos sectores que presentaban menos de 6 observaciones por año-país. Una descripción más

detallada de la muestra y de la clasificación sectorial se puede encontrar en la tabla 1.3. A continuación presentaremos los resultados obtenidos para cada modelo estimado por país en donde: la tabla 1.7 muestra los resultados obtenidos de las estimaciones del modelo de Jones, la tabla 1.8 muestra los resultados obtenidos de las estimaciones del modelo de Jones modificado y, la tabla 1.9 muestra los resultados obtenidos de las estimaciones del modelo de Jones ajustado al ROA.

5.1.1. Resultados modelo de Jones (1991)

La tabla 1.7 muestra la media, el cuartil superior, la mediana y el cuartil inferior de los coeficientes de las estimaciones año-sector de la expresión [10].

En el panel A de la tabla 1.7, para la muestra de empresas estadounidenses, el coeficiente $\Delta VTAS$ es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,206 (0,027). Los estimadores fueron significativos en 28 de las 40 regresiones año-sector. Como cabía esperar, el coeficiente $INMOV$ es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,071 (-0,056). Los estimadores resultaron significativos en 28 de las 40 regresiones año-sector. El modelo de Jones para la muestra de empresas estadounidenses, parece explicar significativamente la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R^2 -ajustado que es de 0,325 (0,168).

Los resultados obtenidos para la muestra del Reino Unido, de acuerdo con el panel B de la tabla 1.7, muestran que el coeficiente $\Delta VTAS$ es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,002 (0,010). Los estimadores fueron significativos en 20 de las 40 regresiones año-sector. Como cabía esperar, el coeficiente $INMOV$ es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,103 (-0,119). Los estimadores resultaron significativos en 24 de las 40 regresiones año-sector. El modelo de Jones para la muestra de empresas del Reino Unido, parece explicar significativamente la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R^2 -ajustado que es de 0,317(0,282).

Para el caso de Corea, como podemos observar en el panel C de la tabla 1.7, el coeficiente $\Delta VTAS$ es generalmente positivo con una media (mediana) de 0,009 (0,035). Los estimadores fueron significativos en 15 de las 29 regresiones año-sector. Como era de esperar, el coeficiente $INMOV$ es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,117(-0,150). Los estimadores resultaron significativos en 15 de las 29 regresiones año-sector. El modelo de Jones para la muestra de empresas canadienses, no parece explicar

significativamente la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R2-ajustado que es de 0,118 (0,125).

Para la muestra de empresas japonesas, como podemos observar en el panel D de la tabla 1.7, el coeficiente $\Delta VTAS$ es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,007 (-0,022). Los estimadores fueron significativos en 16 de las 38 regresiones año-sector. Como era de esperar, el coeficiente *INMOV* es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,123 (-0,116). Los estimadores resultaron significativos en 36 de las 38 regresiones año-sector. El modelo de Jones para la muestra de empresas francesas, no parece explicar significativamente la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R2-ajustado que es de 0,218 (0,131).

Tabla 1.7. Estimaciones año-sector-país del modelo de Jones

En el panel A se muestran los resultados obtenidos para Estados Unidos, el panel B los resultados obtenidos para la muestra de Reino Unido, el Panel C los resultados obtenidos para Corea, el panel D los resultados para Japón, el panel E los resultados para Italia, el panel F los resultados para Alemania, el panel G los resultados para Francia, el panel H los resultados para España, el panel I los resultados para Canadá y el panel J los resultados obtenidos para Australia.

Panel A: Estados Unidos			
	$\Delta VTAS$	<i>INMOV</i>	Aj-R ²
Media	-0,206	-0,071	0,325
Q ₁	-0,75	0,036	0,069
Mediana	0,027	-0,056	0,168
Q ₃	0,036	-0,038	0,672
Nº coef. Sig.	28	28	
Nº reg. Año-sector	40		
Máx. obs. Año-sector	1435		
Mín. obs. Año-sector	6		
Panel B: Reino Unido			
	$\Delta VTAS$	<i>INMOV</i>	Aj-R ²
Media	-0,002	-0,103	0,317
Q ₁	-0,071	-0,158	0,17
Mediana	0,01	-0,119	0,282
Q ₃	0,084	-0,047	0,414
Nº coef. Sig.	20	24	
Nº reg. Año-sector	40		
Máx. obs. Año-sector	163		
Mín. obs. Año-sector	6		
Panel C: Corea			
	$\Delta VTAS$	<i>INMOV</i>	Aj-R ²
Media	0,009	-0,117	0,118

Capítulo I: Evaluación de los modelos de gestión del resultado

Q ₁	-0,023	-0,173	0,065
Mediana	0,035	-0,15	0,125
Q ₃	0,037	-0,077	0,166
Nº coef. Sig.	15	15	
Nº reg. Año-sector	29		
Máx. obs. Año-sector	857		
Mín. obs. Año-sector	6		

Panel D: Japón

	ΔVTAS	INMOV	Aj-R²
Media	-0,007	-0,123	0,218
Q ₁	-0,041	-0,134	0,1
Mediana	-0,022	-0,116	0,131
Q ₃	0,009	-0,097	0,249
Nº coef. Sig.	16	36	
Nº reg. Año-sector	38		
Máx. obs. Año-sector	408		
Mín. obs. Año-sector	6		

Panel E: Italia

	ΔVTAS	INMOV	Aj-R²
Media	-0,042	-0,166	0,398
Q ₁	-0,089	-0,191	0,196
Mediana	-0,06	-0,157	0,37
Q ₃	0,08	-0,133	0,702
Nº coef. Sig.	14	14	
Nº reg. Año-sector	29		
Máx. obs. Año-sector	99		
Mín. obs. Año-sector	6		

Panel F: Alemania

	ΔVTAS	INMOV	Aj-R²
Media	0,126	-0,195	0,399
Q ₁	-0,056	-0,211	0,154
Mediana	0,025	-0,167	0,387
Q ₃	0,111	-0,137	0,582
Nº coef. Sig.	20	23	
Nº reg. Año-sector	30		
Máx. obs. Año-sector	204		
Mín. obs. Año-sector	9		

Panel G: Francia

	ΔVTAS	INMOV	Aj-R²
Media	0,024	-0,115	0,449
Q ₁	-0,024	-0,226	0,222
Mediana	0,014	-0,103	0,475
Q ₃	0,117	-0,032	0,687

Gobierno corporativo y gestión del resultado: el impacto de la crisis económica

Nº coef. Sig.	15	26	
Nº reg. Año-sector	40		
Máx. obs. Año-sector	195		
Mín. obs. Año-sector	7		
Panel H: España			
	ΔV TAS	INMOV	Aj-R²
Media	-0,212	-0,102	0,418
Q ₁	-0,466	-0,225	0,243
Mediana	-0,063	-0,141	0,423
Q ₃	0,107	-0,004	0,647
Nº coef. Sig.	17	13	
Nº reg. Año-sector	26		
Máx. obs. Año-sector	47		
Mín. obs. Año-sector	6		
Panel I: Canadá			
	ΔV TAS	INMOV	Aj-R²
Media	-0,165	-0,044	0,248
Q ₁	-0,071	-0,107	0,098
Mediana	0,026	-0,068	0,134
Q ₃	0,056	0,009	0,235
Nº coef. Sig.	14	20	
Nº reg. Año-sector	30		
Máx. obs. Año-sector	215		
Mín. obs. Año-sector	30		
Panel J: Australia			
	ΔV TAS	INMOV	Aj-R²
Media	0,002	-0,081	0,362
Q ₁	-0,076	-0,147	0,117
Mediana	0,035	-0,083	0,282
Q ₃	0,121	-0,036	0,536
Nº coef. Sig.	24	32	
Nº reg. Año-sector	45		
Máx. obs. Año-sector	133		
Mín. obs. Año-sector	6		

En Italia, como podemos observar en el panel E de la tabla 1.7, el coeficiente Δ V TAS es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,042 (-0,060). Los estimadores fueron significativos en 14 de las 29 regresiones año-sector. Como era de esperar, el coeficiente INMOV es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,166(-0,157). Los estimadores resultaron significativos en 14 de las 29 regresiones año-sector. El

modelo de Jones para la muestra de empresas italianas parece explicar la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R2-ajustado que es de 0,398 (0,370).

Para la muestra de empresas alemanas, como podemos observar en el panel F de la tabla 1.7, el coeficiente $\Delta VTAS$ es generalmente positivo con una media (mediana) de 0,126 (0,025). Los estimadores fueron significativos en 20 de las 30 regresiones año-sector. Como era de esperar, el coeficiente INMOV es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,195 (-0,167). Los estimadores resultaron significativos en 23 de las 30 regresiones año-sector. El modelo de Jones para la muestra de empresas alemanas, no parece explicar significativamente la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R2-ajustado que es de 0,387 (0,399).

Para el caso de Francia, como podemos observar en el panel G de la tabla 1.7, el coeficiente $\Delta VTAS$ es generalmente positivo con una media (mediana) de 0,024 (0,014). Los estimadores fueron significativos en 15 de las 40 regresiones año-sector. Como era de esperar, el coeficiente INMOV es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,115 (-0,103). Los estimadores resultaron significativos en 26 de las 40 regresiones año-sector. El modelo de Jones para la muestra de empresas francesas, parece explicar significativamente la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R2-ajustado que es de 0,449 (0,475).

Como podemos observar en el panel H de la tabla 1.7, para la muestra de empresas españolas, el coeficiente $\Delta VTAS$ es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,212 (-0,063). Los estimadores fueron significativos en 17 de las 26 regresiones año-sector. Como cabía esperar, el coeficiente INMOV es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,102 (-0,141). Los estimadores resultaron significativos en 13 de las 26 regresiones año-sector. El modelo de Jones para la muestra de empresas españolas, parece explicar significativamente la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R2-ajustado que es de 0,418 (0,423).

Los resultados obtenidos para la muestra de Canadá, de acuerdo con el panel B de la tabla 1.7, muestran que el coeficiente $\Delta VTAS$ es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,165 (0,026). Los estimadores fueron significativos en 14 de las 30 regresiones año-sector. Como cabía de esperar, el coeficiente INMOV es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,044 (-0,068). Los estimadores resultaron significativos en 20 de las 30 regresiones año-sector. El modelo de Jones para la muestra de empresas de Canadá, parece no explicar significativamente la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R2-ajustado que es de 0,248 (0,134).

Finalmente, para el caso australiano, como podemos observar en el panel J de la tabla 1.7, el coeficiente $\Delta VTAS$ es generalmente positivo con una media (mediana) de 0,002 (0,035). Los estimadores fueron significativos en 24 de las 45 regresiones año-sector. Como era de esperar, el coeficiente $INMOV$ es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,081 (-0,083). Los estimadores resultaron significativos en 32 de las 45 regresiones año-sector. El modelo de Jones para la muestra de empresas australianas, parece explicar significativamente la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R2-ajustado que es de 0,362 (0,282).

5.1.2. Resultados modelo de Jones modificado (Dechow et al., 1995)

La tabla 1.8 muestra la media, el cuartil superior, la mediana y el cuartil inferior de los coeficientes de las estimaciones año-sector de la ecuación [11].

En el panel A de la tabla 1.8, para la muestra de empresas estadounidenses, el coeficiente ($\Delta VTAS - \Delta REC$) es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,338 (-0,004). Los estimadores fueron significativos en 29 de las 42 regresiones año-sector. Como cabía esperar, el coeficiente $INMOV$ es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,060 (-0,065). Los estimadores resultaron significativos en 26 de las 42 regresiones año-sector. El modelo de Jones modificado para la muestra de empresas estadounidenses, parece explicar significativamente la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R2-ajustado que es de 0,390 (0,269).

Los resultados obtenidos para la muestra del Reino Unido, de acuerdo con el panel B de la tabla 1.8, muestran que el coeficiente ($\Delta VTAS - \Delta REC$) es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,017 (0,020). Los estimadores fueron significativos en 20 de las 40 regresiones año-sector. Como cabía esperar, el coeficiente $INMOV$ es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,102 (-0,121). Los estimadores resultaron significativos en 24 de las 40 regresiones año-sector. El modelo de Jones modificado para la muestra de empresas del Reino Unido, parece explicar significativamente la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R2-ajustado que es de 0,331(0,269).

Para el caso de Corea, como podemos observar en el panel C de la tabla 1.8, el coeficiente ($\Delta VTAS - \Delta REC$) es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,017 (0,003). Los estimadores fueron significativos en 15 de las 29 regresiones año-sector. Como era de esperar, el coeficiente $INMOV$ es generalmente negativo con una media

(mediana) de -0,113(-0,149). Los estimadores resultaron significativos en 14 de las 29 regresiones año-sector. El modelo de Jones modificado para la muestra de empresas canadienses, no parece explicar significativamente la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R2-ajustado que es de 0,121 (0,128).

Para la muestra de empresas japonesas, como podemos observar en el panel D de la tabla 1.8, el coeficiente ($\Delta VTAS-\Delta REC$) es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,036 (-0,041). Los estimadores fueron significativos en 17 de las 38 regresiones año-sector. Como era de esperar, el coeficiente INMOV es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,108 (-0,110). Los estimadores resultaron significativos en 28 de las 38 regresiones año-sector. El modelo de Jones modificado para la muestra de empresas francesas, no parece explicar significativamente la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R2-ajustado que es de 0,214 (0,122).

Tabla 1.8. Estimaciones año-sector-país del modelo de Jones modificado

En el panel A se muestran los resultados obtenidos para Estados Unidos, el panel B los resultados obtenidos para la muestra de Reino Unido, el Panel C los resultados obtenidos para Corea, el panel D los resultados para Japón, el panel E los resultados para Italia, el panel F los resultados para Alemania, el panel G los resultados para Francia, el panel H los resultados para España, el panel I los resultados para Canadá y el panel J los resultados obtenidos para Australia.

Panel A: Estados Unidos			
	$\Delta VTAS-\Delta REC$	INMOV	Aj-R ²
Media	-0,338	-0,060	0,390
Q ₁	-0,852	-0,078	0,092
Mediana	-0,004	-0,065	0,269
Q ₃	0,028	-0,044	0,694
Nº coef. Sig.	29	26	
Nº reg. Año-sector	42		
Máx. obs. Año-sector	1435		
Mín. obs. Año-sector	7		
Panel B: Reino Unido			
	$\Delta VTAS-\Delta REC$	INMOV	Aj-R ²
Media	-0,017	-0,102	0,331
Q ₁	-0,106	-0,149	0,161
Mediana	0,020	-0,121	0,280
Q ₃	0,064	-0,054	0,464
Nº coef. Sig.	20	24	
Nº reg. Año-sector	40		
Máx. obs. Año-sector	163		

Gobierno corporativo y gestión del resultado: el impacto de la crisis económica

Mín. obs. Año-sector 6

Panel C: Corea

	$\Delta VTAS-\Delta REC$	INMOV	Aj-R ²
Media	-0,017	-0,113	0,121
Q ₁	-0,034	-0,156	0,079
Mediana	0,003	-0,149	0,128
Q ₃	0,008	-0,097	0,191
Nº coef. Sig.	15	14	
Nº reg. Año-sector	29		
Máx. obs. Año-sector	822		
Mín. obs. Año-sector	6		

Panel D: Japón

	$\Delta VTAS-\Delta REC$	INMOV	Aj-R ²
Media	-0,036	-0,108	0,214
Q ₁	-0,090	-0,127	0,093
Mediana	-0,041	-0,110	0,122
Q ₃	-0,013	-0,073	0,266
Nº coef. Sig.	17	28	
Nº reg. Año-sector	38		
Máx. obs. Año-sector	408		
Mín. obs. Año-sector	6		

Panel E: Italia

	$\Delta VTAS-\Delta REC$	INMOV	Aj-R ²
Media	-0,108	-0,157	0,347
Q ₁	-0,135	-0,195	0,169
Mediana	-0,056	-0,161	0,340
Q ₃	0,008	-0,130	0,683
Nº coef. Sig.	13	11	
Nº reg. Año-sector	29		
Máx. obs. Año-sector	99		
Mín. obs. Año-sector	6		

Panel F: Alemania

	$\Delta VTAS-\Delta REC$	INMOV	Aj-R ²
Media	0,032	-0,126	0,320
Q ₁	-0,048	-0,164	0,142
Mediana	-0,015	-0,121	0,267
Q ₃	0,062	-0,039	0,509
Nº coef. Sig.	17	19	
Nº reg. Año-sector	30		

Capítulo I: Evaluación de los modelos de gestión del resultado

Máx. obs. Año-sector 202

Mín. obs. Año-sector 9

Panel G: Francia

	$\Delta VTAS-\Delta REC$	INMOV	Aj-R ²
Media	0,014	-0,188	0,366
Q ₁	-0,044	-0,225	0,182
Mediana	-0,044	-0,225	0,304
Q ₃	-0,036	-0,104	0,551
Nº coef. Sig.	14	22	
Nº reg. Año-sector	40		
Máx. obs. Año-sector	195		
Mín. obs. Año-sector	7		

Panel H: España

	$\Delta VTAS-\Delta REC$	INMOV	Aj-R ²
Media	0,027	-0,114	0,425
Q ₁	-0,496	-0,222	0,249
Mediana	-0,027	-0,111	0,368
Q ₃	0,105	-0,017	0,661
Nº coef. Sig.	8	18	
Nº reg. Año-sector	26		
Máx. obs. Año-sector	47		
Mín. obs. Año-sector	6		

Panel I: Canadá

	$\Delta VTAS-\Delta REC$	INMOV	Aj-R ²
Media	-0,167	-0,046	0,232
Q ₁	-0,096	-0,111	0,084
Mediana	0,019	-0,061	0,121
Q ₃	0,072	-0,025	0,248
Nº coef. Sig.	12	20	
Nº reg. Año-sector	30		
Máx. obs. Año-sector	215		
Mín. obs. Año-sector	25		

Panel J: Australia

	$\Delta VTAS-\Delta REC$	INMOV	Aj-R ²
Media	-0,005	-0,087	0,375
Q ₁	-0,090	-0,144	0,148
Mediana	0,024	-0,080	0,337
Q ₃	0,100	-0,037	0,566
Nº coef. Sig.	18	26	

Nº reg. Año-sector	36
Máx. obs. Año-sector	132
Mín. obs. Año-sector	6

En Italia, como podemos observar en el panel E de la tabla 1.8, el coeficiente ($\Delta VTAS-\Delta REC$) es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,108 (-0,056). Los estimadores fueron significativos en 13 de las 29 regresiones año-sector. Como era de esperar, el coeficiente INMOV es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,157(-0,161). Los estimadores resultaron significativos en 11 de las 29 regresiones año-sector. El modelo de Jones modificado para la muestra de empresas italianas parece explicar la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R2-ajustado que es de 0,347 (0,340).

Para la muestra de empresas alemanas, como podemos observar en el panel F de la tabla 1.8, el coeficiente ($\Delta VTAS-\Delta REC$) es generalmente positivo con una media (mediana) de 0,014 (-0,044). Los estimadores fueron significativos en 17 de las 30 regresiones año-sector. Como era de esperar, el coeficiente INMOV es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,126 (-0,121). Los estimadores resultaron significativos en 19 de las 30 regresiones año-sector. El modelo de Jones modificado para la muestra de empresas alemanas, parece explicar significativamente la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R2-ajustado que es de 0,320 (0,267).

Para el caso de Francia, como podemos observar en el panel G de la tabla 1.8, el coeficiente ($\Delta VTAS-\Delta REC$) es generalmente positivo con una media (mediana) de 0,024 (0,014). Los estimadores fueron significativos en 14 de las 40 regresiones año-sector. Como era de esperar, el coeficiente INMOV es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,188 (-0,225). Los estimadores resultaron significativos en 22 de las 40 regresiones año-sector. El modelo de Jones modificado para la muestra de empresas francesas, parece explicar significativamente la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R2-ajustado que es de 0,366 (0,204).

Como podemos observar en el panel H de la tabla 1.8, para la muestra de empresas españolas, el coeficiente ($\Delta VTAS-\Delta REC$) es generalmente positivo con una media (mediana) de -0,027 (0,027). Los estimadores fueron significativos en 8 de las 26 regresiones año-sector. Como cabía esperar, el coeficiente INMOV es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,114 (-0,111). Los estimadores resultaron significativos en 18 de las 26 regresiones año-sector. El modelo de Jones modificado para

la muestra de empresas españolas, parece explicar significativamente la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R2-ajustado que es de 0,425 (0,368).

Los resultados obtenidos para la muestra de Canadá, de acuerdo con el panel B de la tabla 1.8, muestran que el coeficiente ($\Delta VTAS - \Delta REC$) es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,167 (0,019). Los estimadores fueron significativos en 12 de las 30 regresiones año-sector. Como cabía de esperar, el coeficiente INMOV es generalmente negativo con una media (mediana) de - 0,046 (-0,061). Los estimadores resultaron significativos en 20 de las 30 regresiones año-sector. El modelo de Jones modificado para la muestra de empresas de Canadá, parece no explicar significativamente la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R2-ajustado que es de 0,232 (0,121).

Finalmente, para el caso australiano, como podemos observar en el panel J de la tabla 1.8, el coeficiente ($\Delta VTAS - \Delta REC$) es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,005 (0,024). Los estimadores fueron significativos en 18 de las 36 regresiones año-sector. Como era de esperar, el coeficiente INMOV es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,087 (-0,080). Los estimadores resultaron significativos en 26 de las 36 regresiones año-sector. El modelo de Jones modificado para la muestra de empresas australianas, parece explicar significativamente la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R2-ajustado que es de 0,375 (0,337).

5.1.3. Resultados del modelo de Jones ajustado al ROA (Kothari et al., 2005)

La tabla 1.9 muestra la media, el cuartil superior, la mediana y el cuartil inferior de los coeficientes de las estimaciones año-sector de la ecuación [12].

En el panel A de la tabla 1.9, para la muestra de empresas estadounidenses, el coeficiente de $\Delta VTAS$ es parcialmente negativo con una media (mediana) de -0,331(0,005). Los estimadores fueron significativos en 29 de las 42 regresiones año-sector. Como cabía de esperar, el coeficiente INMOV es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,038 (-0,036). Los estimadores resultaron significativos en 29 de las 42 regresiones año-sector. En relación al ROA, el coeficiente es generalmente positivo con una media (mediana) de 0,002 (0,001). Los estimadores fueron significativos en 31 de las 42 regresiones año-sector. El modelo de Jones ajustado al ROA para la muestra de empresas estadounidenses parece explicar significativamente la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R2-ajustado que es de 0,496 (0,452).

Los resultados obtenidos para la muestra del Reino Unido, de acuerdo con el panel B de la tabla 1.9, muestran que el coeficiente $\Delta VTAS$ es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,053 (-0,007). Los estimadores fueron significativos en 21 de las 40 regresiones año-sector. Como cabía esperar, el coeficiente $INMOV$ es generalmente negativo con una media (mediana) de - 0,089 (-0,102). Los estimadores resultaron significativos en 20 de las 40 regresiones año-sector. En relación al ROA, el coeficiente es generalmente positivo con una media (mediana) de 0,002 (0,002). Los estimadores fueron significativos en 11 de las 40 regresiones año-sector. El modelo de Jones ajustado al ROA para la muestra de empresas del Reino Unido, parece explicar significativamente la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R2-ajustado que es de 0,422(0,396).

Para el caso de Corea, como podemos observar en el panel C de la tabla 1.9, el coeficiente $\Delta VTAS$ es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,017 (-0,002). Los estimadores fueron significativos en 12 de las 29 regresiones año-sector. Como era de esperar, el coeficiente $INMOV$ es generalmente negativo con una media (mediana) de - 0,117(-0,138). Los estimadores resultaron significativos en 12 de las 29 regresiones año-sector. En relación al ROA, el coeficiente es generalmente positivo con una media (mediana) de 0,002 (0,002). Los estimadores fueron significativos en 14 de las 29 regresiones año-sector. El modelo de Jones ajustado al ROA para la muestra de empresas canadienses, no parece explicar significativamente la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R2-ajustado que es de 0,048 (0,138).

Para la muestra de empresas japonesas, como podemos observar en el panel D de la tabla 1.9, el coeficiente $\Delta VTAS$ es generalmente negativo con una media (mediana) de - 0,034 (-0,042). Los estimadores fueron significativos en 18 de las 38 regresiones año-sector. Como era de esperar, el coeficiente $INMOV$ es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,091(-0,091). Los estimadores resultaron significativos en 26 de las 38 regresiones año-sector. En relación al ROA, el coeficiente es generalmente positivo con una media (mediana) de 0,003 (0,003). Los estimadores fueron significativos en 27 de las 38 regresiones año-sector. El modelo de Jones ajustado al ROA para la muestra de empresas francesas, no parece explicar significativamente la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R2-ajustado que es de 0,253 (0,184).

Tabla 1.9. Estimaciones año-sector del modelo de Jones ajustado al ROA

En el panel A se muestran los resultados obtenidos para Estados Unidos, el panel B los resultados obtenidos para la muestra de Reino Unido, el Panel C los resultados obtenidos para Corea, el panel D los resultados para Japón, el panel E los resultados para Italia, el panel F los resultados para

Capítulo I: Evaluación de los modelos de gestión del resultado

Alemania, el panel G los resultados para Francia, el panel H los resultados para España, el panel I los resultados para Canadá y el panel J los resultados obtenidos para Australia.

Panel A: EEUU

	$\Delta VTAS$	INMOV	ROA	Aj-R ²
Media	-0,331	-0,038	0,002	0,496
Q ₁	-0,834	-0,071	0,001	0,180
Mediana	0,005	-0,036	0,001	0,452
Q ₃	0,021	0,000	0,002	0,840
Nº coef. Sig.	29	29	31	
Nº reg. Año-sector	42			
Máx. obs. Año-sector	1382			
Mín. obs. Año-sector	7			

Panel B: Reino Unido

	$\Delta VTAS$	INMOV	ROA	Aj-R ²
Media	-0,053	-0,089	0,002	0,422
Q ₁	-0,111	-0,151	0,000	0,265
Mediana	-0,007	-0,102	0,002	0,396
Q ₃	0,031	-0,036	0,004	0,536
Nº coef. Sig.	21	20	21	
Nº reg. Año-sector	40			
Máx. obs. Año-sector	145			
Mín. obs. Año-sector	6			

Panel C: Corea

	$\Delta VTAS$	INMOV	ROA	Aj-R ²
Media	-0,017	-0,117	0,002	0,048
Q ₁	-0,042	-0,193	0,001	0,097
Mediana	-0,002	-0,138	0,002	0,138
Q ₃	0,027	-0,052	0,003	0,226
Nº coef. Sig.	12	12	14	
Nº reg. Año-sector	29			
Máx. obs. Año-sector	853			
Mín. obs. Año-sector	6			

Panel D: Japón

	$\Delta VTAS$	INMOV	ROA	Aj-R ²
Media	-0,034	-0,091	0,003	0,253
Q ₁	-0,064	-0,108	0,002	0,117
Mediana	-0,042	-0,091	0,003	0,184
Q ₃	-0,010	-0,044	0,004	0,294
Nº coef. Sig.	18	26	27	

Gobierno corporativo y gestión del resultado: el impacto de la crisis económica

Nº reg. Año-sector	38
Máx. obs. Año-sector	404
Mín. obs. Año-sector	6

Panel E: Italia

	Δ TAS	INMOV	ROA	Aj-R ²
Media	-0,249	-0,137	0,002	0,421
Q ₁	-0,502	-0,199	0,002	0,211
Mediana	-0,085	-0,159	0,003	0,483
Q ₃	0,035	-0,072	0,005	0,760
Nº coef. Sig.	14	12	10	
Nº reg. Año-sector	29			
Máx. obs. Año-sector	97			
Mín. obs. Año-sector	6			

Panel F: Alemania

	Δ TAS	INMOV	ROA	Aj-R ²
Media	0,011	-0,067	0,001	0,254
Q ₁	-0,008	-0,136	0,000	0,082
Mediana	-0,001	-0,032	0,001	0,175
Q ₃	0,070	0,016	0,002	0,389
Nº coef. Sig.	11	14	10	
Nº reg. Año-sector	27			
Máx. obs. Año-sector	193			
Mín. obs. Año-sector	9			

Panel G: Francia

	Δ TAS	INMOV	ROA	Aj-R ²
Media	-0,009	-0,091	0,003	0,396
Q ₁	-0,058	-0,178	0,001	0,186
Mediana	-0,008	-0,077	0,004	0,357
Q ₃	0,026	-0,012	0,005	0,592
Nº coef. Sig.	12	23	19	
Nº reg. Año-sector	40			
Máx. obs. Año-sector	191			
Mín. obs. Año-sector	8			

Panel H: España

	Δ TAS	INMOV	ROA	Aj-R ²
Media	-0,163	-0,079	0,005	0,371
Q ₁	-0,197	-0,176	0,000	0,211
Mediana	-0,031	-0,079	0,001	0,400
Q ₃	0,077	-0,004	0,003	-0,091

Nº coef. Sig.	16	10	11	
Nº reg. Año-sector	26			
Máx. obs. Año-sector	49			
Mín. obs. Año-sector	6			
Panel I: Canadá				
	$\Delta VTAS$	INMOV	ROA	Aj-R²
Media	0,028	-0,038	0,002	0,254
Q ₁	-0,048	-0,109	0,001	0,152
Mediana	0,001	-0,070	0,002	0,203
Q ₃	0,073	0,008	0,004	0,293
Nº coef. Sig.	11	19	16	
Nº reg. Año-sector	30			
Máx. obs. Año-sector	207			
Mín. obs. Año-sector	18			
Panel J: Australia				
	$\Delta VTAS$	INMOV	ROA	Aj-R²
Media	-0,026	-0,063	0,003	0,266
Q ₁	-0,070	-0,152	0,002	0,080
Mediana	0,024	-0,068	0,003	0,276
Q ₃	0,053	-0,003	0,004	0,399
Nº coef. Sig.	14	16	23	
Nº reg. Año-sector	45			
Máx. obs. Año-sector	130			
Mín. obs. Año-sector	6			

En Italia, como podemos observar en el panel E de la tabla 1.9, el coeficiente $\Delta VTAS$ es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,249 (-0,085). Los estimadores fueron significativos en 14 de las 29 regresiones año-sector. Como era de esperar, el coeficiente INMOV es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,137(-0,159). Los estimadores resultaron significativos en 12 de las 29 regresiones año-sector. En relación al ROA, el coeficiente es generalmente positivo con una media (mediana) de 0,002 (0,003). Los estimadores fueron significativos en 10 de las 29 regresiones año-sector. El modelo de Jones ajustado al ROA para la muestra de empresas italianas parece explicar la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R2-ajustado que es de 0,421 (0,483).

Para la muestra de empresas alemanas, como podemos observar en el panel F de la tabla 1.9, el coeficiente $\Delta VTAS$ es generalmente positivo con una media (mediana) de

0,011 (-0,001). Los estimadores fueron significativos en 11 de las 27 regresiones año-sector. Como era de esperar, el coeficiente INMOV es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,167 (-0,032). Los estimadores resultaron significativos en 14 de las 27 regresiones año-sector. En relación al ROA, el coeficiente es generalmente positivo con una media (mediana) de 0,001 (0,001). Los estimadores fueron significativos en 10 de las 27 regresiones año-sector. El modelo de Jones ajustado al ROA para la muestra de empresas alemanas, parece no explicar significativamente la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R2-ajustado que es de 0,254 (0,175).

Para el caso de Francia, como podemos observar en el panel G de la tabla 1.9, el coeficiente $\Delta VTAS$ es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,009 (-0,008). Los estimadores fueron significativos en 12 de las 40 regresiones año-sector. Como era de esperar, el coeficiente INMOV es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,091(-0,077). Los estimadores resultaron significativos en 23 de las 40 regresiones año-sector. En relación al ROA, el coeficiente es generalmente positivo con una media (mediana) de 0,003 (0,004). Los estimadores fueron significativos en 19 de las 40 regresiones año-sector. El modelo de Jones ajustado al ROA para la muestra de empresas francesas, parece explicar significativamente la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R2-ajustado que es de 0,396 (0,357).

Como podemos observar en el panel H de la tabla 1.9, para la muestra de empresas españolas, el coeficiente $\Delta VTAS$ es generalmente positivo con una media (mediana) de -0,163 (-0,031). Los estimadores fueron significativos en 16 de las 26 regresiones año-sector. Como cabía esperar, el coeficiente INMOV es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,079 (-0,079). Los estimadores resultaron significativos en 10 de las 26 regresiones año-sector. En relación al ROA, el coeficiente es generalmente positivo con una media (mediana) de 0,005 (0,001). Los estimadores fueron significativos en 11 de las 26 regresiones año-sector. El modelo de Jones ajustado al ROA para la muestra de empresas españolas, parece explicar significativamente la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R2-ajustado que es de 0,371 (0,400).

Los resultados obtenidos para la muestra de Canadá, de acuerdo con el panel B de la tabla 1.9, muestran que el coeficiente $\Delta VTAS$ es generalmente positivo con una media (mediana) de 0,028 (0,001). Los estimadores fueron significativos en 11 de las 30 regresiones año-sector. Como cabía de esperar, el coeficiente INMOV es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,038 (-0,070). Los estimadores resultaron significativos en 19 de las 30 regresiones año-sector. En relación al ROA, el coeficiente es

generalmente positivo con una media (mediana) de 0,002 (0,002). Los estimadores fueron significativos en 16 de las 30 regresiones año-sector. El modelo de Jones ajustado al ROA para la muestra de empresas de Canadá, parece no explicar significativamente la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R2-ajustado que es de 0,254 (0,203).

Finalmente, para el caso australiano, como podemos observar en el panel J de la tabla 1.9, el coeficiente $\Delta VTAS$ es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,026 (0,024). Los estimadores fueron significativos en 14 de las 45 regresiones año-sector. Como era de esperar, el coeficiente *INMOV* es generalmente negativo con una media (mediana) de -0,063 (-0,068). Los estimadores resultaron significativos en 16 de las 45 regresiones año-sector. En relación al ROA, el coeficiente es generalmente positivo con una media (mediana) de 0,003 (0,003). Los estimadores fueron significativos en 23 de las 45 regresiones año-sector. El modelo de Jones ajustado al ROA para la muestra de empresas australianas, parece no explicar significativamente la variación de los *accruals* totales, como indica la media (mediana) del R2-ajustado que es de 0,266 (0,276).

5.2. Resultados de las pruebas de especificación y potencia

En este apartado se muestran los resultados de las pruebas de especificación y potencia. La especificación de los modelos se ha determinado utilizando el error tipo I, mientras que la potencia de los mismos para detectar prácticas de manipulación se ha realizado mediante el error tipo II.

En la tabla 1.10 se muestran los resultados del error tipo I, así como del test Z para proporciones de cada modelo de *accruals* y el número de regresiones para cada país.

Los resultados ponen de manifiesto que los errores cometidos por los modelos especificados se encuentran dentro de unos márgenes de tolerancia aceptables (en torno al 10%). Para ello, se procedió a calcular el test Z para proporciones con el fin de confirmar que dichos errores son iguales o inferiores al 10% ($H_0: \% ET1 = 10\%$). Los resultados del test Z confirman los anteriores, puesto que aceptamos la hipótesis nula planteada por este test relativa a que la proporción observada coincide con el valor del p-valor con el que trabajamos, en este caso de 0,1. No obstante, para el caso de Japón y Estados Unidos para el modelo de Jones y de Canadá para el modelo de Kothari, rechazamos la hipótesis nula del test Z para proporciones, lo cual significa que el valor que toma el error tipo I no coincide con el p-valor del 0,1. Para dichos casos, se procedió a

estudiar si el porcentaje de error tipo I cometido era inferior al 10%, lo que se confirmó con el test correspondiente.

Tabla 1.10. Resultados pruebas de especificación

País	Nº Regresiones	Jones		Jones Modificado		Kothari	
		ET1*	Ho: P=0,1	ET1*	Ho: P=0,1	ET1*	Ho: P=0,1
Estados Unidos	500	0,08**	0,07	0,09	0,46	0,12	0,18
Reino Unido	500	0,12	0,14	0,08	0,10	0,10	0,77
Corea	500	0,10	0,77	0,11	0,65	0,10	0,77
Japón	500	0,07**	0,05	0,12	0,23	0,12	0,18
Italia	500	0,11	0,5	0,11	0,55	0,11	0,55
Alemania	500	0,09	0,65	0,10	0,77	0,11	0,65
Francia	500	0,11	0,37	0,12	0,14	0,09	0,30
España	500	0,10	0,88	0,09	0,30	0,11	0,37
Canadá	500	0,09	0,37	0,09	0,65	0,07**	0,02
Australia	500	0,10	0,88	0,11	0,30	0,11	0,46
TOTAL	5000	0,10	0,57	0,10	0,85	0,10	0,42

* Las cifras referidas a ET1 están expresadas en tantos por uno.

* *En estos casos, al resultar la hipótesis nula rechazada, se testó la hipótesis de que fuesen menores a 0,1 confirmándose dicho argumento.

La capacidad de detección de prácticas manipuladoras se testa a través del cálculo del porcentaje de veces que se comete error tipo II, es decir, aceptar la hipótesis nula de “no manipulación” cuando ésta resulta ser cierta. Para ello, se manipularon las variables utilizadas para determinar la especificación de los modelos, con incrementos porcentuales de las mismas desde el 1% hasta el 20% de los valores que inicialmente adoptaban. Procediendo de dicho modo, el modelo con mayor capacidad para detectar prácticas manipuladoras será el que menor porcentaje de error tipo II arroje. En la tabla 1.11 se observa que el modelo que menos error tipo II comete es el modelo de Kothari, con una menor incidencia en término promedio de aceptación de la hipótesis nula cuando ésta se conoce que es falsa, concretamente sólo genera un porcentaje de error del 32,8%, frente al 33,1% y 34,4% que generan el modelo de Jones y el modelo de Jones modificado respectivamente.

En los resultados obtenidos para el error tipo II (tabla 1.11), es destacable el alto poder de detección que el modelo de Kothari desarrolla en el caso de Australia, con sólo un 5,6% de error, y en el de España, cuyo porcentaje es del 16,4%. Sin embargo, para el caso de Corea dicho modelo muestra resultados pobres, puesto que el porcentaje se eleva hasta el 70,7%. Algo similar ocurre en el caso de Italia, con un porcentaje de error del 58,6%.

Para el resto de países, el error tipo II toma valores próximos a la media del modelo (32,8%).

Tabla 1.11. Resultados pruebas de potencia

País	Jones		Jones Modificado		Kothari	
	Nº Regresiones	ET2*	Nº Regresiones	ET2*	Nº Regresiones	ET2*
Estados Unidos	20000	0,086	20000	0,328	30000	0,261
Reino Unido	20000	0,218	20000	0,239	30000	0,247
Corea	20000	0,597	20000	0,592	30000	0,707
Japón	20000	0,499	20000	0,522	30000	0,359
Italia	20000	0,598	20000	0,616	30000	0,586
Alemania	20000	0,375	20000	0,117	30000	0,397
Francia	20000	0,537	20000	0,372	30000	0,201
España	20000	0,212	20000	0,173	30000	0,164
Canadá	20000	0,022	20000	0,214	30000	0,300
Australia	20000	0,163	20000	0,264	30000	0,056
TOTAL	200000	0,331	200000	0,344	300000	0,328

* Las cifras referidas a ET2 están expresadas en tantos por uno.

Con todo lo anterior, podemos concluir que el modelo de Kothari ofrece una mejor aproximación a la discrecionalidad contable con respecto al modelo de Jones y al modelo de Jones modificado. Asimismo, nuestros resultados confirman los obtenidos por Jara (2009), puesto que utilizando los mismos modelos que se han comparado en este trabajo de investigación aporta evidencias empíricas acerca de la superioridad del modelo de Kothari con respecto a los otros dos modelos para calcular los ajustes por devengo discrecionales.

6. Conclusiones

Con la revisión de la literatura realizada en este capítulo se pone de manifiesto la creciente importancia que ha cobrado el estudio de la gestión del resultado. Existen multitud de definiciones que tratan de aglutinar todos los aspectos de la discrecionalidad contable. Asimismo, son muchos los autores que han desarrollado modelos para la detección de prácticas desleales por parte de los directivos. Sin embargo, y pese a la gran proliferación de la literatura, ésta no ha podido llegar a ningún consenso sobre qué medida utilizar para el cálculo de los ajustes por devengo discrecionales, si no que cada

autor emplea el modelo que considera más apropiado o el que ha sido más utilizado por el resto de investigadores.

La falta de consenso anterior y el hecho de que cada investigador opte por un modelo u otro no aportan evidencias empíricas concluyentes cuando se trabaja en este campo, ya que la elección de un modelo u otro condicionará los resultados y conclusiones obtenidas.

En este capítulo, se ha realizado una comparación de los modelos de *accruals* con el objetivo de determinar empíricamente cuál de ellos ofrece una mejor aproximación a la discrecionalidad contable. Para ello se tomó como período de análisis los años 2005-2009 y como muestra 33.410 observaciones de las empresas cotizadas de los países democráticos más representativos económicamente de cada continente (Estados Unidos, Reino Unido, Corea, Japón, Italia, Alemania, Francia, España, Canadá y Australia).

Los modelos de *accruals* utilizados para llevar a cabo el análisis empírico fueron el modelo de Jones (1991), el modelo de Jones modificado (1995) y el modelo de Kothari (2005). La elección de éstos se debe a que son los más utilizados en la literatura, concretamente el modelo de Jones ha supuesto la base sobre la que se han desarrollado el resto de modelos.

Así pues, a los tres modelos anteriores les hemos aplicado las pruebas de potencia y especificación con el objetivo de determinar cuál de ellos era el que obtenía la mejor aproximación a la variable ajustes por devengo discrecionales. Estas pruebas se basan en el cálculo del número de veces que se comete error tipo I y error tipo II para cada modelo estimado.

En cuanto a las pruebas de especificación en cada modelo se comenta un determinado porcentaje de error tipo I, el cual se espera que se sitúe entre unos límites aceptables. Para determinar si esa proporción observada coincidía con la proporción esperada, cuyo límite hemos considerado del 10%, se utilizó un test de proporciones. Como resultados obtuvimos que los tres modelos se encontraban entre los niveles aceptados (2%-10%), sin embargo, para el caso concreto de Estados Unidos y Japón en el modelo de Jones y Canadá en el modelo de Kothari no se cumplían dichos límites. Por ello, para determinar si al menos el porcentaje de error era inferior al 10% se aplicó otro test, el cual confirmó que dicho valores no superaban el límite establecido. Atendiendo a estos resultados podemos confirmar que los tres modelos están bien especificados.

En relación a las pruebas de potencia, los resultados apuntaron que el modelo de Kothari era el que menor porcentaje de error cometía por término medio a la hora de detectar la *earning management*. Este modelo proporciona una muy buena aproximación en el cálculo de los ajustes por devengo discrecionales en el caso de Australia, el error de estimación que comete es del 6% aproximadamente. Asimismo, en España dicha estimación también es muy aproximada a la real, puesto que sólo se comete un error del 16%. Sin embargo, en el caso de Corea, el modelo resulta bastante impreciso al cometer un error del 70%. En cuanto a las estimaciones del resto de países, éstas se encuentran en torno a la media del modelo (32,8%).

Por tanto, tras analizar los resultados obtenidos podemos concluir que el modelo de Kothari realiza una mejor aproximación al cálculo de los ajustes por devengo discrecionales que el modelo de Jones y el modelo de Jones modificado. Hemos de tener en cuenta que nuestros resultados son concluyentes en tanto que si repitiéramos la investigación con otra muestra, los nuevos resultados apoyarían los obtenidos previamente.

CAPÍTULO II: CRISIS ECONÓMICA Y GESTIÓN DEL RESULTADO

1. Introducción

2. Las motivaciones de los directivos y las prácticas manipuladoras

3. *Earnings management* y crisis económica

4. Muestra, variables y metodología

5. Resultados

6. Conclusiones

1. Introducción

La información contable se concibe como el pilar fundamental para la toma de decisiones de los agentes de la empresa. Así pues, dicha información debe cumplir una serie de requisitos que aseguren la calidad de la misma, de tal forma que no introduzca sesgos. No obstante, no es necesario remontarse mucho en la historia para encontrar ejemplos que atestiguan cómo las prácticas contables incorrectas se hallan en la base de numerosas prácticas fraudulentas y fracasos empresariales. Entre los ejemplos más destacados se encuentran los escándalos financieros de Enron, Parmalat o Banesto, éste último en el ámbito español, que han sacudido a la opinión pública y han generado la desconfianza de los inversores, conduciendo a la intervención de las autoridades reguladoras y judiciales en el intento de mejorar la protección de los inversores a través del fortalecimiento de la transparencia y de la calidad de la información de los mercados.

El escándalo financiero desatado por Enron supuso la primera crisis económica grave, puesto que el colapso del grupo estadounidense propició la mayor bancarrota de la historia hasta ese momento. En sólo quince años Enron pasó de ser una pequeña empresa de gas en Texas a la compañía más grande de Estados Unidos y a estar implantada en más de cuarenta países. Su compleja estructura organizativa, un entramado de más de tres mil sociedades, dificultaba sobremanera las labores de auditoría y control y, en cambio, facilitaba la manipulación de beneficios y el maquillaje de estados financieros. La exhaustiva investigación realizada por la Securities and Exchange Commission (SEC), varias comisiones del Congreso, el Departamento de Justicia de Estados Unidos y el Federal Bureau of Investigation desvelaron un fraude de más de 35.000 millones de dólares, concluyó con el procesamiento del presidente ejecutivo Kenneth Lay, del responsable de finanzas de la empresa Andrew Fastow y del auditor jefe David Duncan y el presidente ejecutivo Joseph Berardino de la auditora Arthur Andersen e, indirectamente, trajo consigo la desaparición de esta última. Además, los bancos estadounidenses Citigroup y JP Morgan Chase tuvieron que hacer frente al pago de una cuantiosa multa en el marco de un acuerdo amistoso con la SEC, que los acusaba de colaborar con Enron en la comisión de fraudes financieros.

Por su parte, la multinacional italiana Parmalat, cuya propiedad se hallaba altamente concentrada en las manos de su presidente y principal accionista, presentaba un diseño organizativo en el que Calisto Tanzi gozaba de un poder casi absoluto de decisión sin necesidad de contar con el consejo de administración. Las supuestas reservas de 3.950 millones depositadas en las Islas Caimán se transformaron en unas deudas no

contabilizadas por valor de once mil millones de euros, lo que supuso una estafa para aproximadamente 115.000 inversores. Este escándalo salpicó a empresas auditoras como Deloitte & Touche y Grant Thornton o bancos como Citigroup, cuyo buen nombre ha quedado de alguna manera mancillado.

En el caso de España, un buen ejemplo, entre otros, de escándalo financiero, fue el protagonizado por la entidad financiera Banesto. En 1993 el Banco de España tuvo que intervenir la entidad por la mala gestión de su presidente Mario Conde, puesto que en sólo un año Banesto había pasado de unos beneficios de más de 30.000 millones de pesetas en 1992 a registrar unas pérdidas de 6.000 millones entre enero y septiembre de 1993. Finalmente se resolvió que Mario Conde se había apropiado de al menos 7.200 millones de pesetas. En 2001 la Audiencia Nacional falló contra Conde y le condenó a 10 años y dos meses por los delitos de estafa y apropiación indebida y obligó a devolver 7.200 millones de pesetas a Banesto.

Así pues, ante el contexto económico que supusieron estos escándalos financieros, los organismos reguladores de la contabilidad han realizado un esfuerzo considerable en elaborar y desarrollar una serie de principios que permitan llevar a cabo una contabilidad que proporcione unos estados financieros que reflejen la imagen fiel del patrimonio y de los resultados de la empresa. No obstante, la contabilidad es una disciplina sujeta a estimaciones y permite cierto grado de discrecionalidad a los directivos. En este contexto, un aspecto crucial en el análisis de la información financiera son las posibles manipulaciones introducidas de forma discrecional por los directivos en la información que dan a conocer a los usuarios.

La gestión del resultado o *earnings management* se define como la aplicación por parte de los directivos de su propio juicio en la elaboración de los estados contables. Dicha partida representa la diferencia entre el resultado contable ordinario y el *cash flow* de las operaciones. Estos ajustes contables reflejan transacciones que no han implicado todavía un movimiento de caja pero que afectarían a los flujos de caja futuros. Bajo los principios contables generalmente aceptados las empresas tienen discrecionalidad para reconocer las transacciones con el objeto de conseguir que los beneficios publicados reflejen las condiciones de la empresa. Sin embargo, esta flexibilidad de los gestores para realizar estos ajustes abre las puertas a la manipulación de los beneficios. Si bien es cierto, la gestión del resultado no sólo se circunscribe a la alteración de este concepto contable, aunque la mayor parte de la investigación empírica se ha centrado en las decisiones tomadas en relación con la cifra de resultado (Gallén y Giner, 2005).

Las prácticas de manipulación de las cifras contables persiguen dos grandes objetivos que constituyen las dos grandes líneas de investigación que se han desarrollado en la literatura contable. Por un lado, se plantea *la earnings management* derivada de la presión ejercida por los mercados de capitales como por ejemplo evitar pérdidas o resultados deprimidos, elevar resultados trimestrales, cumplir con los pronósticos de los analistas, etc. Por otro lado, también se plantea *la earnings management* como resultado de circunstancias contractuales como pueden ser compensaciones salariales vinculadas a resultados, sectores regulados en los que la legislación puede generar incentivos a la manipulación del resultado contable para maximizar prestaciones y evitar sanciones, o incluso para evitar restricciones impuestas en cláusulas en los contratos de préstamo etc.

La teoría positiva de la contabilidad junto con la existencia de asimetrías en el acceso y elaboración de la información contable debido a la separación entre la dirección y el control en las empresas (Teoría de Agencia), y el margen de actuación y decisión relativamente grande dentro de la legalidad de los Principios Contables Generalmente Aceptados han contribuido al ejercicio de la discrecionalidad directiva y la manipulación del resultado.

Actualmente, la economía atraviesa un contexto muy inestable, caracterizado por una crisis económica que afecta a la mayoría de los países a nivel mundial. Ante tal situación es muy importante para las empresas seguir siendo competitivas y capaces de adaptarse al contexto económico actual. Así pues, resulta interesante conocer si la situación económica puede conducir a que las cifras contables de las empresas sean o no manipuladas por los directivos.

El objetivo de este capítulo es determinar si la gestión del resultado está influenciada por el contexto económico, es decir, si la situación de crisis económica propicia que los directivos manipulen las cifras contables para no reflejar el decremento de éstas o si, por el contrario, la manipulación es una práctica habitual de los directivos de las empresas independientemente de la situación de mercado. Para ello, tomando como variable dependiente los ajustes por devengo discrecionales calculados mediante el modelo de Kothari y como variables independientes la crisis económica y otras relativas al entorno institucional de cada país, desarrollaremos un estudio de carácter empírico. En dicho estudio distinguiremos dos períodos, uno pre-crisis y otro durante la crisis, de tal forma que realizaremos una comparación entre ambos.

Asimismo, analizaremos una muestra de empresas para contrastar la hipótesis planteada. La muestra que hemos utilizado consta de 28.071 observaciones de empresas

no financieras de Estados Unidos, Reino Unido, Corea, Japón, Italia, Alemania, Francia, España, Canadá y Australia que han cotizado en mercados de valores a lo largo del periodo 2005-2009. Dicha base de datos se ha obtenido a partir de los resultados obtenidos en el capítulo anterior para el modelo de Kothari. Por su parte, la información relativa al entorno institucional se obtuvo de la base de datos de Kaufmann et al. (2009).

La estructura del capítulo es la siguiente: en primer lugar, se establecen las motivaciones de los directivos para llevar a cabo prácticas manipuladoras. En segundo lugar, se realiza una revisión de la literatura relativa a la relación *earnings management* y crisis. En cuarto lugar, se expone la metodología, muestra y variables utilizadas. En quinto lugar, se profundiza en los resultados obtenidos con relación a la hipótesis nula planteada. Y, en último lugar, se enuncian las principales conclusiones.

2. Las motivaciones de los directivos y las prácticas manipuladoras

Tanto los organismos reguladores como los inversores han expresado su preocupación por el hecho de que determinados incentivos empresariales puedan originar *earnings management*, reduciendo la capacidad informativa de los estados contables y contribuyendo a escándalos financieros como los surgidos en los últimos años (Levitt, 1998). No obstante, no resulta fácil determinar las motivaciones de los directivos para ejercer su discrecionalidad en el proceso de toma de decisiones, puesto que éstas son muy diversas (Chiang, 2011).

Junto con el estudio de los métodos de detección de prácticas de gestión del resultado, la literatura también ha prestado especial atención a las motivaciones que subyacen en la toma de decisiones contables oportunistas por parte de los directivos, tratando de explicar por qué se desarrollan estas prácticas y los beneficios que estas pueden reportar (Mora et al. 2004). Tal y como apuntan Bernard y Skinner (1996) “Conocer por qué los directivos eligen determinados ajustes discrecionales es de gran interés para los organismos reguladores, los usuarios de la información contable y la comunidad académica para poder entender e interpretar correctamente el resultado contable”. La literatura recoge tres tipos de motivaciones principales (Healy y Wahlen, 1999):

- Motivaciones contractuales: comúnmente se establecen contratos entre gerentes (agente) y accionistas (principal) que vinculan la remuneración de los gerentes a la consecución de ciertos objetivos de rentabilidad. Asimismo, la obtención de financiación

ajena y las cláusulas a ella asociadas suele depender del beneficio contable, lo que motiva a la dirección a modificar las cifras de resultados.

- Motivaciones políticas y gubernamentales: las empresas tratan de alterar su “visibilidad” ante los accionistas y el Estado modificando al alza o a la baja la cifra de beneficios.

- Motivaciones de valoración: la presión que el mercado ejerce sobre las empresas puede provocar que la gerencia incurra en prácticas manipuladoras para dirigir el resultado hacia determinados objetivos en función de las preferencias de los inversores.

Las motivaciones contractuales se originan por dos causas principalmente. En primer lugar porque la remuneración de los directivos en muchas ocasiones se supedita a los resultados empresariales, conseguidos mediante el establecimiento previo de objetivos, por tanto, en ocasiones los directivos para alcanzar estos objetivos y, por tanto, conseguir la remuneración deseada optan por realizarles algunos “ajustes” a los estados contables. Sin embargo, esta no es la única causa, el hecho de que la empresa firme contratos con personas ajenas a la empresa también supone un incentivo para la gestión del resultado. Según Gill de Albornoz (2003) en ocasiones estos contratos recogen determinadas cláusulas que se basan en indicadores financieros, lo cual lleva a los directivos a manipular la información para evitar ser penalizados por el incumplimiento del contrato.

Por su parte, las motivaciones políticas y gubernamentales derivan de las sanciones que ponen los diferentes gobiernos ante el incumplimiento de las disposiciones legales. En ocasiones existen determinados sectores que están sometidos a mayor regulación como son, por ejemplo, el sector bancario y el energético. Así pues, ante estos controles los directivos pueden verse sometidos a determinadas presiones y, por tanto, llevarles a comportamientos oportunistas para evitar pagar más impuestos, conseguir alguna subvención, etc.

En último lugar, las motivaciones de valoración son promovidas por los mercados de capitales. En ellos se valoran a las empresas, las cuales deben cumplir una serie de normas impuestas por el organismo regular del mercado para promover el buen funcionamiento de los mercados, asimismo la internacionalización de las empresas también obliga a éstas a atenerse a las legislaciones propias de los mercados en los que operan (Sierra, 2007). Sin embargo, esto no siempre ocurre, puesto que en ocasiones las organizaciones no cumplen con las normas impuestas y, en consecuencia, los directivos

manipulan los estados contables. Normalmente, dicha manipulación se produce al alza para conseguir incrementar el valor de la empresa en el mercado (Teoch et al. 1998; Shivakumar, 2000).

Pese a que estas motivaciones han sido las más estudiadas a lo largo de la literatura, la clasificación que realizaron Healy y Wahlen (1999) no es exhaustiva, puesto que existen determinadas motivaciones que se encuentran condicionadas por el entorno institucional de cada país, de tal forma que Kasanen et al. (1996) demuestran, por ejemplo, que las prácticas manipuladoras del beneficio en Finlandia están motivadas fundamentalmente por la necesidad de mantener un cierto nivel de dividendos.

Independientemente de cuál sea el tipo de motivación que tenga la gerencia para utilizar la discrecionalidad de que dispone en la determinación del resultado, el estudio de este tipo de prácticas es interesante en tanto en cuanto permite identificar determinadas pautas en la política contable de las empresas. El conocimiento de estas pautas, en cualquier caso, será de utilidad para los distintos usuarios de la información contable: accionistas, acreedores, reguladores, auditores, inversores, analistas, etc. (Gill de Albornoz, 2003).

Siguiendo a Monterrey (1998), es posible identificar tres estrategias de *earnings management*:

- Políticas contables agresivas, tendentes a incrementar el beneficio.
- Políticas contables conservadoras, tendentes a disminuir el beneficio.
- Y, políticas de alisamiento del beneficio, consistentes en incrementar el beneficio en algunos ejercicios y disminuirlo en otros de forma que se minimicen las fluctuaciones del mismo en torno a un determinado objetivo a largo plazo.

Por su parte, Laínez y Callao (1999), con base en las tres estrategias planteadas por Monterrey (1998), establecieron los distintos incentivos que tenían los directivos para optar por una u otra estrategia (tabla 2.1).

Tabla 2.1. Estrategias de *earnings management*: objetivos e incentivos

Objetivos perseguidos	Incentivos
-----------------------	------------

<p>Mejorar la imagen presentada (políticas contables agresivas)</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Presión de la comunidad inversora - Exigencia de responder a las expectativas del mercado generadas por pronósticos favorables Interés en determinadas políticas de dividendos - Deseo de obtener recursos externos - Necesidad de librar batallas de absorción - Existencia de sistemas de retribución ligada a beneficios - Aumento del prestigio de los directivos
<p>Estabilizar la imagen a lo largo de los años (políticas contables de alisamiento)</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Existencia de una clara preferencia externa por comportamientos regulares - Efecto de la estabilidad en el precio de las acciones - Consecuencias beneficiosas en políticas de dividendos - Existencia de una preferencia externa por perfiles de riesgo reducido a la hora de prestar recursos
<p>Empeorar la imagen presentada (políticas contables muy conservadoras)</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Preferencia por pagar pocos impuestos - Interés en distribuir pocos dividendos - Existencia de sistemas de retribución ligada a mejoras sobre resultados pasados - Dependencia de tarifas reguladas por el estado - Reducir la presión reguladora - Interés en la obtención de subvenciones

Fuente: Laínez y Callao (1999)

Los trabajos que contrastan hipótesis relacionadas con las dos primeras estrategias se centran en circunstancias empresariales muy concretas que dan lugar a incentivos para que la gerencia intente alterar el beneficio declarado, bien al alza o bien a la baja. Ejemplos de este tipo de circunstancias son: la necesidad de obtener ayudas gubernamentales para las que es necesario mantener el beneficio entre determinados límites (Jones, 1991); la emisión o cambio de una determinada norma (Boynton et al, 1992); un proceso de cambio de dirección (Porciau, 1993); procesos de adquisición y fusión, OPA's, MBO's⁹ (Perry y Williams, 1994); salidas a bolsa (IPO's) u OPV's¹⁰ (Teoh et al, 1998); la necesidad de cumplir con las condiciones de los contratos de endeudamiento (DeFond y Jiambalvo, 1994), etc.

⁹ OPA's.- Oferta pública de adquisición

MBO's.- *Management Buy-Out*

¹⁰ IPO's.- *Initial public offering*

OPV's.- Oferta pública de venta

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

En nuestro trabajo trataremos de determinar si la crisis económica podría considerarse un incentivo para que los directivos lleven a cabo prácticas de manipulación. No obstante, esta manipulación podría realizarse tanto al alza como a la baja. Al alza sería en caso de que se quisieran sobrevalorar los resultados de la empresa con el objetivo de no mostrar al mercado el efecto de la crisis en la organización. Mientras que la manipulación a la baja se llevaría a cabo en aquellas circunstancias en las que el objetivo fuera mostrar unos resultados empobrecidos para posteriormente y, a partir de una situación desfavorable, mejorar en los próximos ejercicios.

3. *Earnings management* y crisis económica

La actual crisis económica, con origen en Estados Unidos a finales de 2007, se explica con base en unos factores económicos, financieros, industriales y éticos. Entre las principales causas destacan: el alto crecimiento económico, la abundancia de liquidez, los reducidos tipos de interés, las innovaciones financieras, las hipotecas de alto riesgo (*subprime*), el auge inmobiliario y su posterior “burbuja”, etc. Todo esto ha conducido a que los responsables de las empresas tomaran decisiones muy arriesgadas sin considerar los efectos negativos que podrían tener tanto para la propia empresa como para sus accionistas.

Aunque sería lógico pensar que la coyuntura económica tiene una importante relación con las cuentas que presentan las empresas, son escasos los trabajos en los que se ha tratado esta relación.

En un trabajo desarrollado por Guenther y Young (2002) estudiaron cómo las diferencias entre los sistemas contables de varios países afectaban a la relación entre el resultado contable y la situación macroeconómica. Para ello, en cada país objeto de estudio, determinaron la correlación entre el ratio de rentabilidad económica y el crecimiento económico, representado éste por el Producto Interior Bruto (PIB). Así pues, concluyeron que en los países anglosajones existe relación entre los resultados mostrados por las empresas y la realidad económica subyacente, puesto que en este grupo de países el propósito principal de la información contable es cubrir las necesidades de los

accionistas, de forma que se reduzcan las asimetrías informativas entre éstos y la gerencia, por lo cual tendrían sentido los resultados obtenidos. Mientras que en los países continentales europeos existen incentivos para reducir la volatilidad del resultado.

En este sentido, otro trabajo relacionado es el realizado por Jin (2005), quien estudia la relación entre el ciclo económico y la manipulación contable. Este autor trata de encontrar evidencias acerca de si la manipulación contable varía en función del momento en que se encuentre del ciclo económico. Tras construir un índice agregado como subrogado de la manipulación, las evidencias obtenidas apuntan a que la manipulación contable varía en función de la actividad económica real, de tal manera que aquella decrece cuando el PIB incrementa hasta un determinado nivel, a partir del cual ambos aumentan. De esta manera, este autor sugiere que, en períodos de fuerte crecimiento, la gerencia tratará de disminuir (alisar) los resultados de las empresa a través de ajustes por devengo discrecionales negativos. Sin embargo, en épocas de recesión, también emplearán ajustes por devengo discrecionales negativos con el objetivo de disminuir el resultado que permita, a partir de una situación desfavorable, mejorar en los próximos ejercicios.

Lin y Shih (2003) estudiaron el efecto que, los períodos de recesión tenían sobre las prácticas de manipulación del resultado. Para ello, utilizando el modelo de Jones, estimaron los ajustes por devengo discrecionales para el período de recesión económica 1990-1991. Los resultados obtenidos ponen de manifiesto que los ajustes por devengo son negativos cuando se produce un crecimiento muy alto o una recesión muy fuerte. En la mayor parte de los casos restantes se producen fundamentalmente ajustes por discrecionales positivos.

No obstante, en épocas de crisis económicas, la contabilidad creativa y la manipulación contable son instrumentos utilizados por las empresas al objeto de maquillar artificialmente sus resultados y sus márgenes de solvencia (García Martínez, 2008).

Llegados a este punto planteamos la hipótesis que deseamos contrastar en este trabajo.

H1 = la intensidad en las prácticas de manipulación difiere según el ciclo económico.

El nivel de manipulación, tal y como apuntan los estudios precedentes, varía según lo hace el ciclo económico. Así, en épocas de crisis es posible que la manipulación disminuya en comparación con períodos de crecimiento o de estabilidad económica como

consecuencia de que los directivos disponen de un menor margen de actuación discrecional, puesto que los recursos económicos-financieros son más escasos por el propio contexto económico.

En el siguiente apartado se desarrolla la metodología utilizada para el contraste de dicha hipótesis.

4. Muestra, variables, metodología

4.1. Selección de la muestra

La muestra utilizada está compuesta por compañías no financieras cotizadas en el mercado de valores durante el período 2005-2009¹¹ en Estados Unidos, Reino Unido, Corea, Japón, Italia, Alemania, Francia, España, Canadá y Australia. La elección de estos países se realizó atendiendo a que son los países democráticos más representativos económicamente de cada continente. No se tomó ningún país de África, por no considerarse comparable el desarrollo de este continente en relación con los demás. Las empresas financieras fueron excluidas de la muestra porque tienen una regulación específica para la elaboración de las cuentas anuales. Para cada empresa de la muestra se dispone de información económico-financiera obtenida de la base de datos Osiris. Así pues, como se observa en la tabla 2.2, la muestra está formada por 28.071 observaciones correspondientes a 8.152¹² empresas.

En relación a la información económica-financiera, ésta se corresponde con la información consolidada, pues atendiendo al trabajo realizado por Abad et al. (2000) pone de manifiesto las posibles limitaciones que tiene la información contable a nivel individual.

Tabla 2.2. Composición de la muestra para el contraste de hipótesis

País	Nº Empresas	Nº Observaciones
Estados Unidos	2780	9587
Reino Unido	533	1727
Corea	1303	4601

¹¹ La necesidad de utilizar valores retardados y futuros en algunos modelos ha hecho que, aunque las estimaciones se refieren a los años 2005 y 2009, los datos utilizados corresponden a los años 2004-2009.

¹² La muestra utilizada en este capítulo proviene de los resultados obtenidos en el primer capítulo de este trabajo de investigación para el modelo de Kothari. No obstante, ésta se ha reducido por falta de información para determinadas variables en algunas empresas, lo cual supuso la eliminación de 1.070 empresas de la muestra.

Japón	1025	3840
Italia	200	781
Alemania	492	1638
Francia	530	1860
España	175	628
Canadá	695	1956
Australia	419	1453
Total	8152	28071

4.2. Variables

En este apartado se recogen todas las variables utilizadas para el desarrollo empírico, cuyo objetivo es contrastar la hipótesis planteada, es decir, determinar si la crisis económica, así como otra serie de variables relativas al entorno institucional, influyen en el nivel de manipulación que ejercen los directivos.

4.2.1. Ajustes por devengo discrecionales

La variable ajustes por devengo discrecionales ha sido obtenidos según el modelo desarrollado por Kothari (2005), puesto que al comparar el modelo de Jones (1991), el modelo de Jones modificado (1995) y el modelo de Kothari (2005) mediante las pruebas de especificación y potencia, resultó ser dicho modelo el que mejor aproximación realizaba de la variable de manipulación. Así pues, para tener en cuenta los ajustes por devengo discrecionales se ha creado la variable ADD que toma los valores de éstos obtenidos a partir del modelo de Kothari.

En el primer capítulo de este trabajo se analizaron en profundidad los diferentes modelos de ajustes por devengo existentes en la literatura, así como la conveniencia de utilizar el modelo de Kothari en lugar del modelo de Jones o el modelo de Jones modificado.

4.2.2. Crisis económica

Entendemos que en un entorno de recesión económica, las empresas se encuentran con mayores adversidades y la presión por los resultados obtenidos puede conllevar a que los gestores opten por “maquillar” las cifras contables para evitar las posibles represalias de los stakeholders. En nuestro trabajo, para controlar la situación de crisis económica hemos creado la variable CRISIS, la cual es dicotómica y toma el valor 1 en aquellos años de crisis y 0 en caso contrario.

El inicio de la crisis económica se ha determinado con base en magnitudes macroeconómicas que determinan el crecimiento del país como son la renta per cápita y la tasa de desempleo (Navarro y Madrid, 2009; Guenther y Young, 2002; Jin, 2005, Lin y Shih, 2003). Para ello, se ha observado la evolución de ambas variables, marcando el inicio de la crisis en aquel año en el cual la renta per cápita decrece y aumenta la tasa de desempleo o bien aquel año en el que una de estas variables sufre un fuerte empeoramiento.

En la tabla 2.3 se muestra el valor que toman para cada año las variables renta per cápita y tasa de desempleo para cada país, así como la variación que han sufrido ambas variables entre años.

En Estados Unidos, el inicio de la crisis tiene lugar en 2007, pues es en dicho año cuando comenzó a incrementar la tasa de desempleo con una variación del 4,3% con respecto al año 2006, valor que incrementó hasta el 25,1% y el 37,6% en los años 2008 y 2009 respectivamente con relación a los años anteriores. En cuanto a la renta del país, no ha sufrido variaciones significativas, pues durante 2007 y 2008 ha incrementado un 3,9% y un 1,2% respectivamente, mientras que en 2009 dicha variable decreció un 2,7%.

En cuanto a Reino Unido, la crisis comienza en 2009, pues es a partir de dicho año cuando ambas variables toman los peores valores del horizonte analizado. La renta per cápita del país decreció en dicho año un 23%, mientras que la tasa de desempleo se incrementó en un 31,2%.

En el caso de Corea, consideramos que la crisis se inicia en 2008, ya que en dicho año la renta per cápita decrece considerablemente en un 11,5% y la tasa de desempleo no decrece al mismo ritmo que lo estaba haciendo hasta el momento. Además, es en 2009 cuando esta última magnitud alcanza peores registros, puesto que crece un 11%.

Para el caso de Japón, el inicio de la crisis tiene lugar en 2008, puesto que pese a que la renta incrementa un 7,5%, la tasa de desempleo incrementa un 2,6%, tendencia contraria a la observada en los años previos, ya que en mayor o menor medida siempre

decrecía. Además, en 2009, experimenta un fuerte decremento del 20%, mientras que la renta per cápita también sufre un acentuado descenso del 3,2%.

En Italia, el inicio de la crisis se produjo en 2008, ya que en dicho año ambas variables empeoran. La renta per cápita, decrece en un 7,7% con respecto al año 2007, mientras que la tasa de desempleo incrementa un 10%, situación que empeora en 2009 con un crecimiento del 14% de la tasa de desempleo y un descenso del 10% de la renta.

El comienzo de la crisis en Alemania se considera en 2009, ya que en este año aparecen los primeros indicios con un decremento de la renta per cápita (8,5%), cuando ésta había crecido en los años precedentes, y un crecimiento de la tasa de desempleo del 4,4%, cuando la tendencia hasta el momento había sido justo la contraria.

En Francia, el comienzo de la crisis tuvo lugar en 2009, puesto que en dicho año la renta per cápita decrece un 8,5% y, además, y que es más significativo, es el fuerte crecimiento que experimenta la tasa de desempleo (18,7%).

El inicio de la crisis económica en España se produjo en 2008, pues es a partir de ese año cuando se produce un fuerte crecimiento del desempleo (376%) y un descenso en la tendencia creciente de la renta per cápita (9%). Esta situación se confirma en el año 2009 con un incremento de la tasa de desempleo del 37,2% y un decremento del 10% en la renta del país.

En el caso de Canadá la crisis se inicia en 2008, ya que en dicho año la renta per cápita deja de incrementar al mismo ritmo que lo estaba haciendo hasta el momento (4,5%) y la tasa de desempleo incrementa en un 2%. Además, es en 2009 cuando ambas variables alcanzan los peores valores, la renta decrece en prácticamente un 14%, mientras que la tasa de desempleo crece fuertemente hasta el 26,5%.

Por último, el inicio de la crisis económica en Australia tuvo lugar en 2009, puesto que la renta per cápita, que hasta el momento había dibujado una tendencia creciente, decrece un 14,8%. Asimismo, la tasa de desempleo experimenta un fuerte crecimiento del 25%.

Tabla 2.3. Evolución de las variables renta per cápita y tasa de desempleo

País	Variable	Variación 05-06	Variación 06-07	Variación 07-08	Variación 08-09	Variación media
Estados Unidos	Renta	0,050	0,039	0,012	-0,027	0,019
	% Desempleo	-0,098	0,043	0,261	0,376	0,145

Gobierno corporativo y gestión del resultado: el impacto de la crisis económica

Reino Unido	Renta	0,065	0,143	-0,061	-0,231	-0,021
	% Desempleo	0,152	-0,019	0,019	0,312	0,116
Corea	Renta	0,123	0,099	-0,115	-0,120	-0,013
	% Desempleo	-0,081	-0,059	-0,018	0,111	-0,012
Japón	Renta	-0,042	0,003	0,075	0,032	0,017
	% Desempleo	-0,068	-0,049	0,026	0,200	0,027
Italia	Renta	0,042	0,127	0,077	-0,094	0,038
	% Desempleo	-0,117	-0,103	0,098	0,141	0,005
Alemania	Renta	0,051	0,119	0,078	-0,085	0,041
	% Desempleo	-0,072	-0,165	-0,128	0,044	-0,080
Francia	Renta	0,049	0,138	0,090	-0,085	0,048
	% Desempleo	0,000	-0,091	-0,075	0,187	0,005
España	Renta	0,075	0,148	0,089	-0,097	0,054
	% Desempleo	-0,076	-0,024	0,361	0,372	0,158
Canadá	Renta	-0,140	0,432	0,045	-0,138	0,050
	% Desempleo	-0,074	-0,048	0,017	0,265	0,040
Australia	Renta	0,061	0,123	0,189	-0,148	0,056
	% Desempleo	-0,040	-0,083	-0,045	0,250	0,020

Fuente: Elaboración propia

4.2.3. Variables institucionales

Aunque tradicionalmente las normas contables han sido consideradas en la literatura como su determinante primordial, la evidencia empírica documentada en trabajos recientes (Ball et al., 2000; Leuz et al., 2003; Bushman et al., 2004; Ball y Shivakumar, 2005) demuestra cómo este atributo depende de algo más que de las propias normas, y cómo la infraestructura institucional —grado de protección de los inversores, la presión ejercida desde los mercados de capitales, tipo de sistema legal, nivel de cumplimiento de las normas, etc.— ejerce también un significativo efecto sobre la calidad contable.

Los sistemas legales protegen a los inversionistas otorgándoles determinados derechos en las empresas, como por ejemplo el nombramiento o destitución de directivos, así como la potestad para elaborar contratos que limiten el comportamiento de los directivos en cuanto a la búsqueda de su propio beneficio (p.e., La Porta et al., 1998; Nenova, 2000; Claessens et al., 2002; Dyck y Zingales, 2002). Como resultado, los sistemas

legales que efectivamente protegen a los inversores consiguen reducir las prácticas de manipulación por parte de los directivos. Por tanto, la gestión del resultado está más presente en aquellos países que carecen de protección legal para los accionistas o ésta es débil, puesto que en esos países los directivos gozan de mayor control de los beneficios y, por tanto, tienen mayor facilidad para no reflejar los verdaderos resultados de la empresa.

Así pues, a partir del trabajo de Kaufmann et. al. (2009) hemos trabajado con los índices que estos autores han construido según variables institucionales: calidad del sistema legal, principio de legalidad y control de la corrupción. La construcción de estos índices se encuentra detallada en Kaufmann et. al. (1999).

En cuanto a la calidad del sistema legal, ésta se define como la capacidad del gobierno para formular e implantar regulaciones legales que permitan y promuevan el desarrollo del sector privado. Incluye medidas relativas a la incidencia de políticas impopulares socialmente como el control de precios o supervisión bancaria inadecuada, así como la percepción de cargas impositivas sobre comercio exterior y desarrollo de negocio.

Por su parte, el principio de legalidad es el grado en que el gobierno de cada país es capaz de hacer cumplir el orden e imponer sanciones, haciendo cumplir, en general, las reglas de la sociedad, y, en particular, la calidad en el cumplimiento de los contratos, los derechos de propiedad, la policía y los tribunales.

Por último, el control de la corrupción se define como el ejercicio del poder público para impedir beneficios privados. La presencia de corrupción se manifiesta por la carencia de respeto por las reglas por parte del corruptor (normalmente una empresa o ciudadano) y corrompido (usualmente es un ente público), lo cual origina o representa un fallo de gobierno.

Todos los índices toman valores en un rango de -2,5 a 2,5. Altos valores del índice significan mayor control gubernamental. Para llevar a cabo una comparación entre países, se han creado variables dummies que toman valor 1 en caso de que el valor del índice sea igual o mayor a la media muestral del país y valor 0 en caso contrario. Las variables creadas han sido RQ relativa a la calidad del sistema legal, RL que recoge el principio de legalidad y CC que se refiere al control de la corrupción.

4.2.4. Variables de control

Oportunidades de crecimiento

McNichols (2000) demostró que las empresas en crecimiento se caracterizaban por unas medidas significativas de ajustes por devengo. Además, Gul et al. (2000) llegaron a la conclusión de que los gerentes de las empresas con oportunidades de inversión emplean la gestión del resultado para anunciar sus futuras oportunidades de crecimiento.

Las empresas que tienen un ratio *market-to-book* elevado se caracterizan por una gran proporción de activo respecto a las oportunidades de inversión. Si el precio de las acciones de sus empresas es más sensible a las desviaciones con relación a las previsiones de los resultados entonces los dirigentes pueden tener grandes motivaciones para utilizar los ajustes por devengo discrecionales para alcanzar los resultados.

En este trabajo, para tener en cuenta las oportunidades de crecimiento de las empresas se ha definido la variable MTB, calculada como cociente entre el valor de mercado del patrimonio de la empresa y su valor contable.

Tamaño de la empresa

La variable tamaño de la empresa es la más extendida en la literatura sobre gestión del resultado como variable de control (Gill de Albornoz, 2003; Becker et al., 1998; Young, 1998). Los autores en general esperan y, a menudo comprueban, una relación negativa entre el tamaño de la empresa y la manipulación, ya que las empresas más grandes se espera que tengan sistemas de control más sofisticados, asesores más cualificados y que estén sometidas a un mayor seguimiento por parte de los inversores y analistas.

En relación con el tamaño de la empresa se ha creado la variable LNTAB, la cual siguiendo los trabajos de Sánchez y Sierra (2001) y Navarro y Martínez (2004), se ha calculado como el logaritmo neperiano del activo total.

Apalancamiento

De acuerdo con Dechow et al. (1995), Balsam et al. (2003), se introduce el apalancamiento financiero como determinante de la gestión de los ingresos. Un apalancamiento o endeudamiento elevado se asocia con el riesgo por endeudamiento excesivo (Press y Weintrop, 1990), lo que motiva la manipulación contable para ocultar la información inconveniente. Como medida del apalancamiento de la empresa se ha definido la variable DTBA, la cual se ha calculado como el valor en libros de la deuda de la empresa dividida por el total de activo.

En la tabla 2.4 se muestra un resumen de las variables empleadas en el desarrollo empírico, así como su definición.

Tabla 2.4. Definición de variables

Abreviación	Variable	Definición
ADD	Ajustes por devengo discrecionales	Término de error de la expresión [7]
RQ	Calidad del sistema legal	Ratio agregado variables legales
RL	Principio de legalidad	Ratio agregado variables relacionadas con el cumplimiento legal
CC	Control de la corrupción	Ratio agregado variables corrupción
MTB	Ratio <i>market-to-book</i>	Valor de mercado del patrimonio/Valor libros del patrimonio
LNTAB	Tamaño de la empresa	Logaritmo neperiano del total de activos
DTBA	Ratio de endeudamiento	Valor libros de la deuda/Total de activos

4.2.5. Análisis descriptivo de las variables

En la tabla 2.5 podemos observar los estadísticos descriptivos para las variables objeto de estudio. La media de los ajustes por devengo discrecionales (ADD) es muy próxima a cero (-0,009), lo cual está en consonancia con la propia definición de esta magnitud, puesto que ésta representa el término de error de la regresión que desarrolla el modelo de Kothari. Además, la mediana así lo confirma tomando un valor de 0,002.

En relación con las oportunidades de crecimiento (MTB), éstas toman un valor medio de 2,356, así como una mediana de 1,4, lo cual muestra un cierto nivel de dispersión en la muestra. Este resultado son coherentes con los obtenidos por Chen et al. (2005)

Por su parte, el tamaño medio (LNTAB) de las empresas de la muestra es de 12, valor muy próximo a la mediana (11,889). Estos resultados se encuentran en sintonía con los obtenidos por Monterrey y Sánchez Segura (2008) y Mahdi et al. (2012).

El valor medio del endeudamiento (DTBA) de las empresas durante el periodo de tiempo analizado alcanza el 55% sobre el total de la financiación, mientras que la mediana se sitúa en torno al 52%, lo cual está en sintonía con otros trabajos como los de Peasnell et al. (2000), Delgado (2001) y Monterrey y Sánchez-Segura (2008).

Tabla 2.5. Estadísticos descriptivos

Variable	Media	Desv. Típ.	Q1	Mediana	Q2
ADD	-0,009	1,145	-0,078	0,002	0,043
MTB	2,356	5,335	0,790	1,410	2,483
LNTAB	12,080	2,290	10,468	11,889	13,601
DTBA	0,553	1,823	0,327	0,518	0,679

4.3. Metodología

En los apartados previos hemos definido tanto la hipótesis de investigación como las variables que utilizaremos para contrastarla. En cuanto a la metodología, utilizaremos regresiones lineales y test de medias. Por su parte, la variable dependiente serán los ajustes por devengo discrecionales, mientras que las variables independientes serán CRISIS, las tres variables relativas al entorno institucional (RQ, RL y CC) y las tres variables de control (MTB, LNTAB y DTBA).

El análisis de regresión lineal es una técnica estadística que permite establecer la relación entre la variable dependiente y la variable independiente (regresión simple) o entre la variable dependiente y un conjunto de variables independientes (regresión múltiple). En la investigación en ciencias sociales esta metodología se utiliza para predecir multitud de fenómenos, desde medidas económicas hasta diferentes aspectos del comportamiento humano.

De acuerdo con el diseño de nuestra investigación realizaremos una regresión lineal múltiple, puesto que incluiremos en el modelo de regresión más de una variable independiente. La ecuación de regresión múltiple es:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 * X_1 + \beta_2 * X_2 + \beta_3 * X_3 + \dots + \beta_7 * X_K + \epsilon_i \quad [\text{Expresión 1}]$$

De acuerdo con este modelo, la variable independiente (Y) se explica por una combinación lineal de un conjunto K de variables independientes (X_K), cada una de las cuales va acompañada de un coeficiente (β_K), y un componente aleatorio (ϵ_i) que captura la parte residual que el modelo no es capaz de explicar de la variable dependiente.

En nuestro trabajo, las regresiones lineales se realizarán por países para determinar la relación existente entre la gestión del resultado y la crisis económica, así como con las variables del entorno institucional y las variables de control definidas anteriormente. Así pues, nuestra ecuación sería:

$$ADD = \beta_0 + \beta_1 * CRISIS + \beta_2 * RQ + \beta_3 * RL + \beta_4 * CC + \beta_5 * MTB + \beta_6 * LNTAB + \beta_7 * DTBA + \epsilon_i$$

[Expresión 2]

A través de la estimación de regresiones múltiples se pretende caracterizar los principales determinantes que afectan a la gestión del resultado, análisis que se verá complementado con los cálculos de los tests de medias asociados a distintos momentos del tiempo (antes y después de la crisis) que indicarán si las variables estudiadas han sido afectadas por la perturbación que supone la entrada en una etapa de crisis económica.

Asimismo, como se ha señalado anteriormente, se utilizarán test de medias con el objetivo de diferenciar entre dos períodos de tiempo, antes y durante la crisis económica. Los test de medias se utilizan para comparar muestras relacionadas. Supongamos que pretendemos averiguar el efecto que tiene la implantación de una determinada política de remuneración en una muestra de empresas y queremos ver el efecto que produce en el rendimiento de los trabajadores. Así pues, tenemos datos de la muestra antes y después de aplicar la nueva política de remuneración. Por tanto, en primer lugar se toma una medida del rendimiento antes de la aplicación del sistema de remuneración (pre-test) y, una vez instaurada la nueva política de remuneración, volvemos a medir el rendimiento laboral (post-test). Si existen diferencias en la media, podemos decir que el nuevo sistema de remuneración ha tenido algún efecto y el sentido de las diferencias, mientras que si tales diferencias no existen, concluiremos que la política de remuneración no ha producido ninguna modificación en el rendimiento laboral.

Por tanto, estos test pretenden contrastar la hipótesis nula de igualdad de medias para una determinada muestra a partir de la *t* de Student. La hipótesis nula se establece sobre el valor que toma la diferencia de medias. Si la diferencia de medias se establece en cero, significa que estamos asumiendo que las medias en las dos muestras (pre y post remuneración) serán iguales, por tanto el nuevo sistema retributivo no ha tenido efecto. Por supuesto, también podemos establecer que la diferencia entre las dos muestras tiene que ser superior a un valor para considerar que la política de remuneración ha sido efectiva. En este caso debemos tener en cuenta la diferencia que asumimos, e interpretar los resultados en función de ese supuesto. Si asumimos que la diferencia debe ser de un punto entre la pre-remuneración y la post-remuneración para que la retribución pueda ser considerada efectiva, y aceptamos la hipótesis nula, entonces asumimos que la remuneración ha sido efectiva con respecto al rendimiento de los trabajadores.

5. Resultados

Con el objetivo de contrastar la hipótesis nula planteada, sobre si el ciclo económico influye en el nivel de manipulación, se realizó una regresión lineal entre la variable dependiente (ajustes por devengo discrecionales calculados mediante el modelo de Kothari) y las variables independientes para cada país de la muestra. Los resultados por países se muestran en la tabla 2.6. En todos los países excepto en Canadá y Australia, el contexto económico, en nuestro trabajo determinado por la variable CRISIS, influye en el nivel de manipulación de la información contable que llevan a cabo las empresas. Por tanto, en todos los países de la muestra, excepto en Canadá y Australia, se acepta la hipótesis nula, relativa a que las prácticas de *earnings management* difieren según el ciclo económico.

Las variables del entorno institucional relativas a la calidad del sistema legal (RQ), el principio de legalidad (RL) y el control de la corrupción (CC) no identifican ninguna tendencia, si no que depende del país de que se trate, aunque en términos generales contribuyen a reducir la discrecionalidad contable. En relación a la variable RQ, excepto en Australia, mantiene una relación significativa con el nivel de *accruals*, aunque en función del país, la calidad del sistema legal consigue reducir la discrecionalidad contable o, por el contrario, propiciar su incremento. Por su parte, la variable RL, a excepción de Estados Unidos y Canadá, influye significativamente en el nivel de manipulación que ejercen los directivos, contribuyendo en algunos países a reducir la gestión del resultado, puesto que en Reino Unido, Japón, Italia y Francia el signo de dicha relación es negativo. Y, por último, la variable CC, en la mayoría de los países guarda relación con la variable dependiente de la regresión, aunque el signo de esta depende de las medidas de control de la corrupción instauradas por los gobiernos de cada país. Por tanto, a priori, puede afirmarse que el entorno institucional relativo a cada país donde las empresas desarrollan su actividad ejerce una influencia significativa en la discrecionalidad que los directivos realizan en las cifras contables, sin embargo, dependiendo del país contribuye o no a mitigar la gestión del resultado.

En cuanto a la relación de los *accruals* con las variables de control, los resultados apoyan los obtenidos previamente en la literatura. En cuanto al ratio *market-to-book* confirman los resultados obtenidos en la literatura con anterioridad, puesto que las oportunidades de crecimiento de las empresas pueden propiciar comportamientos oportunistas entre los directivos. Por parte, el tamaño de la compañía muestra una relación negativa con el nivel de *accruals*, lo cual significa que las pequeñas empresas manipulan más que las grandes. Mientras que el ratio de endeudamiento presenta una relación significativamente positiva, es decir, cuanto más endeudadas están las

organizaciones mayor es la tendencia de los directivos para ejercer la discrecionalidad contable. Todas las regresiones han sido controladas por el sector y por el año.

Tabla 2.6. Regresiones lineales por países

Los asteriscos denotan el nivel de significancia estadística, en donde, *** indica un nivel de significación inferior al 1%, ** inferior al 5% y * inferior al 10%.

	Estados Unidos	Reino Unido	Corea	Japón	Italia	Alemania	Francia	España	Canadá	Australia
Crisis	0,116**	-0,169***	0,004***	0,041***	0,028***	-0,183***	-0,010*	0,041***	-0,006	0,006
RQ	-0,092*	0,206***	-0,013***	-0,044***	-0,020***	0,026**	0,014**	0,039**	-0,006*	-0,004
RL	-0,165	-0,046***	0,035***	-0,014***	-0,028***	0,158***	-0,014*	0,023**	0,000	0,005**
CC	-0,029	-0,038**	0,002***	0,013***	-0,043***	0,020**	0,005	-0,009	-0,007*	0,008**
MTB	-0,004	-0,002	0,000	0,000***	0,000***	0,000	0,000	0,003**	0,000	0,000
LNTAB	-0,032**	-0,004	-0,001***	-0,000**	-0,000*	-0,015***	-0,006***	0,002	-0,007***	-0,006***
DTAB	-0,835***	0,154***	0,015***	0,001	0,000	0,063***	0,048***	0,126***	0,052***	0,040***
Control sector	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI
Control año	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI

Para contrastar empíricamente si la manipulación era mayor antes o durante la crisis realizamos test de medias para cada país. Los resultados obtenidos se muestran en la tabla 2.7, en la cual se observa que en Estados Unidos, Corea, Japón, Italia y España, las prácticas de *earnings management* son mayores durante el período de crisis que antes de ésta, mientras que en el resto de países (Reino Unido, Francia y Alemania) la tendencia es la contraria.

Tabla 2.7. Resultados test de medias por países

Panel A											
Estados Unidos			Reino Unido			Corea			Japón		
Antes	Después	Sig.	Antes	Después	Sig.	Antes	Después	Sig.	Antes	Después	Sig.
0,601	0,683	0,037	0,233	0,090	0,000	0,028	0,031	0,001	0,059	0,101	0,000
Panel B											
Italia			Alemania			Francia			España		
Antes	Después	Sig.	Antes	Después	Sig.	Antes	Después	Sig.	Antes	Después	Sig.
0,147	0,176	0,000	0,286	0,084	0,000	0,091	0,081	0,045	0,101	0,125	0,017

No obstante, una vez clasificados los países entre aquellos en los que se manipula más durante la crisis que antes de ésta y aquellos en los la tendencia es contraria, cabía preguntarse qué variables del análisis originaban tal discriminación. Por tanto, en primer lugar, con el objetivo de profundizar en esta cuestión dividimos la muestra en dos grupos

atendiendo a que el tamaño de la empresa fuera superior o inferior al valor medio que toma dicha variable para el conjunto de la muestra.

En la tabla 2.8 se pone de manifiesto que durante la crisis las empresas de menor tamaño manipulan más, puesto que el valor medio de los ajustes por devengo discrecionales es mucho mayor en las pequeñas empresas (0,484) en relación con las grandes compañías (0,231), siendo tal relación significativa, lo cual está en consonancia con la literatura, puesto que las empresas de menor tamaño manipulan más que aquellas de mayor tamaño, pues tienen menores mecanismos de control.

Tabla 2.8. Resultado test de media para las variables tamaño de la empresa y *market-to-book*

Tamaño Empresa						<i>Market-to-book</i>					
Superior media			Inferior media			Superior media			Inferior media		
Antes	Durante	Sig.	Antes	Durante	Sig.	Antes	Durante	Sig.	Antes	Durante	Sig.
0,139	0,231	0,000	0,309	0,484	0,000	0,250	0,466	0,000	0,194	0,332	0,000

En relación con la tabla 2.9, las empresas de los países que manipulan más durante la crisis que antes de ésta son las de menor tamaño por término medio, excepto en el caso de España que se caracterizan por ser empresas grandes. Mientras que las empresas de aquellos países donde se manipula más antes de la crisis que durante ésta, presentan unas empresas de mayor tamaño. El hecho de que en éstas últimas haya disminuido el nivel de manipulación como consecuencia de la crisis puede deberse a que las grandes empresas están sometidas a mayores sistemas de control que las empresas de menor tamaño y, por tanto, esta circunstancia se ha podido intensificar a causa del entorno económico y de la reducción de las cifras contables.

Tabla 2.9. Tamaño medio y ratio *market-to-book* medio de las empresas por países

Panel A							
Estados Unidos		Reino Unido		Corea		Japón	
LNTAB Medio	MTB Medio	LNTAB Medio	MTB Medio	LNTAB Medio	MTB Medio	LNTAB Medio	MTB Medio
11,681	2,737	12,950	2,106	11,930	1,158	11,927	1,037
Panel B							
Italia		Alemania		Francia		España	
LNTAB Medio	MTB Medio	LNTAB Medio	MTB Medio	LNTAB Medio	MTB Medio	LNTAB Medio	MTB Medio
11,700	1,466	12,452	2,241	13,212	1,687	13,492	2,451

Para el caso concreto de España, la variable *market-to-book* es significativa y además presenta un valor elevado con respecto al valor medio que toma dicha variable para el resto de países. Así pues, y en relación con la literatura, las empresas con mayores

oportunidades de mercado son aquellas que presentan mayores niveles de manipulación, lo cual ocurre en España y, por tanto, explicaría que en este país los ajustes por devengo discrecionales sean superiores durante la crisis que antes de ésta.

Por último, se realizó un test de medias para las variables del entorno institucional para determinar si el valor que éstas tomaban para cada país guardaba relación con que el nivel de manipulación fuera mayor durante la crisis o si, por el contrario, no existía relación. Los resultados obtenidos se muestran en la tabla 2.10, de la cual se deduce que en aquellos países donde el nivel de *accruals* es mayor durante la crisis que antes de ésta se caracterizan por unas débiles medidas institucionales. No obstante, en Corea se ha optado por incrementar un mayor control sobre la corrupción en detrimento del fortalecimiento del sistema legal, pues ambas variables legales han aumentado pero en menor medida que el control de la corrupción. Por su parte, en Japón durante la crisis se ha hecho un esfuerzo por fortalecer el sistema legal y controlar la corrupción.

En el caso concreto de Estados Unidos, para las variables RQ y RL no se encontró tal relación, puesto que ambas variables tomaron valores superiores a la media muestral, sin embargo, para la variable CC sí se cumplía tal relación, aunque no se tuvo en cuenta en el análisis porque previamente en la tabla 2.6 de regresiones se puso de manifiesto que dicha variable y los ajustes por devengo discrecionales no presentaban relación significativa. Igual ocurrió en el caso de Italia para la variable CC, así como en España para el caso de las tres variables.

Tabla 2.10. Resultado test de medias para las variables del entorno institucional por países

Panel A:																	
Corea									Japón								
RQ			RL			CC			RQ			RL			CC		
Antes	Durt.	Sig.	Antes	Durt.	Sig.	Antes	Durt.	Sig.	Antes	Durt.	Sig.	Antes	Durt.	Sig.	Antes	Durt.	Sig.
0,006	0,025	0,000	0,006	0,025	0,000	0,006	0,031	0,000	0,070	0,101	0,000	0,048	0,048	0,000	0,060	0,087	0,000
Panel B																	
Italia																	
RQ			RL			CC											
Antes	Durt.	Sig.	Antes	Durt.	Sig.	Antes	Durt.	Sig.									
0,156	0,169	0,000	0,156	0,156	0,000	-	-	-									

Así pues, de los países de la muestra, sólo en Canadá y en Australia no se ha encontrado relación entre el nivel de manipulación y la crisis económica. Para el resto de países sí existe tal relación, aunque en Reino Unido, Alemania y Francia, se ha puesto de manifiesto que las empresas manipulaban más antes de la crisis que durante esta.

En el caso de Estados Unidos, Corea, Japón, Italia y España, las prácticas de *earnings management* eran superiores durante la crisis que antes de esta, lo cual es consecuencia de que en estos países durante la crisis los tamaños de las empresas son inferiores a los de la media muestral y, tal y como se pone de manifiesto en los resultados obtenidos en este trabajo y en los que previamente se habían desarrollado en la literatura, las empresas de menor tamaño manipulan más que aquellas que tienen un tamaño superior, puesto que están sometidas a menos sistemas de control. En el caso concreto de España, tal circunstancia se explica por el elevado valor que presenta el ratio *market-to-book*. Además, Corea, Japón e Italia también se caracterizan por unos sistemas de control institucional débiles, lo cual propicia la discrecionalidad contable.

8. Conclusiones

El estudio de las prácticas de gestión del resultado se ha erigido como una de las disciplinas más estudiadas por la literatura en los últimos años como consecuencia de los escándalos financieros destapados en todo el mundo.

Las asimetrías en el acceso a la información junto a la separación entre propiedad y gerencia (teoría de la agencia) han proporcionado los fundamentos teóricos para entender la discrecionalidad contable. La teoría de la agencia ha intentado reducir estas prácticas mediante el desarrollo de determinados contratos entre el principal y el agente, aunque éstos en ocasiones se basaban en magnitudes económicas y, por tanto, no conseguían reducir el problema, sino todo lo contrario, puesto que los directivos ejercían la discrecionalidad para conseguir los objetivos acordados con el agente.

Entre las causas que motivan a los directivos para manipular los resultados, la literatura no ha conseguido recogerlas todas, puesto que dependen de circunstancias intrínsecas de los propios sujetos. No obstante, ha conseguido delimitarlas en tres grupos (Healy y Wahlen, 1999): motivaciones contractuales, motivaciones políticas y gubernamentales y motivaciones de valoración. Éstas últimas se refieren a la presión que el mercado ejerce sobre las empresas, de tal forma que puede provocar que la gerencia incurra en prácticas manipuladoras para dirigir el resultado hacia determinados objetivos que, a priori, serán positivamente valorados por los inversores. Por tanto, el contexto económico actual en que las empresas desarrollan su actividad se caracteriza por una crisis económica que afecta a la mayoría de los países a nivel mundial, así pues a priori cabe pensar que este entorno favorece el ejercicio de prácticas de manipulación.

Además, el ejercicio de la discrecionalidad contable por parte de los directivos también puede ser consecuencia de las políticas gubernamentales de cada país países, puesto que si un determinado país es débil en cuanto a los controles ejercidos sobre los ciudadanos y sobre las empresas que en él operan, puede propiciar el ejercicio de prácticas fraudulentas.

En este capítulo, se planteó relacionar las prácticas de *earnings management* con el entorno empresarial, tanto económico como institucional. Para ello se tomó como período de análisis los años 2005-2009 y como muestra las empresas cotizadas de los países democráticos más representativos económicamente de cada continente (Estados Unidos, Reino Unido, Corea, Japón, Italia, Alemania, Francia, España, Canadá y Australia).

Como hipótesis nula se planteó que el nivel de manipulación difería según el ciclo económico, medido éste según el país estuviera afectado por la crisis económica o no.

Así pues, a partir de los resultados obtenidos en el primer capítulo de este trabajo de investigación, en el cual se ponía de manifiesto que el modelo de Kothari proporcionaba una mejor aproximación al verdadero valor de los ajustes por devengo discrecionales. De este modo, en este capítulo se consideró como variable dependiente los ajustes por devengo discrecionales calculados a partir de dicho modelo. Por tanto, una vez definida la variable dependiente se realizó una regresión lineal entre ésta y las variables dependientes definidas. Los resultados obtenidos muestran que sólo en Canadá y Australia no existe relación entre la crisis económica y el nivel de *accruals* de las empresas, mientras que en el resto de países de la muestra sí existe tal relación, por tanto, para todos los países, excepto Canadá y Australia se acepta la hipótesis nula planteada.

De aquellos países para los que aceptamos la hipótesis nula, obtuvimos mediante un test de medias que en Estados Unidos, Corea, Japón, Italia y España se manipula más durante la crisis que antes de ésta, mientras que en el resto de países sucede lo contrario. Esto es consecuencia de que estos países se caracterizan por empresas cuyos tamaños medios son inferiores a la media muestral, las cuales al estar sometidas a menos controles que aquellas de mayor tamaño, tienden más a manipular sus cifras contables. Sin embargo, en el caso de España no se cumplía tal circunstancia, puesto que cuenta con empresas de gran tamaño con respecto a la media de la muestra, sin embargo, sus empresas se caracterizan por un elevado valor del ratio *market-to-book* y, por tanto, ésta es la razón que explica que en este país en concreto se manipule más durante la crisis que antes de ésta.

Por último, en cuanto al análisis del entorno institucional, obtuvimos que Corea, Japón e Italia se caracterizan por unas débiles medidas gubernamentales y, además, propicia que las empresas que en ellos operan tiendan a la manipulación, situación que se ha visto agravada con el inicio de la crisis. No obstante, tanto en Corea como en Japón se ha optado por un mayor control sobre la corrupción a partir del inicio de la crisis.

CAPÍTULO III: GOBIERNO CORPORATIVO Y GESTIÓN DEL RESULTADO

1. Introducción

2. Concepto de gobierno corporativo

3. Los códigos de buen gobierno

4. Mecanismos de gobierno corporativo

5. Revisión de la literatura: Discrecionalidad contable y gobierno corporativo

6. Muestra, variables y metodología

7. Resultados

8. Conclusiones

1. Introducción

En los últimos años se han escuchado fuertes críticas a la calidad de la información contable y se ha abierto un importante debate sobre los mecanismos de control que permiten que la información que hacen pública las empresas sea veraz y fiable.

Los organismos reguladores han desarrollado una serie de medidas para conseguir que dicha información cumpla con los requisitos establecidos por los usuarios. Así pues, a nivel internacional se han elaborado unas normas contables, las cuáles, según ha demostrado la literatura centrada en este tema, han conseguido mejorar la calidad de la información financiera (Barth, et al., 2008).

Paralelamente a posibles mecanismos externos a la empresa para mitigar la utilización de estas prácticas, como la auditoría o medidas de carácter normativo (regulación de mayor calidad, mayores exigencias de revelación de información, menor opcionalidad, etc.), el gobierno corporativo se ha considerado un mecanismo que puede reducir la discrecionalidad en la actuación de la dirección en el proceso de elaboración de la información contable, minimizando las posibilidades de manipulación y, en consecuencia, mejorando su calidad.

Algunos trabajos han aportado evidencias de cómo el entorno y las características empresariales juegan un papel fundamental en la gestión del resultado, incluso en el caso de eficientes sistemas contables (Ball et al., 2000; Ball et al. 2003; Ball y Shivakumar, 2005; Leuz et al., 2003). En este sentido, la literatura ha estudiado la relación entre determinadas características empresariales (ej., las estructuras de gobierno corporativo) y la calidad de los estados contables.

Para aquellas empresas que cotizan en la bolsa de valores, el organismo competente de cada país, ha elaborado los denominados códigos de buen gobierno. En estos códigos se establecen una serie de recomendaciones relativas a mejorar el buen funcionamiento de la empresa y establecer unos sistemas de control, puesto que las empresas deben cumplir dichas recomendaciones. Los problemas que surgen de la dificultad de dirigir una organización dan lugar a estos mecanismos o recomendaciones que intentan ayudar a los gobernantes a desempeñar la función de control.

A lo largo de la literatura son bastantes los trabajos que estudian la relación existente entre determinadas características de gobierno corporativo y la calidad de la información contable, centrándose principalmente en el nivel de manipulación (García Osma, 2008; Jara, 2009; Peni y Vähämaa, 2009; Marra et al. 2011; Chiang et al., 2011). Por

su parte, los expertos contables reconocen la importancia del consejo de administración como un mecanismo crucial de control interno (Marra et al., 2011). Los aspectos más estudiados se han centrado en la estructura y composición del consejo de administración, principalmente, han sido la existencia de una comisión de auditoría y la presencia de consejeros externos.

En el presente capítulo abordamos la problemática de la calidad de la información contable. Para ello, investigamos el papel del gobierno corporativo en la mejora de la misma. De este modo se pretende determinar la relación entre la gestión del resultado y los mecanismos de gobierno corporativo teniendo en cuenta la actual crisis económica, de tal forma que aportemos evidencias sobre los posibles cambios que hayan podido tener lugar en las estructuras de gobierno corporativo como consecuencia del contexto económico.

El objetivo de este capítulo es contrastar si realmente los mecanismos de gobierno corporativo consiguen reducir los comportamientos oportunistas de los directivos de las empresas, además de determinar la efectividad de éstos durante la crisis, es decir, si realmente cumplen las funciones de control que se le otorgan independientemente de los ciclos económicos, puesto que a priori parece razonable que las empresas reduzcan aquellas prácticas que no les reporten beneficios económicos. Para ello se tomó como período de análisis los años 2005-2009 y como muestra 3.831 observaciones de empresas cotizadas de Estados Unidos, Reino Unido, Japón, Italia, Francia y España, correspondientes a la base de datos utilizada inicialmente para calcular los ajustes por devengo.

La estructura del capítulo es la siguiente: en primer lugar, se establece el concepto de gobierno corporativo, así como los fundamentos teóricos. En segundo lugar, se realiza una revisión de los códigos de buen gobierno emitidos y de sus principales recomendaciones. A continuación se desarrollan los mecanismos de gobierno corporativo, tanto internos como externos que comúnmente se han empleado en la literatura. En cuarto lugar, se hace una revisión de la literatura acerca de la relación entre los mecanismos de gobierno y la gestión del resultado. En quinto lugar, se expone la metodología, muestra y variables utilizadas. En sexto lugar, se profundiza en los resultados obtenidos con relación al objetivo de investigación planteado. Y, en último lugar, se enuncian las principales conclusiones.

2. Concepto de gobierno corporativo

2.1. Revisión de la literatura: Definición de gobierno corporativo

Una revisión de la literatura nos remite recurrentemente al desarrollo y aplicación de la teoría de la agencia, la cual se basa en una serie de elementos. El problema del contrato de agencia en las empresas se origina con la separación de la propiedad y el control entre los propietarios de las empresas y quienes son contratados por éstos para dirigirla (Jensen y Meckling, 1976). La relación entre el principal y el agente ocasiona conflictos de interés inherentes al hecho de que ambos deciden crear esta relación basados en distintas motivaciones: los accionistas (principales) buscan obtener un servicio, mientras que los gerentes (agentes) una remuneración. Sin embargo, los agentes pueden tener otro tipo de motivaciones y dedicarse a defender sus propios intereses, por ello todos los esfuerzos que el principal realiza diseñando e implementando sistemas de evaluación, motivación y compensación están dirigidos precisamente a reducir la discrepancia entre sus intereses y los del agente.

Los accionistas no pueden supervisar directamente a los directivos que contratan, puesto que puede existir un gran número de accionistas e incluso pueden estar dispersos geográficamente, por lo tanto los mismos tienen el derecho de elegir representantes para supervisar a la gerencia en nombre de los propios accionistas, originándose el consejo de administración.

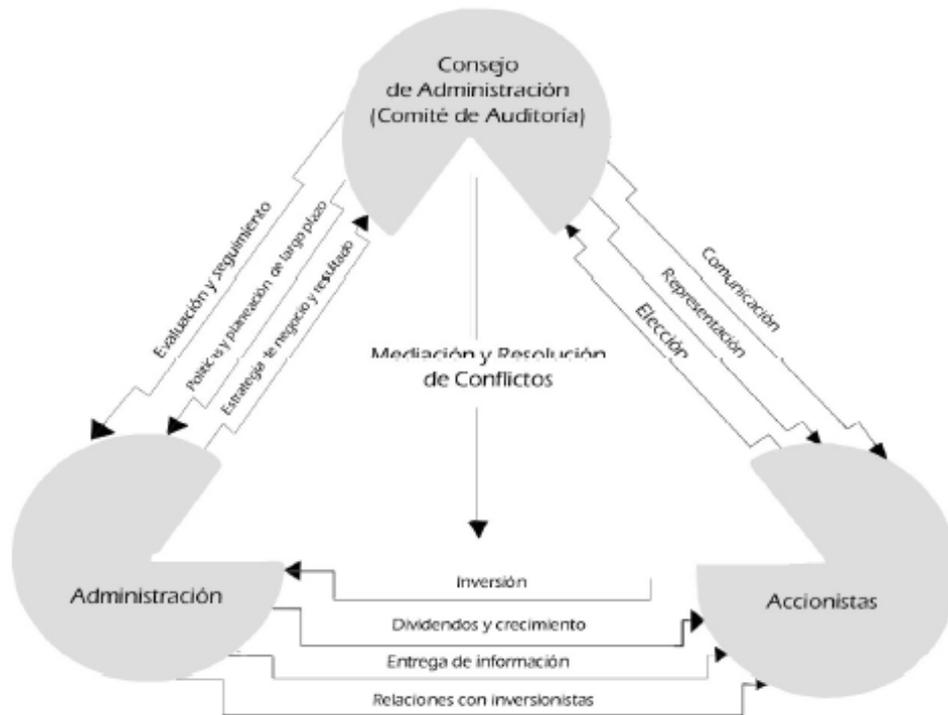
El consejo de administración es una parte crucial en la estructura de las empresas, pues es la conexión entre quienes proveen el capital (los accionistas) y quienes usan el capital para crear valor (los gerentes). En el gráfico 1 se describen las conexiones entre estos grupos.

El consejo de administración, en primer lugar, es el encargado de supervisar la estrategia comercial, no de establecerla (esa labor corresponde a la dirección), y garantizar que se ponga en marcha un proceso de planificación estratégica. En segundo lugar, es responsable de comprobar si la empresa dispone de un equipo directivo acorde con las características de la empresa. Y en tercer lugar, el consejo debe estar seguro que la empresa dispone de información, control y sistemas de auditoría adecuados, que le indiquen a él y a los altos ejecutivos si la empresa está alcanzando sus objetivos comerciales, legales y éticos (Rodenstein, 2003).

Con el objetivo de mitigar los riesgos derivados de los conflictos de intereses entre las diversas partes que constituyen el gobierno de la empresa, a medida que las compañías

fueron evolucionando también lo hicieron los mecanismos para mejorar el gobierno de las mismas. A esta forma de armonizar las relaciones entre los accionistas, el consejo de administración y la dirección es lo que se denomina gobierno corporativo.

Figura 3.1. Objetivos del gobierno corporativo



Fuente: Deloitte y Touche, 2002

El término “gobierno corporativo” es bastante reciente en la literatura, en la mayoría de países no se considera un elemento jurídico, lo cual provoca que se enuncien definiciones ambiguas en cuanto a este término. No obstante, en 1992 se elaboró en Inglaterra el Informe Cadbury, el cual lo define como “el sistema por el cual las empresas son dirigidas y controladas”. Así pues, dirección y control son los pilares fundamentales de cualquier sistema de gobierno corporativo (ECGI, 2011).

Existen muchas definiciones sobre este concepto, aunque la más aceptada es la propuesta por Shleifer y Vishny (1997) quienes definen el gobierno corporativo como 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. Por su parte, Denis y McConnell (2003) argumentan que el gobierno corporativo está representado por el conjunto de mecanismos –institucionales y de mercado- que inducen a los controladores de la empresa – quienes tienden a actuar en beneficio propio- a tomar decisiones que

maximicen el valor de la compañía y, por tanto, la riqueza de los aportantes de capital – accionistas. Otra de las definiciones más destacables en la literatura es la propuesta por La Porta et al. (2000) quienes definen el gobierno corporativo como un conjunto de mecanismos a través de los cuales los inversores externos se protegen contra la expropiación de los internos de la empresa.

Así pues, el gobierno corporativo se establece como un sistema de normas con el objetivo de que las empresas las adopten para asegurar su transparencia y, así proteger a los inversores.

El gobierno corporativo ha generado un gran interés entre legisladores, académicos y profesionales durante las últimas décadas (Shleifer y Vishny, 1997). Así, en los años setenta aparecieron las primeras investigaciones relativas a Estados Unidos. Sin embargo, no fue hasta principios de los noventa cuando comenzaron a aparecer las primeras investigaciones en otros países como fueron Japón, Reino Unido y Alemania. En los últimos años ha proliferado la investigación sobre gobierno corporativo que como resultado han originado una considerable aportación literaria a nivel internacional en el ámbito de la economía de la empresa (Jara, 2009).

Denis y McConnell (2003) realizan una revisión de la literatura sobre gobierno corporativo en la cual distinguen dos líneas de investigación en relación a éste. En primer lugar, una línea se centra en mecanismos concretos de gobierno corporativo, de tal forma que pretenden determinar si éstos mejoran o están relacionados con el desempeño empresarial. Y, en segundo lugar, la otra línea responde a cómo afectan los mecanismos de gobierno a las decisiones tomadas por los responsables de la empresa (por ejemplo, decisiones operativas, prácticas de gestión del resultado, políticas de inversión).

2.2. Fundamentos teóricos

La teoría de la agencia se ha erigido como una de las principales teorías que sustentan el gobierno corporativo. Esta teoría tuvo su origen en 1776 cuando fue enunciada por Smith (1776). Este autor se basa en la dificultad que existía cuando se separaba el control y la propiedad. Posteriormente, fueron muchos autores los que se unieron a esta línea de pensamiento como fueron Berle y Means (1932), Jensen y Meckling (1976) y Fama y Jensen (1983). Sin embargo, pese a la confirmada aceptación de la teoría de la agencia, existen argumentos a favor de otras teorías que posteriormente desarrollaremos.

Como ya se señaló anteriormente, el gobierno corporativo surge como un instrumento para paliar los conflictos de agencia que existen entre los propietarios y los directivos (García Lara et al. 2007). Los primeros buscan la maximización del valor de la empresa, mientras los segundos pueden desviarse de dicho objetivo en favor de sus propios intereses (Jensen y Meckling (1976), Fama (1980), Fama y Jensen (1983)). En ocasiones, estos intereses les llevan a desarrollar conductas oportunistas en las que la información contable juega un papel importante y en consecuencia puede convertirse en objeto de manipulación, lo que reduce la calidad de la misma. En este sentido, el buen gobierno corporativo debe perseguir la restricción de la manipulación contable para garantizar la transparencia y calidad de la información.

Según Monterrey (2004) la relación de agencia se establece entre internos (gerentes y accionistas de control¹³) y externos (resto de usuarios). El problema surge ante la existencia de prácticas manipuladoras en las políticas contables adoptadas por los internos, aprovechando en buena medida la discrecionalidad de la normativa contable. Estas elecciones contables generan costes de agencia en la medida que son oportunistas en lugar de óptimas.

Así pues, los costes de agencia surgen cuando los intereses de los propietarios se enfrentan a los de los gerentes (Jensen y Meckling, 1976), es decir, cuando entran en conflicto los deseos del principal y el agente. Algunas investigaciones (Core et al., 1999) enuncian que empresas con débiles estructuras de gobierno corporativo tienen mayores problemas de agencia o, lo que es lo mismo, mayores costes. Sin embargo, otros autores (Eisenhardt, 1989) establecen que las compañías con mayores problemas de agencia permite a los gerentes conseguir mayor cifras de beneficio.

No obstante, Azofra y Santamaría (2004) consideran que la teoría de la agencia no construye un marco teórico completo, puesto que en la empresa existen diversos *stakeholders* o grupos de interés que van más allá de la mera relación entre accionistas y directivos. Por tanto, habría que recurrir a la teoría de *stakeholders* con el objetivo de completar la teoría de la agencia y dar un marco teórico sólido al gobierno corporativo.

La teoría de los *stakeholder* fue enunciada por Freeman (1984) quien considera que los gerentes deben tomar las decisiones teniendo en cuenta los intereses todos los *stakeholders* que componen la empresa y no el interés de una minoría. Así, este autor

¹³ Los accionistas de control pueden elegir (y destituir) de manera directa a los miembros ejecutivos (o a cualquier miembro) de estos consejos. Por este motivo algunos autores (Shleifer y Vishny, 1997 por ejemplo), antes que entre principales y agentes, distinguen entre “internos” (gestores y accionistas de control) y “externos” (accionistas minoritarios).

define a los *stakeholders* como “cualquier grupo o individuo que puede afectar o ser afectado por la consecución de los objetivos de la empresa. Por tanto, este concepto agrupa a empleados, clientes, proveedores, etc. Sin embargo, atender a los intereses de todos los colectivos resulta sumamente complicado, si no imposible. Los clientes buscan bajos precios, alta calidad y buen servicio. A los empleados les gustaría percibir unos elevados salarios, mejores condiciones de trabajo y determinadas condiciones beneficiosas como pueden ser vacaciones, servicios médicos y pensiones. Inversores de capital buscan bajo riesgo y alta rentabilidad. La sociedad quiere alta contribución al bien social, incrementar la inversión local y trabajos estables (Jensen, 2001).

Esta teoría no pretende constituir un marco normativo, si no un marco metodológico para la gestión estratégica (González Esteban, 2007). González Esteban (2007) realiza un análisis de los aspectos más relevantes de la teoría de los *stakeholders*, considerando tres aspectos básicos. En primer lugar, se busca concebir la empresa como un todo, es decir, un conjunto de personas con unos intereses particulares que interactúan, en lugar de una mera relación entre dos grupos como pueden ser propietarios y directivos o propietarios y trabajadores. En segundo lugar, las relaciones entre los *satakeholders* no se conciben como una simple relación jurídica, sino que se considera el establecimiento de relaciones morales, por tanto, no sólo deben existir intereses económicos en las relaciones. Y en tercer lugar, bajo esta teoría se desarrolla en la empresa el concepto de responsabilidad social corporativa, entendiendo ésta en sentido ético.

La reciente literatura sobre gobierno corporativo ha puesto énfasis en frecuentes ocasiones sobre la contribución de esta perspectiva de *stakeholder* a la creación de valor para la empresa (Berman et al, 1999). El hecho de la inclusión de grupos minoritarios en los consejos, como puede ser la presencia de mujeres, puede suponer un indicio del compromiso de la empresa con los stakeholders (Oakley, 2000; Ibrahim y Angelidis, 1994; Webb, 2004).

Otra teoría que cuestiona la existencia de conflictos de intereses entre principal y agente planteada por la teoría de la agencia es la teoría de los *stewardship*, puesto que las acciones directivas no tienen porqué realizarse con fines oportunistas o movidos por intereses personales (Puentes et al., 2009). Esta teoría surge a principios de los años noventa (Donaldson y Davis, 1991; Filkenstein y D’Aveni, 1994; Davis et al., 1997, 2004; Lee y O’Neill, 2003; Wasserman, 2006) y se basa en la concepción de que los directivos son fieles servidores de la empresa y, por tanto, les reporta mayor satisfacción la consecución

de los objetivos empresariales que los personales, puesto que considera suyos los intereses de la empresa. No obstante, contempla la posibilidad de que los directivos intenten maximizar su utilidad personal (Pedrosa, 2009).

Otra teoría que genera un marco teórico al gobierno corporativo es la teoría de la dependencia de recursos. Esta teoría se utiliza para analizar las funciones y la actuación de los consejos de administración (Gabrielsson y Huse, 2004), pues desplaza la atención de la relación entre propiedad y dirección hacia los vínculos de la empresa con su entorno. Esta perspectiva establece que uno de los roles de los consejeros es desarrollar habilidades para establecer vínculos externos y reunir recursos cruciales para la empresa (Siciliano, 1996). Así pues, se pretende incrementar las relaciones con competidores y clientes, el conocimiento sobre la industria o las posibilidades de acceso a financiación; en suma, aumentar la obtención de recursos críticos que conduzcan a un mejor rendimiento. Además, la función de dependencia de recursos resultará muy relevante en la obtención de financiación externa para las empresas que no tienen acceso a mercados de capitales (Voordeckers et al, 2007).

3. Los Códigos de buen gobierno

Con el objetivo de establecer mecanismos que protejan los intereses de los accionistas surgen los códigos de buen gobierno. Éstos se consideran documentos que recogen una serie de recomendaciones dirigidas a las sociedades para que voluntariamente las pongan en práctica (López Iturriaga y Pereira, 2006).

Tal y como definen Weil et al. (2002), “un código de buen gobierno es un conjunto de principios no obligatorios, estándares, formulados por un determinado colectivo y relacionados con el Gobierno interno de las organizaciones”. Estos códigos suelen recoger recomendaciones relativas a la organización y a sus miembros, cuyo cumplimiento, a priori, se entiende que será valorado positivamente por el mercado y que, por tanto, motivará a las compañías a seguirlo.

En la segunda mitad de la década de los 80, la preocupación suscitada por la controversia de la fiabilidad de la información financiera suministrada por las empresas cotizadas estadounidenses a los mercados y el impacto de esta circunstancia en el funcionamiento de los mismos, condujo a la constitución de la Comisión Treadaway (National Commission on Fraudulent Financial Reporting) cuyo objetivo fue identificar las causas que pudieran conducir a las empresas a suministrar información financiera

fraudulenta así como a estudiar las medidas a tomar para evitarlo. Esta comisión presenta en 1992 el Informe COSO (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadaway Comisión) en el que se recogen determinadas recomendaciones. La comisión, producto de la iniciativa privada y subvencionada por relevantes asociaciones profesionales (American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), American Accounting Association (AAA), Financial Executives Institute (FEI), Institute of Internal Auditors (IIA) y National Association of Accountants (NAA)), dirigía sus recomendaciones a los consejos de administración y altos directivos de compañías cotizadas, a la SEC y otras instituciones reguladoras, a los auditores y a la comunidad académica.

Este informe, además de colocar en un primer plano al suministro de información fiable como una de la principales obligaciones de las empresas ante la sociedad en la que desarrollan su actividad (para que esta última pueda someterlas al debido control), pone de relieve la importancia que tienen las estructuras de GC (y su reflejo en el control interno de la compañía) en la prevención de la manipulación de la información financiera.

El primer Código de Buen Gobierno se publicó en 1978 en los Estados Unidos y el segundo en Hong Kong en 1989, momento a partir del cual empezaron a proliferar los códigos de buen gobierno en cada país. El punto de inflexión tuvo lugar a partir de 1992 con la publicación en el Reino Unido del *Cadbury Report*, este informe, que comparte muchas de las conclusiones incluidas en el Informe COSO, aunque centrándose en el gobierno corporativo (ver recuadro), se puede señalar como una referencia fundamental que fija las líneas maestras en las que se inspiraron posteriormente numerosos informes emitidos a partir de esa fecha tanto en Reino Unido como en diferentes países. A raíz de este informe tuvo lugar una oleada de códigos a nivel internacional.

“1.2 Las recomendaciones del comité se centran en las funciones de control y emisión de información de los consejos de administración así como en el papel de los auditores¹⁴. Nuestras propuestas buscan, no obstante, contribuir positivamente a la promoción del buen gobierno corporativo considerado en su conjunto” (Informe Cadbury)

¹⁴ Esto refleja la intención del comité, que fue analizar aquellos aspectos del GC específicamente relacionados con el reporte financiero y la responsabilidad.

Así, a mediados de 2008, eran 64 los países que habían elaborado 196 códigos de buen gobierno (Aguilera y Cuervo-Cazurra, 2009). Este proceso, según la literatura (Aguilera y Cuervo-Cazurra, 2004; Haxhi y Van Ees, 2010), está influenciado por las fuerzas políticas, económicas y culturales de cada país. No obstante, en este proceso de difusión es vital el proceso de globalización y liberalismo de los mercados de capitales, pues han promovido la regulación de las empresas cotizadas a nivel mundial (Nestor y Thompson, 2000; Khanna y Palepu, 2004; Yoshikawa y Rasheed, 2009). Sin embargo, Aguilera y Cuervo-Cazurra (2004), concluyeron que la apertura a mercados extranjeros repercute negativamente en el desarrollo de los códigos de buen gobierno. Estos autores evidencian que el desarrollo del primer código emitido en cada país depende de la conciencia local para abrirse a otros mercados.

A modo de ejemplo, en la tabla 3.1 se muestran los códigos de buen gobierno elaborados en Estados Unidos, Reino Unido, Japón, Italia, Francia y España.

Tabla 3.1. Códigos analizados en este trabajo

	Año	Informe	Persona o institución responsable
Estados Unidos	2003	Principios gobierno corporativo NYSE	NYSE*
	2008	Principios claves para reforzar el gobierno corporativo	Robert Goddard (NACD**)
	2010	Principios gobierno corporativo NYSE	Maria Cristina Ungureanu (NYSE)
*NYSE: New York Stock Exchange			
**NACD: National Association of Corporate Directors			
Reino Unido	2003	Código combinado	Financial Reporting Council (FRC)
	2006	Código combinado	Financial Reporting Council (FRC)
	2008	Código combinado (revisado 2008)	Financial Reporting Council (FRC)
	2010	Código combinado	Financial Reporting Council (FRC)

Gobierno corporativo y gestión del resultado: el impacto de la crisis económica

Japón	2004	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas	Bolsa de Tokio
	2009	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas	Bolsa de Tokio
Italia	2002	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas	Guido Ferrarini, Comité gobierno corporativo para las empresas cotizadas, Bolsa de Italia
	2006	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas (revisado 2006)	Alessandro Chieffi y Gabriella Opromolla, Comité gobierno corporativo para las empresas cotizadas, Bolsa de Italia
	2011	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas	Thomas Teo, Bolsa de Italia
Francia	2003	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas	Joëlle Simon (AFEP*)
	2008	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas	Movimiento de empresas francesas (MEDEF**)
	2010	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas	Maria Cristina Ungureanu (MEDEF)
*AFEP: Association Francaise des Entreprises Privees			
**MEDEF: Mouvement des Entreprises de France			
España	1998	Código Olivencia	Manuel Olivencia Ruiz (Comisión especial)
	2003	Código Aldama	Enrique Aldama y Miñón (Comisión especial)
	2006	Código Conthe	Manuel Conthe Gutiérrez (CNMV*)
* CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores			

Fuente: Elaboración propia

El interés por este tipo de prácticas queda reflejado en el gran número de códigos que se han emitido internacionalmente, sin embargo, no todos coinciden en las recomendaciones que sugieren, aunque sí pueden distinguirse dos elementos comunes a todos como son : cuestiones relativas a la información financiera (divulgación) y

cuestiones relativas a información no financiera (consejos de administración, accionariado, etc.) (Jara, 2009). Las conclusiones del estudio comparativo llevado a cabo en la Unión Europea (European Commission, 2002) indican que las recomendaciones son muy similares y sirven como una fuerza de convergencia. Los códigos muestran un consenso muy destacable en aspectos relativos a la estructura del consejo, los papeles y responsabilidades de sus miembros, así como en los aspectos relativos a la independencia del consejo. Internacionalmente, las principales recomendaciones en los códigos de buen gobierno, se refieren al consejo de administración, su composición, frecuencia de reuniones, número mínimo de consejeros no ejecutivos y consejeros independientes, la separación entre los roles del presidente y del CEO, etc. (Zanotti y Cuomo, 2008).

Ooghe y De Langue (2002) realizaron una clasificación de los países con base en los sistemas de gobierno corporativo, distinguiendo entre el modelo anglosajón y el modelo continental. El primero de ellos se conoce como modelo de los *shareholders* mientras que el segundo se denomina modelo de los *stakeholders*. Estos modelos tienen su origen en las diferencias existentes entre los contextos empresariales. En la tabla 3.2 se muestran las diferencias más significativas entre cada modelo.

Tabla 3.2. Aspectos más relevantes de cada modelo de gobierno corporativo

Aspectos relevantes	Modelo anglosajón	Modelo continental
Tipo de control	Mercado de capitales	Accionistas mayoritarios. Participaciones cruzadas y estructuras piramidales
Estructura propiedad y tipo de accionistas	Dispersa	Concentrada
Utilización del mercado de capitales	Elevada liquidez y transparencia informativa	Menor desarrollo: menores niveles de información y transparencia
Incentivos y remuneración directiva	Remuneración fija y gran importancia de la variable, ligada al mercado.	Básicamente remuneración fija y menor importancia de la parte variable, basada en rentabilidades contables o en indicadores externos.

Niveles de protección del inversor	Mayor protección: mayor valoración del mercado y Mayor probabilidad de mayor uso de las expropiación del inversor empresas del mercado minoritario. para financiarse.
------------------------------------	---

Fuente: Adaptado de Cuervo et al. (2002)

4. Mecanismos de gobierno corporativo

Como consecuencia de las diferencias generalizadas entre los intereses e incentivos de los directivos, accionistas, proveedores y otros proveedores de financiación, es necesario desarrollar mecanismos de control complementarios a los contratos existentes. Estos mecanismos de control pueden agruparse en dos grandes categorías (Monterrey y García-Ayuso, 2003): mecanismos que alineen (hagan coincidir en lo posible) los intereses de directivos y suministradores de recursos, y mecanismos encaminados a limitar la discrecionalidad directiva.

1. *Mecanismos que alineen los intereses de principales y agentes.* Resulta obvio que si los intereses de principales y agentes son similares el problema planteado desaparece en gran parte. Para conseguirlo existen, básicamente, dos alternativas:
 - Unir una determinada parte de la remuneración del directivo a la consecución de objetivos empresariales deseables para los propietarios de los recursos (un determinado nivel de resultados, una cifra de ventas, una rentabilidad bursátil determinada, etc.).
La ventaja que presenta esta solución es la identificación de objetivos entre ambas partes. Sin embargo, como desventaja se encuentra la posibilidad de que la gestión se oriente a la consecución de los objetivos fijados a corto plazo desdeñando una gestión estratégica de la empresa o que se oriente a su consecución a cualquier costa.
 - Favorecer el acceso de los gerentes a la propiedad de la compañía. Se puede ofrecer a los directivos opciones sobre acciones o una participación accionarial como parte de su remuneración, convirtiéndolos en propietarios. Las ventajas e inconvenientes de esta opción son similares a los de la anterior alternativa, pero con la diferencia fundamental de que el

valor de la participación (siempre que no se pueda liquidar a corto plazo) no depende exclusivamente de la gestión a corto plazo de la empresa¹⁵.

Podemos observar cómo, en ambos casos, siempre queda espacio para el comportamiento oportunista cuando las medidas no están bien construidas (por ejemplo cuando los incentivos se ligan exclusivamente a objetivos a corto plazo) y/ o si no existe, de manera simultánea, una monitorización adecuada (por ejemplo si es posible manipular la información contable para conseguir los objetivos).

2. *Mecanismos encaminados a limitar la discrecionalidad directiva.* Si existe un mayor control sobre la actuación de los gerentes estos encontrarán mayores dificultades para actuar de manera oportunista. Estos mecanismos de control pueden estar impuestos externamente (por la ley o por la presión de agentes externos) o internamente (de manera voluntaria).

- El mecanismo de control¹⁶ externamente impuesto por excelencia sería la protección que la ley proporciona a los usuarios de la información financiera obligando a las empresas a emitir determinada información, estableciendo la obligación de someter la misma a auditoría y fijando sanciones a su manipulación. El entorno legal es un condicionante importante de la estructura de gobierno y se constituye en un factor explicativo del modelo dominante en cada país (Salas, 1999).
- Por la otra parte ejemplos de controles fijados internamente serían la asunción por parte de la empresa de códigos de comportamiento que auto-impongan a la empresa medidas encaminadas al control, como pueden ser la existencia, dentro de los consejos de administración de consejeros independientes que representen a los accionistas minoritarios o a otros grupos no implicados directamente en la gestión.

La constitución de comités de auditoría interna independientes de los gerentes y con la autoridad necesaria aparece hoy como el mecanismo fundamental dentro de este tipo de controles. Sobre estas alternativas volveremos posteriormente.

¹⁵ Los ejecutivos de Enron tenían planes de opciones sobre acciones con valor ligado a su evolución a corto plazo y sin restricción alguna con respecto a su venta posterior.

¹⁶ Otros mecanismos de control externo en Salas (2002) cap. 1.1.

Llegados a este punto observamos como la información en general y, más específicamente, la información contable y financiera, juega un papel esencial en la gestión del problema de control planteado. Es decir, que no solo es una consecuencia o producto dependiente del grado de control existente sino que también es una herramienta de control del mismo.

El uso de estos mecanismos no es independiente del contexto en que se desenvuelve la empresa, sino que depende del sistema institucional y legal establecido en cada país y de la composición y estructura del accionariado (Ooghe y De Langhe, 2002).

En la literatura se distingue entre mecanismos internos y externos de gobierno corporativo (Guillén, 2000; Brown et al., 2011). Los mecanismos internos son aquellos implantados por la propia organización y que, por tanto, se encuentran bajo el control de los accionistas y de los consejeros. Sin embargo, también existen factores exógenos a la compañía y que, por tanto, no son controlados por ésta, como son la naturaleza del negocio de la empresa, las oportunidades de inversión, los recursos y tecnologías, el sistema legal, la normativa contable, el mercado de capitales y su normativa, etc. Por tanto, en función de estos factores exógenos y de la estructura de la empresa, consejo de administración y accionistas, se adoptan determinados mecanismos de gobierno corporativo.

En el siguiente apartado analizamos los diferentes mecanismos de gobierno corporativo distinguiendo entre mecanismos internos y mecanismos externos.

4.1. Mecanismos internos de gobierno corporativo:

Los mecanismos internos son aquellos establecidos por la empresa. Éstos son consecuencias de recomendaciones legales, establecidas por los organismos competentes de cada país a través de los códigos de buen gobierno corporativo. Dentro de éstos tradicionalmente se han considerado: tamaño y composición del consejo de administración, dualidad de cargos, actividad del consejo, remuneración de los consejeros y comisiones delegadas. En los próximos epígrafes analizaremos cada uno de estos mecanismos.

4.1.1. Consejo de Administración

Los orígenes de “board of directors”

En la práctica societaria anglosajona, una vez que se fue tomando conciencia de la necesidad de representar a los propietarios para supervisar la marcha de la compañía, se formó un grupo de personas que se reunían periódicamente. Pero por aquel entonces el mobiliario refinado era caro, y muy pocas compañías de las que practicaban el comercio disponían de sillas y mesas para poder reunirse. De ahí que se sentaran en taburetes, alrededor de un largo tablero –“board”- soportado por dos caballetes. A este grupo se le conocía como el tablero –“the board”- debido a la improvisada mesa en la que trabajaban. Y el líder del grupo, que tenía que sentarse en un taburete y podía hacerlo en una silla debido a su posición de prestigio, era llamado “chair-man”, esto es, el “hombre de la silla” (De Urquijo y Crespo, 2004).

El consejo de administración de las empresas de nuestros días tiene un antecesor inmediato en la junta de propietarios de las primeras sociedades inglesas. Esta forma de gestión fue desarrollándose a partir de las primitivas asociaciones regidas por las leyes civiles, pasando por la propiedad indivisa de un negocio por cierto número de personas, de las que algunas, o todas ellas con frecuencia, tenían una responsabilidad limitada. Al ir aumentando el número de propietarios y, con ellos, el manejo de los fondos comunes por algunos de aquellos, tanto los principios legales como los propios inversores requirieron la formación de un consejo que representara a los propietarios. Este sistema fue adoptado por la práctica al disponerlo así las leyes inglesas y los estatutos de las empresas norteamericanas.

Tradicionalmente se ha considerado que la principal función del consejo consistía en defender los intereses de los propietarios de la compañía, es decir, los accionistas. Las razones que subyacen a esta consideración son de índole fundamentalmente histórica. Así, a principios de siglo, con la aparición de la sociedad anónima y la separación entre propiedad y gestión, el centro neurálgico de la empresa se desplaza claramente de los socios a los administradores. Ello enlaza con la idea de que el consejo es el “agente” del accionista, representante y garante de sus intereses, frente a la gestión ejercida por su cuerpo ejecutivo.

Este modelo de los *stakeholders* se sustenta en tres premisas fundamentales:

- El accionista es el “rey” y hay que satisfacer sus demandas.
- El objetivo principal es la maximización del valor de la empresa.
- Se debe prestar una especial atención al mercado de control societario.

Más adelante se comenzó a plantear la necesidad de satisfacer los intereses de distintos colectivos e instituciones con una visión de la empresa más globalizada que incluía a todos los “interesados” de una forma u otra en la marcha de la empresa, esto es, los “stakeholders”: el mercado, los sindicatos, accionistas, clientes y acreedores, competidores, proveedores, Hacienda, empleados de la empresa y todos aquellos que tengan un interés en la misma, sea de carácter contractual o no, evolucionando de este modo hasta los consejos que actualmente gobiernan las empresas.

Johnson et al. (1996) identifican tres funciones básicas que deben desempeñar los consejos: control, servicio y estrategia. La mayoría de la literatura se ha centrado en el estudio de la función de control sobre la dirección con el objetivo de velar por los intereses de los propietarios, identificándola como la más importante (Fama, 1980; Zahra y Pearce, 1989). Otra de las funciones del consejo es la relativa al asesoramiento a los directivos en el desempeño de sus tareas, ya sean en temas administrativos, gerenciales o de estrategia (Daily y Dalton, 1992; Lorsch, 1995; Westphal, 1999). Por último, la última función se refiere al desarrollo, implantación y control de la estrategia empresarial.

En 1992 se publicaron los resultados de un estudio realizado por Demb y Friedrich (1992) en un período de cuatro años y para compañías de diferentes países –Canadá, Francia, Alemania, Finlandia, Suiza, Holanda, Reino Unido y Venezuela-. En él se identificaban las tareas y responsabilidades competencia del consejo de administración, acompañadas del porcentaje de respuestas que correspondían a cada una de ellas (tabla 3.3).

Tabla 3.3. Resultados del estudio de las tareas y responsabilidades del consejo de administración

Tareas y Responsabilidades	Porcentaje
Fijar la estrategia corporativa	75
Controlar, orientar al director	45
Sucesión, contratación y separación del director general y de altos directivos	26
Aprobar y revisar los planes financieros, presupuestos y la asignación de recursos	23
Vigilar los intereses de los accionistas. Dividendos	23

Decisiones financieras clave. Fusiones y adquisiciones	21
Orientar y apoyar a los altos directivos	21
Asegurar el cumplimiento de la legislación y de los estatutos	15
Vigilar las evoluciones del entorno	11
Manejar las relaciones con los accionistas	10
Establecer la cultura, la imagen y el nivel ético	9
Aprobar las recomendaciones de la alta dirección	8
Garantizar la rentabilidad a largo plazo	8
Asegurar que se preparen los planes estratégicos	6
Decidir la estructura de responsabilidad	5
Implantar la estrategia	2

Fuente: Demb y Friedrich (1992)

El consejo de administración se considera un elemento crucial de control interno (Fama y Jensen, 1983), puesto que los propietarios delegan en los consejeros el funcionamiento de la empresa y les otorgan la autoridad suficiente para que tomen decisiones en su nombre, así como para evaluar y valorar el desempeño de los directivos. No obstante, dicha función de control puede obstaculizarse en caso de que los consejeros formen parte de la dirección de la empresa. Pese a ello, es muy común encontrarse directivos que forman parte del consejo de administración, ya que sirven de apoyo a la toma de decisiones como consecuencia del desempeño de funciones operativas que realizan dentro de la empresa (Marra et al., 2011).

Tamaño del consejo de administración

El tamaño del consejo es una de las características desarrolladas en la literatura para determinar la eficiencia o capacidad de éste para desempeñar la tarea de supervisión, medido éste según el número de consejeros. El tamaño del consejo puede ejercer una influencia positiva o negativa. Se considera positiva en tanto que a mayor número de consejeros más fácil es desempeñar las funciones, puesto que se genera una mayor variedad de opiniones (Pearce y Zahra, 1992). Sin embargo, también podría suponer una influencia negativa, ya que incrementos en el tamaño lo hacen menos efectivo debido a los problemas de coordinación e información que pudiesen surgir en el proceso de toma de

decisiones, así como a la hora de disciplinar a la dirección (Jensen, 1993). Pese a estos dos argumentos, la literatura no ha conseguido consensuar un número óptimo de consejeros, si no que éste depende de la estructura de cada organización.

Asimismo, en relación con el rendimiento empresarial, existe diversidad de opiniones. Lipton y Lorsch (1992) y Jensen (1993) consideran que consejos de gran tamaño reducen la efectividad al desarrollar sus funciones, puesto que surgen problemas de coordinación. Dalton et al. (1999) consideran que un mayor número de consejeros aporta mayores conocimientos y experiencia y, por tanto, enriquecen la función de asesoramiento del consejo, aumentando de este modo el rendimiento empresarial. Otros trabajos como el de Fernández et al. (1998) y el de De Andrés y Vallelado (2008) encuentran una relación no lineal en donde el desempeño de la empresa mejora a medida que se incorporan nuevos miembros hasta llegar a un determinado tamaño a partir del cual se comienza a perder eficiencia en consejos demasiado grandes.

Yermack (1996) y Eisenberg et al. (1998) sugieren que consejos pequeños están relacionados con la creación de valor para la firma, medido éste a través de la Q'Tobin.

En la tabla 3.4 se muestra la consideración que el código de cada país analizado realiza sobre el tamaño de los consejos. Así, se observa que en la mayoría de ellos no se detalla, si no que se considera que éste está relacionado con las características empresariales y, por tanto, deben ser las propias empresas las que determinen este número. En el caso concreto de Reino Unido, se hace referencia a que sea un número suficiente de consejeros, lo cual también supone que la empresa establezca el número que considere necesario. Sin embargo, en el caso de España, tanto en el informe Olivencia (1998) como en el informe Conthe (2006) se establece que el número de consejeros no será inferior a cinco ni superior a quince, pues se considera que en ese rango se encuentra el número óptimo de consejeros en relación con cada organización.

Tabla 3.4. Recomendación de los códigos en relación al tamaño del consejo de administración

	Informe	Tamaño consejo
Estados Unidos	Principios gobierno corporativo NYSE 2003	No se detalla
	Principios claves para reforzar el gobierno corporativo 2008	No se detalla
	Principios gobierno corporativo NYSE 2010	No se detalla

Capítulo III: Gobierno corporativo y gestión del resultado

	Código combinado 2003	Número suficiente
Reino Unido	Código combinado 2006	Número suficiente
	Código combinado 2008	Número suficiente
	Código combinado 2010	Número suficiente
	<hr/>	
Japón	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2004	No se detalla
	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2009	No se detalla
<hr/>		
Italia	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2002	No se detalla
	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas (revisado 2006)	No se detalla
	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas (2011)	No se detalla
<hr/>		
Francia	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2003	No se detalla
	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2008	No se detalla
	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2010	No se detalla
<hr/>		
España	Código Olivencia 1998	Entre 5 y 15
	Código Aldama 2003	Número razonable
	Código Conthe 2006	Entre 5 y 15

Fuente: Elaboración propia

Composición del consejo de administración

Dentro del consejo de administración, los trabajos desarrollados a nivel mundial distinguen entre consejeros internos y consejeros externos. Sin embargo, como consecuencia de las especificidades del sistema de propiedad de las empresas españolas, caracterizado por una elevada concentración accionarial, se diferencia entre tres tipos

consejeros: ejecutivos, dominicales e independientes. Los primeros son aquellos que ocupan un cargo directivo en la compañía y, por tanto, están implicados en la gestión de la misma. Por su parte, los consejeros dominicales representan los intereses de grupos accionariales con capacidad de influir en el control de la sociedad. Y, finalmente, son consejeros independientes los que no están vinculados con el equipo de gestión ni con los grupos accionariales de control, sino que, teóricamente, son designados por su alta capacitación profesional, al margen de que sean o no accionistas. Los dos últimos tipos de consejeros mencionados, dominicales e independientes, frente a los consejeros ejecutivos o internos, podrían asimilarse a lo que la literatura anglosajona denomina *external directors* o *non-executive directors* (consejeros externos) (García Osma y Gill de Albornoz, 2005)¹⁷.

Existe una amplia literatura que estudia el impacto de la composición del consejo de administración en determinados aspectos empresariales, diferenciando entre consejeros internos y externos (Cornett et al., 2008). Muchos autores encuentran evidencias empíricas acerca de la relación entre la composición de los consejos y el tamaño de la empresa, las oportunidades de crecimiento, el ratio de endeudamiento y la existencia de informaciones asimétricas (Boone et al. (2007); Coles et al. (2008); Linck et al. (2008); Lehn et al. (2009); Ferreira et al. (2011))

La literatura ha tratado de responder a la pregunta, ¿cómo conseguir un mejor consejo de administración? La mayoría de autores coinciden en sugerir la creación de consejos de administración independientes (Gordon, 2007). A partir de los escándalos de Enron y Worldcom en 2002, los requerimientos respecto a la independencia han incrementado y, por ejemplo, la ley Sarbanes-Oxley de 2002 requiere la independencia de la comisión de auditoría. No obstante, la literatura ha puesto de manifiesto y, así lo recogen los diferentes códigos de buen gobierno, que dentro del consejo de administración debe haber directivos de la empresa o consejeros internos (Marra et al., 2011).

En los primeros trabajos existentes en la literatura se encontraron relaciones entre la independencia de los consejos y un mayor valor de la empresa (Hermalin y Weisbach, 1991; Bhagat y Black, 1999 y 2002). Sin embargo, gran parte de la literatura aporta evidencias de que la independencia de los consejeros está relacionada con mejores decisiones en relación con determinados aspectos de la empresa (Byrd y Hickman, 1992;

¹⁷ En este trabajo se utilizará tanto el término consejeros independientes como consejeros externos para referirnos a los consejeros externos. Así pues, en relación a España, los consejeros independientes o externos son tanto dominicales como independientes.

Shivdasani, 1993; Brickley et al., 1994; Cotter et al., 1997; Dann et al., 2003, Gillette et al., 2003). Concretamente, con el volumen de negocio (Weisbach, 1988), decisiones relativas a la remuneración de los directivos (Core et al., 1999; Chhaochharia y Grinstein, 2008) y prácticas fraudulentas (Beasley, 1996; Dechow et al., 1996; Beasley et al., 2000).

Otros trabajos se han centrado en estudiar la composición del consejo y la divulgación de información. Klein (2002) y Petra (2007) aportaron evidencias de que la independencia del consejo mejora la calidad de la información que éstas hacían pública. Otros autores como Bushee y Noe (2000), Erhardt et al., (2003) y Patelli y Prencipe (2007) también encontraron una relación positiva. Por el contrario, Vafeas (1999) no encontró tal relación.

Una premisa importante para que los consejeros puedan tomar las decisiones oportunas es la cantidad y tipo de información de que disponen para ello. Si los consejeros externos o independientes sólo tienen acceso a información pública resulta difícil pensar que éstos sean capaces de evaluar correctamente la actividad de la dirección, tal y como harán los consejeros internos. Además, el hecho de que los consejeros independientes no cuenten con más información puede ser consecuencia de malas relaciones con los directivos, puesto que presumiblemente la información relativa a cuestiones internas no se ha proporcionado durante las reuniones del consejo (Bebchuk y Weisbach, 2010).

Además, otro cuerpo de la literatura considera que la presencia de una mayoría de consejeros independientes es necesaria en los consejos de administración para que aporten al CEO los consejos y conocimientos necesarios (Hermalin y Weisbach, 1988; Agrawal y Knoeber, 2001; Fich, 2005).

Por su parte, otra característica en cuanto a la composición del consejo de administración es la relacionada con la diversidad. La diversidad alude al grado en el que se encuentran heterogéneamente distribuidos los atributos demográficos de los individuos que componen una unidad, grupo u organización (Pelled et al, 1999; Wagner et al, 1984). Aplicado al consejo de administración, Van der Walt e Ingley (2003) definen la diversidad en la composición del consejo como la combinación variada de atributos, características y habilidades que aportan los miembros individuales que integran el consejo.

Convencionalmente suelen distinguirse dos categorías de diversidad (Pelled, 1996; Milliken y Martins, 1996):

1. La diversidad demográfica, que es la observable, basada en características fácilmente detectables, tales como sexo, raza o nivel educativo.
2. La diversidad no observable o cognitiva, referida a atributos no visibles como el conocimiento, las habilidades, los perfiles o las capacidades individuales.

Gran parte de la investigación sobre diversidad se plantea en términos demográficos, pues la disponibilidad de bases de datos adecuadas facilita el recuento objetivo respecto a un atributo (Rosenzweig, 1998). En todo caso, Milliken y Martins (1996) consideran que las variables demográficas proporcionan representaciones objetivas y válidas de atributos relativos a la diversidad no observable, tales como la aversión al riesgo o la proactividad. Por ello, son frecuentes los trabajos empíricos que asumen que las variables cognitivas se correlacionan sistemáticamente con las variables demográficas observables (Peterson y Philpot, 2007; Smith, 2007; Rose, 2007).

La representación femenina en los consejos de administración de las empresas es todavía pequeña en la mayoría de los países (Chaves et al., 2005; Elio, 2006; Esteban et al., 2010; Laffarga et al., 2010), aunque este porcentaje ha aumentado en Estados Unidos y varios países europeos (Catalyst, 2004). Daily et al. (1999) concluyeron en un estudio de las empresas de la lista Fortune 500, que las mujeres han realizado un avance significativo en términos de ocupar posiciones directivas, pero no en términos de posiciones de liderazgo.

En parte, el incremento de dicha representación se debe a la inclusión en algunos códigos de gobierno corporativo una recomendación relativa a la inserción de mujeres dentro de los consejos de administración (España, Francia, Noruega y Holanda). Esta iniciativa legal se debe, en su mayoría, a que la presencia de mujeres puede afectar significativamente la dirección de las empresas. En primer lugar juntas directivas podrían mejorar su eficacia consiguiendo la diversidad de género entre sus directores. Como dato, a pesar de que el 30% de los directivos de UK son mujeres, solo el 6% ocupan la posición de consejero no ejecutivo. Y, en segundo lugar, las mujeres no pertenecen al denominado “club de viejos amigos”, lo cual acerca más a las mujeres al concepto de consejeros independientes definido en la literatura (Adams y Ferreira, 2009).

En los últimos años han sido muchos los autores que han relacionado la presencia de mujeres en los órganos de gobierno con determinadas características o rendimientos empresariales (Lückerath-Rovers, 2011; Adams y Ferreira, 2009; Campbell y Mínguez-

Vera, 2008; Singh y Vinnicombe, 2004; Carter et al. 2003; Burgess y Tharenou 2002) e incluso con las estructuras culturales de cada país (Carrasco et al, 2011).

En cuanto a la evidencia empírica, la relación entre género y rendimiento es difícil de determinar, puesto que a priori cabe pensar la existencia de una relación positiva, esta relación desaparece una vez que se aplican procedimientos razonables para tener en cuenta variables omitidas y los problemas de causalidad inversa (Adams y Ferreira, 2009). De hecho Adams y Ferreira (2009) obtienen que las empresas logran peores resultados cuando existe diversidad de género en los consejos de administración, lo cual es consistente con la afirmación de que un excesivo control por parte del consejo puede disminuir el valor para los accionistas (Adams y Ferreira, 2007; Almazan y Suarez, 2003). Por su parte, Reguera et al. (2011) para una muestra de empresas españolas evidencian la relación existente entre el rendimiento empresarial y la presencia de mujeres en los consejos de administración en el año 2007, puesto que en los años precedentes la participación femeninas era prácticamente nula.

Sin embargo, existen argumentos en línea contraria a los anteriores. Robinson y Dechant (1997) argumentan que las empresas en las que su cúpula directiva está formada por hombres y mujeres, los cuales aportarán diferentes habilidades, conocimientos y experiencias, promoverán más y mejor la creatividad y la innovación empresarial. Por su parte, el informe TYSON (Tyson, 2003) concluye que la diversidad en los consejos de administración llevará a un mejor funcionamiento de la compañía, debido fundamentalmente a la existencia de diferentes puntos de vista.

Los códigos de buen gobierno de los diferentes países suelen recoger dentro de su articulado determinadas recomendaciones relacionadas con la composición del consejo de administración, tal y como se muestra en la tabla 3.5.

Tabla 3.5. Recomendación de los códigos en relación a la composición del consejo de administración

	Informe	Consejeros internos y externos	Diversidad
Estados Unidos	Principios de gobierno corporativo NYSE 2003	La mayoría serán consejeros independientes	No se detalla nada sobre la diversidad de consejeros
	Principios claves para reforzar el gobierno	La mayoría serán consejeros independientes	Existencia diversidad raza. No diversidad género

Gobierno corporativo y gestión del resultado: el impacto de la crisis económica

corporativo 2008

	Principios corporativo 2010	gobierno NYSE	La mayoría serán consejeros independientes	Existencia diversidad raza. No diversidad género
			Al menos la mitad deben ser independientes. En sociedades pequeñas al menos dos consejeros deben ser independientes. Sin tener en cuenta al presidente del consejo	Existencia diversidad raza. No diversidad género
	Código 2003	combinado	Al menos la mitad deben ser independientes. En sociedades pequeñas al menos dos consejeros deben ser independientes. Sin tener en cuenta al presidente del consejo	Existencia diversidad raza. No diversidad género
	Código 2006	combinado	Al menos la mitad deben ser independientes. En sociedades pequeñas al menos dos consejeros deben ser independientes. Sin tener en cuenta al presidente del consejo	Existencia diversidad raza. No diversidad género
Reino Unido	Código 2008	combinado	Al menos la mitad deben ser independientes. En sociedades pequeñas al menos dos consejeros deben ser independientes. Sin tener en cuenta al presidente del consejo	Existencia diversidad raza. No diversidad género
	Código 2010	combinado	Al menos la mitad deben ser independientes. En sociedades pequeñas al menos dos consejeros deben ser independientes. Sin tener en cuenta al presidente del consejo	Existencia diversidad raza. No diversidad género
Japón	Código corporativo sociedades	gobierno de las cotizadas	No se detalla *	No se detalla nada sobre la diversidad de consejeros

2004

<p>Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2009</p>	<p>En la estructura 1 no se detalla. En la estructura 2, al menos un tercio o la mitad deben ser consejeros independientes. En la estructura 3 habrá un consejero independiente **</p>	<p>No se detalla nada sobre la diversidad de consejeros</p>
---	--	---

* Las empresas pueden optar por dos estructuras: con consejo de administración y consejo auditor o bien consejo de administración y comisiones delegadas (comisión nombramientos, comisión auditoría y comisión remuneración). En términos de independencia es igual tanto para el consejo como para la comisión de auditoría.

**Las empresas pueden optar por tres estructuras de gobierno. En la primera se concibe la estructura tradicional habiendo un consejo de administración con comisiones delegadas (comisión nombramientos, comisión remuneración y comisión auditoría. La segunda se compone de un consejo de administración y un consejo de auditoría independientes en la supervisión de la dirección. Y en la tercera estructura se establece un consejo de administración apoyado por un consejo de auditoría que colaboran en la supervisión de la dirección.

<p>Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2002</p>	<p>Dependerá de las características de la empresa</p>	<p>No se detalla nada sobre la diversidad de consejeros</p>
---	---	---

<p>Italia</p>	<p>Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas (revisado 2006)</p>	<p>Adecuado número de independientes</p>	<p>No se detalla nada sobre la diversidad de consejeros</p>
---------------	--	--	---

<p>Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas (2011)</p>	<p>Adecuado número de independientes</p>	<p>No se detalla nada sobre la diversidad de consejeros</p>
---	--	---

<p>Francia</p>	<p>Código gobierno corporativo de las</p>	<p>Los independientes serán al menos la mitad en las sociedades</p>	<p>No se detalla nada sobre la diversidad de consejeros</p>
----------------	---	---	---

Gobierno corporativo y gestión del resultado: el impacto de la crisis económica

	sociedades cotizadas 2003		de capital disperso y un tercio en el resto	
	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2008		Los independientes serán al menos la mitad en las sociedades de capital disperso y un tercio en el resto	No se detalla nada sobre la diversidad de consejeros
	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2010		Los independientes serán al menos la mitad en las sociedades de capital disperso y un tercio en el resto	No se detalla diversidad raza. Existencia diversidad de género
	Código 1998	Olivencia	La mayoría serán consejeros independientes	No se detalla nada sobre la diversidad de consejeros
España	Código 2003	Aldama	La mayoría serán consejeros independientes	No se detalla nada sobre la diversidad de consejeros
	Código 2006	Conthe	La mayoría serán consejeros independientes	No se detalla diversidad raza. Existencia diversidad de género

Fuente: Elaboración propia

En los códigos analizados en la tabla 3.5 se observa como al menos la mitad de los consejeros deben ser independientes. No obstante, en Estados Unidos y en España se circunscribe a que la mayoría de consejeros sean independientes. Por tanto, los códigos son un importante indicio de la relevancia que la presencia de estos consejeros tiene dentro de la estructura de los consejos.

En cuanto a la diversidad, la mayoría de los códigos no realizan ninguna matización, pues en los códigos elaborados para los distintos países observamos cómo en la mayoría de ellos no se realiza ninguna referencia al respecto. Sin embargo, en los últimos años puede existir una tendencia hacia el reconocimiento de la presencia de mujeres en el consejo, puesto que tanto en el código de Francia de 2010 como en el de España de 2006 se realiza una recomendación sobre la inclusión de mujeres consejeras.

Dualidad

Otro elemento que tradicionalmente se ha considerado dentro del gobierno de la empresa es la dualidad, es decir, que en una misma persona recaiga el cargo de CEO y de presidente del consejo de administración.

Tanto los accionistas como los reguladores han optado por la separación de poder, pues consideran que ayuda a mantener la imparcialidad, reduce los costes de agencia y mejora el rendimiento empresarial (Donnelly y Mulcahy, 2008). El Higgs Report (Higgs, 2003) recomienda que el CEO sea independiente del presidente del consejo con la intención de reducir las posibilidades de abuso de poder. El hecho de que se concentre en el poder en una persona como consecuencia de la dualidad de cargos, erosiona la independencia del consejo y, como consecuencia de la falta de independencia, resulta más complicado que el consejo desempeñe eficientemente sus funciones (Brickley et al., 1994; Worrell et al., 1997). La relación entre el CEO y el consejo resulta muy estrecha, por tanto, es difícil controlar las tareas de éste ante tal circunstancia, lo cual sería casi imposible si ese cargo lo desempeña un miembro del consejo.

De la revisión de la literatura se desprenden fundamentalmente dos argumentos. En primer lugar, existe una corriente que justifica la dualidad de cargos, pues se considera que afecta positivamente al valor de la compañía (Boyd, 1995; Baliga et al., 1996). Además, la separación de cargos entre el presidente del consejo y el CEO puede provocar costes de agencia, los cuales se pueden reducir si existe dualidad, puesto que si por ejemplo el presidente del consejo posee un gran número de acciones, el problema de agencia se minimiza, sin embargo, si éste tiene un número reducido de participaciones de la compañía, el hecho de que exista dualidad de cargos controla los costes de agencia (Sierra, 2007). Según Rechner y Dalton (1989) la separación de ambas funciones genera un conflicto de intereses. Por su parte, Anderson y Anthony (1986) argumentan que la razón para que no exista separación de cargos es para que sólo haya un liderazgo en la compañía.

Y, en segundo lugar, otra línea de la literatura considera más apropiada la separación de cargos, puesto que proporciona un equilibrio al consejo (Stiles y Taylor, 1993; Blanckburn, 1994). Además, un presidente independiente puede proporcionar una valiosa perspectiva externa a la empresa (Sierra, 2007). Dicha perspectiva externa puede contribuir tanto al desarrollo de los objetivos organizacionales como a consolidar el vínculo entre la compañía y el entorno, mejorando los resultados de ésta (Dahya y Travlos, 2000). Además, según ponen de manifiesto Fama y Jensen (1983) la concentración de poder en una sola persona reduce la efectividad del control que ejerce el consejo de

administración sobre la dirección. Otro argumento a favor de la separación de cargos es el desarrollado por Desai et al (2003), quienes argumentan que la dualidad afecta negativamente al valor de la empresa.

Atendiendo a la teoría de la agencia, ésta considera que la separación de cargos entre el presidente del consejo y el CEO puede reducir los costes de agencia. El presidente del consejo es responsable de controlar al director general en la toma de decisiones, así como de la supervisión del proceso de contratación del consejero delegado, despido, evaluación y compensación. Por tanto, la combinación de los dos roles de liderazgo en una misma persona obligaría al presidente del consejo a asumir un papel objetivo, así como a realizar una supervisión eficaz, lo cual puede conllevar políticas de atrincheramiento y, en consecuencia, la intensificación de los conflictos de agencia (Grove et al. 2011).

Por tanto, en la literatura existe un amplio debate en el que se encuentran diferentes argumentos tanto a favor como en contra de la concentración de poder en una única persona. Como consecuencia de esta falta de consenso, los códigos de gobierno de los diferentes países han optado en la mayoría de los casos por dejarlo a criterio de la propia empresa, tal y como se muestra en la tabla 3.6. En el caso concreto de Estados Unidos e Italia, pese a considerarse una decisión de la empresa, los códigos ponen de manifiesto la preferencia en la separación de funciones. Por su parte, en Reino Unido se aboga por la separación de cargos, no permitiendo así a la empresa tomar ninguna decisión al respecto.

Tabla 3.6. Recomendación de los códigos en relación a la separación de cargos

	Informe	Dualidad
	Principios gobierno corporativo NYSE 2003	No se detalla
Estados Unidos	Principios claves para reforzar el gobierno corporativo 2008	Preferencia por separación de cargos
	Código combinado 2003	Separación de cargos
	Código combinado 2006	Separación de cargos
Reino Unido	Código combinado 2008	Separación de cargos
	Código combinado 2010	Separación de cargos
Japón	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2004	No se detalla

	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2009	No se detalla
	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2002	Preferencia por separación de cargos
Italia	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas (revisado 2006)	Preferencia por separación de cargos
	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas (2011)	Preferencia por separación de cargos
	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2003	Libertad para la empresa
Francia	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2008	Libertad para la empresa
	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2010	Libertad para la empresa
	Código Olivencia 1998	Libertad para la empresa
España	Código Aldama 2003	Libertad para la empresa
	Código Conthe 2006	Libertad para la empresa

Fuente: Elaboración propia

Actividad del consejo de administración

Cuando analizamos la actividad del consejo de administración nos referimos al número de reuniones que mantienen a lo largo del año. Esta característica generalmente se asocia a la pro-actividad del consejo de administración para enfrentar los problemas y, así, dar una mayor importancia al proceso por el cual las decisiones se llevan a cabo (Forbes y Milliken, 1999).

La relación entre el número de reuniones y la creación de valor para la empresa a priori no está del todo clara. En primer lugar, hemos de tener en cuenta que las reuniones llevan asociadas una serie de costes como son el tiempo de los directivos, gastos de desplazamiento y viaje y los honorarios que perciben los distintos miembros por asistir a

los reuniones. Sin embargo, también hemos de tener presente que éstas generan una serie de beneficios para la empresa, puesto que permiten a los consejeros gozar de un tiempo necesario para tratar determinadas cuestiones relativas a la marcha de la empresa, marcar estrategias y controlar a la dirección. Por tanto, si el consejo se reúne menos veces de las que a priori pueden considerarse necesarias porque ya están resueltas las cuestiones pertinentes en las reuniones mantenidas, enfatizándose los costes, se puede entender que se ha generado valor. Si por el contrario, se enfatizan los beneficios anteriormente señalados, se puede considerar que no se genera valor con relación al hecho de que se produzca la reunión (Vafeas, 1999),

Algunos autores consideran que un mayor número de reuniones suponen una mayor supervisión del equipo directivo y, por tanto, mayor efectividad por parte del consejo a la hora de realizar la función de supervisión (Conger et al., 1998; Grove et al., 2011). Sin embargo, la evidencia empírica parece destacar la intuición de que una mayor frecuencia de reuniones es la reacción natural a un desempeño pobre –carácter reactivo- y no por el interés de monitorear y prevenir malos resultados –carácter preventivo- (Vafeas, 1999).

No obstante, también se puede considerar que un mayor número de reuniones no son útiles, puesto que limita el tiempo de los consejeros independientes para debatir sobre determinadas ideas o aspectos con el resto de consejeros independientes o con la dirección. Esta idea se fundamenta en que es el CEO quien establece las reuniones del consejo con base en su agenda (Jensen, 1993). Por otra parte, las tareas rutinarias suponen reuniones informales, las cuales impiden a los consejeros independientes ejercer un control efectivo sobre la dirección de la empresa.

Como consecuencia de la falta de consenso existente en la literatura, la mayoría de los códigos de buen gobierno de los países analizados (tabla 3.7) no optan por establecer un número necesario de reuniones, si no que abogan por considerar aquellas que sean necesarias para el buen funcionamiento de la empresa o, en otros casos, no se realiza ninguna apreciación al respecto. Sólo en el informe Aldama, elaborado en España en el año 2003, se realiza la matización de que las reuniones tendrán lugar con la periodicidad necesaria, la cual será aproximadamente mensual.

Tabla 3.7. Recomendación de los códigos en relación al número de reuniones

	Informe	Reuniones
Estados	Principios gobierno corporativo NYSE 2003	No se detalla

Capítulo III: Gobierno corporativo y gestión del resultado

Unidos	Principios claves para reforzar el gobierno corporativo 2008	No se detalla
	Código combinado 2003	Las necesarias para realizar sus funciones eficazmente
	Código combinado 2006	Las necesarias para realizar sus funciones eficazmente
Reino Unido	Código combinado 2008	Las necesarias para realizar sus funciones eficazmente
	Código combinado 2010	Las necesarias para realizar sus funciones eficazmente
Japón	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2004	No se detalla
	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2009	No se detalla
	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2002	No se detalla
Italia	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas (revisado 2006)	Regularmente
	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas (2011)	Regularmente
	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2003	No se detalla
Francia	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2008	No se detalla
	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2010	No se detalla
España	Código Olivencia 1998	Las necesarias para realizar sus funciones

	eficazmente
Código Aldama 2003	Periodicidad necesaria, aunque normalmente será mensual
Código Conthe 2006	No se detalla

Fuente: Elaboración propia

Remuneración consejeros

En general, son muchas las funciones que tradicionalmente se atribuyen al consejo de administración: control de las tareas desempeñadas por la alta dirección con el objetivo de velar por los intereses de los propietarios; establecer las directrices estratégicas a seguir por la compañía, dada la experiencia, conocimientos y capacidades de los consejeros; posibilita la obtención de determinados recursos tanto tangibles como intangibles necesarios para la empresa. Sin embargo, la actual crisis económica ha elevado los esfuerzos de los consejos de administración a nuevos niveles, de hecho parte de la responsabilidad de la crisis bancaria se atribuye a una mala gestión por parte de los responsables de las diferentes entidades bancarias. Así pues, el desfavorable contexto económico supondrá el replanteamiento de determinadas cuestiones empresariales, entre ellas, la revisión de la remuneración percibida por los consejeros.

Aunque la mayor parte de la literatura trata de analizar empíricamente la evolución de la remuneración de los consejeros con respecto a los EE.UU. y, en menor medida el Reino Unido, un número creciente de estudios se han centrado en la remuneración de los consejeros en países de Europa continental¹⁸.

En su mayoría han estudiado la relación entre la remuneración percibida por los consejeros y algunas variables de gobierno corporativo, tales como el tamaño del consejo (Ghosh y Sirmans 2005; Holthausen y Larcker 1993), la presencia de consejeros independientes (Anderson y Reeb 2004), la propiedad de los consejeros ejecutivos (Cheng y Firth 2005; Cyert et al. 2002; Lambert et al. 1993), la concentración de la propiedad (Barontini y Bozzi, 2011; Cheung et al. 2003), la presencia de propietarios institucionales (Hartzell y Starks 2003) y la separación entre cash-flow y derechos de voto (Masulis et al. 2009).

¹⁸ Véase por ejemplo, Sraer y Thesmar (2006) y Llense (2008) para Francia; Fernandes (2008) para Portugal; Crespi y Gispert (1999), Gomez-Mejia et al. (2003) y Carrasco Hernandez y Sanchez-Marin (2007) para España; Duffhues y Kabir (2008) para Holanda; Haid y Yurtoglu (2006) para Alemania; Randøy y Nielsen (2002) para Noruega y Suecia.

La remuneración de los directivos se basa es un compendio de diferentes compensaciones, cuales son, una parte se corresponde con el pago en acciones y bonos de la empresa y mientras que otra se percibe en forma de cuantía monetaria y suele supeditarse a los resultados empresariales. Por lo general, los bonos se emplean para medir el rendimiento financiero de los directivos, así por ejemplo la retribución puede ser medida como ganancias por acción. Esta combinación de retribución es útil para las empresas, puesto que consigue incentivar a los directivos en la consecución de determinados objetivos, los cuales suelen ser los mismos que los de los propietarios y, por tanto, se consiguen reducir los costes de agencia (Grove, 2011). Sin embargo, Peng y Röell (2008) concluyen que la remuneración basada en opciones de la empresa supone que los directivos se marquen como objetivo el precio de las acciones a corto plazo.

Los códigos de buen gobierno de los determinados países establecen una remuneración combinada, tanto en acciones o bonos como en dinero con base en resultados empresariales. Un ejemplo de ello se muestra en la tabla 3.8. En dicha tabla se observa que los códigos emitidos en Reino Unido desde 2003 hasta 2010 recoge una retribución mixta, basada principalmente en los resultados empresariales y pudiéndose percibir parte en acciones de la empresa. Asimismo, los códigos de Italia de 2006 y 2011 también recogen las premisas anteriores. Además de los códigos de Francia de 2008 y 2010 y los de España de 2003 y 2006.

Por lo general, la literatura se ha centrado en el estudio de la remuneración de los consejeros ejecutivos en relación con determinados aspectos empresariales (Klein, 2002; Farber, 2005; Larcker et al., 2007; Laux y Laux, 2009), evadiendo, en la mayoría de los casos, la retribución percibida por los consejeros independientes.

En el código de gobierno corporativo de muchos países se hace referencia a la remuneración principalmente de los consejeros internos de la empresa, obviando la de los consejeros independientes o recogiendo sólo la recomendación de que dicha retribución debe ser la adecuada en relación a las tareas y al tiempo de dedicación en la empresa. Por su parte, la remuneración de los ejecutivos en la mayoría de los casos contempla dos partes, una fija y otra variable, percibiendo parte de ésta en acciones de la empresa o cualquier otro tipo de participación en la misma. Sin embargo, en el caso de los consejeros independientes sólo percibirán una parte variable y sólo en casos extraordinarios podan percibir parte de ésta en acciones. Atendiendo a la tabla 3.8, sólo con una muestra de seis países podemos apreciar dichas diferencias entre ambos grupos de consejeros.

Tabla 3.8 Recomendación de los códigos en relación a la remuneración de los consejeros

Gobierno corporativo y gestión del resultado: el impacto de la crisis económica

	Informe	Remuneración consejeros
Estados Unidos	Principios gobierno corporativo NYSE 2003	No se detalla
	Principios claves para reforzar el gobierno corporativo 2008	Se tendrán en cuenta las opiniones de los accionistas para determinar la retribución de los ejecutivo
Reino Unido	Código combinado 2003	Retribución ejecutivos basada en los resultados empresariales, además pueden percibir parte en acciones. Retribución externos basada en el tipo de funciones que desempeñan y en el tiempo en la empresa, sólo lo percibirán parte en acciones en casos excepcionales
	Código combinado 2006	Retribución ejecutivos basada en los resultados empresariales, además pueden percibir parte en acciones. Retribución externos basada en el tipo de funciones que desempeñan y en el tiempo en la empresa, sólo lo percibirán parte en acciones en casos excepcionales
	Código combinado 2008	Retribución ejecutivos basada en los resultados empresariales, además pueden percibir parte en acciones. Retribución externos basada en el tipo de funciones que desempeñan y en el tiempo en la empresa, sólo lo percibirán parte en acciones en casos excepcionales
	Código combinado 2010	Retribución ejecutivos basada en los resultados empresariales, además pueden percibir parte en acciones. Retribución externos basada en el tipo de funciones que desempeñan y en el tiempo en la empresa, sólo lo percibirán parte en acciones en casos excepcionales
Japón	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2004	No se detalla
	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2009	No se detalla
Italia	Código gobierno corporativo de	No se detalla

Capítulo III: Gobierno corporativo y gestión del resultado

	las sociedades cotizadas 2002	
	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas (revisado 2006)	Una parte significativa se debe vincular a los resultados de la empresa. Los consejeros independientes no podrán percibir parte en acciones
	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas (2011)	Una parte significativa se debe vincular a los resultados de la empresa. Los consejeros independientes no podrán percibir parte en acciones
	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2003	Componentes fijo y variable pero no se detalla cómo se determinan
Francia	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2008	Los consejeros internos percibirán una parte fija en función de sus años de trabajo en la empresa, la cual será revisada cada tres años, y una parte variable vinculada a los resultados de la empresa.
	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2010	Los consejeros internos percibirán una parte fija en función de sus años de trabajo en la empresa, la cual será revisada cada tres años, y una parte variable vinculada a los resultados de la empresa.
	Código Olivencia 1998	Una parte se debe vincular a los resultado de la empresa
España	Código Aldama 2003	Vinculada a los resultados de la empresa. Solo los consejeros ejecutivos pueden percibir parte en acciones
	Código Conthe 2006	Retribución ejecutivos circunscrita a la entrega de acciones. Consejeros externos necesaria para retribuir la dedicación, cualificación y responsabilidad

Fuente: Elaboración propia

Pese a que los códigos de buen gobierno no han prestado especial atención o, en la mayoría de los casos, a la remuneración de los consejeros independientes, la literatura sólo lo ha abordado brevemente. La explicación la encontramos en la dificultad de estudiar esta cuestión por los siguientes motivos. En primer lugar, frente a la convicción de que los consejeros independientes desempeñan sus funciones correctamente, su contribución no está tan clara. En segundo lugar, los códigos de gobierno no dejan claras las funciones que deben desempeñar los consejeros externos. Y en tercer lugar, la contribución realizada por estos consejeros suele ser inobservable (Hahn y Lasfer, 2011).

Así pues, como consecuencia de que la remuneración de los consejeros independientes no tiene que estar ligada a los resultados de la empresa, las compañías optan por variar dicha remuneración aleatoriamente según les convenga. Además, es evidente el cambio sufrido por el entorno económico con el paso del tiempo, sin embargo, y pese a ello, no implica una revisión en las recomendaciones de los diferentes códigos en relación con la retribución de los consejeros independientes. Según Hahn y Lasfer (2011), un buen ejemplo de ello es el código de Reino Unido, el cual tras cuatro versiones continúa sin considerar la recomendación relativa a esta categoría de consejeros.

4.1.2. Comisiones delegadas

De acuerdo con la teoría de la agencia, los consejos de administración son un elemento fundamental de gobierno corporativo, puesto que las características de sus miembros determinarán la capacidad de éste para desarrollar las tareas de control y supervisión de la dirección, así como para proporcionar información y aconsejar a los directivos, vigilar el cumplimiento de las diferentes leyes y reglamentos y abrir la empresa al entorno (Carter et al., 2010). Sin embargo, John y Senbet (1998), establecieron que la estructura formal de los consejos es la característica más importante para asegurar su efectividad debido a que éstos delegan autoridad en comisiones específicas que son responsables de determinadas áreas en las que sus miembros tienen experiencia y conocimientos.

Los códigos de buen gobierno de los diferentes países, entre sus recomendaciones pueden recoger la existencia de comisiones. Éstas son órganos delegados dependientes del consejo de administración y que cuentan con cierto nivel de independencia. El objetivo fundamental de estas comisiones es la especialización de sus miembros para realizar labores específicas (Klein, 1996) y mejorar así la eficiencia del consejo.

Las principales comisiones estudiadas en la literatura son la comisión de financiación e inversión –relacionada con decisiones de endeudamiento e inversión-, la comisión ejecutiva –relacionada con aspectos claves de las reuniones-, la comisión de nombramientos y contrataciones –relacionada con el nombramiento de los potenciales miembros del consejo y directivos y su posterior contratación-, la comisión de remuneración –relacionada con la definición de las políticas de remuneración de la dirección de la empresa-, la comisión de planificación estratégica –relacionada con la formulación de objetivos corporativos y estrategias para llevarlos a cabo-, la comisión de

responsabilidad social corporativa –relacionada con las políticas sociales de la empresa- y, la comisión de auditoría que es obligatoria en muchos países– relacionado con las actividades necesarias para asegurar la integridad de las decisiones directivas, de la solvencia financiera y la información de la empresa así como también cumplir un rol conciliador entre el consejo y los auditores externos- (Jara, 2009).

La evidencia empírica ha puesto de manifiesto que la función supervisora del consejo de administración mejora con la existencia de comisiones delegadas, tanto desde el punto de vista del desempeño empresarial (Klein, 1998), como desde el punto de vista de la mejor supervisión de la discrecionalidad directiva en materia contable por medio de la comisión de auditoría (Klein, 2003).

La literatura también establece que el hecho de que existan comisiones especializadas influye en las estrategias corporativas (Vance, 1983) y en la reducción de los problemas de agencia (Davidson et al., 1998).

Por su parte, Carson (2002) y Bradbury (1990) consideran que la efectividad de las diferentes comisiones está condicionada por la independencia de éstas.

Los aspectos relativos al número, funciones y composición son tratados en los diferentes códigos de buen gobierno. En la tabla 3.9 aparecen recogidos los aspectos relativos al número y composición de éstas que se realizan en los diferentes códigos de los países analizados. En dicha tabla se observa como características comunes la existencia de la comisión de auditoría, remuneración y nombramientos. No obstante, en determinados países pueden existir otras comisiones como es la comisión de control en el caso de Italia y las comisiones de estrategia e inversiones y la de supervisión y control en el caso de España.

En relación con la independencia, todos los códigos recogen que las comisiones de auditoría y de remuneración deben ser independientes en su mayoría. Sin embargo, en cuanto a la proporción existen diferencias, puesto que, por ejemplo, en Estados Unidos todos los miembros deben ser independientes, mientras que en Reino Unido al menos tres miembros deben ser independientes o dos si se trata de empresas de reducido tamaño.

Tabla 3.9. Recomendación de los códigos en relación a las comisiones

Informe	Comisiones	Composición
---------	------------	-------------

Gobierno corporativo y gestión del resultado: el impacto de la crisis económica

Estados Unidos	Principios de gobierno corporativo NYSE 2003	Comisión de nombramientos o de gobierno corporativo, comisión de auditoría y remuneración	Todos los miembros de la comisión de nombramientos y de remuneración serán independientes. La comisión de auditoría estará compuesta por un mínimo de tres miembros y debe garantizarse su independencia
	Principios claves para reforzar el gobierno corporativo 2008	Comisión de nombramientos o de gobierno corporativo, comisión de auditoría y remuneración	Miembros independientes
	Código 2003	combinado Comisión de nombramientos, comisión auditoría, comisión remuneración	La mayoría de miembros de la comisión de nombramientos deben ser independientes. Tanto en la comisión de auditoría como de remuneración al menos tres independientes o dos en el caso de pequeñas empresas
Reino Unido	Código 2006	combinado Comisión de nombramientos, comisión auditoría, comisión remuneración	La mayoría de miembros de la comisión de nombramientos deben ser independientes. Tanto en la comisión de auditoría como de remuneración al menos tres independientes o dos en el caso de pequeñas empresas
	Código 2008	combinado Comisión de nombramientos, comisión auditoría, comisión remuneración	La mayoría de miembros de la comisión de nombramientos deben ser independientes. Tanto en la comisión de auditoría como de remuneración al menos tres independientes o dos en el caso de pequeñas empresas

Capítulo III: Gobierno corporativo y gestión del resultado

			La mayoría de miembros de la comisión de nombramientos deben ser independientes. Tanto en la comisión de auditoría como de remuneración al menos tres independientes o dos en el caso de pequeñas empresas
	Código combinado 2010	Comisión nombramientos, comisión auditoría, comisión remuneración	
	Código corporativo de las sociedades 2004	gobierno de las cotizadas Comisión nombramientos, comisión auditoría o consejo de auditoría y comisión remuneración	En las tres comisiones está formada como mínimo por tres consejeros, de los cuales al menos la mitad serán independientes
Japón	Código corporativo de las sociedades 2009	gobierno de las cotizadas Comisión nombramientos, comisión auditoría o consejo de auditoría y comisión remuneración	El consejo de auditoría está apoyada por consejeros independientes. En el caso de las comisiones no se detalla.
	Código corporativo de las sociedades 2002	gobierno de las cotizadas Comisión de control, comisión nombramientos, comisión auditoría y comisión remuneración	En las cuatro comisiones la mayoría deben ser independientes
Italia	Código corporativo de las sociedades (revisado 2006)	gobierno de las cotizadas Comisión remuneración, comisión control interno (incluye una comisión auditoría)* y comisión remuneración.	En las tres comisiones la mayoría de sus miembros serán independientes
	Código corporativo de las sociedades (2011)	gobierno de las cotizadas Comisión control y riesgo (incluye una comisión de auditoría)*, comisión nombramientos y comisión remuneración.	Comisión de control y riesgo todos los miembros serán independientes. Comisión nombramientos y comisión remuneración mayoría independientes

* No existe una comisión de auditoría como tal, sino un consejo de auditoría que ejerce las mismas funciones

Gobierno corporativo y gestión del resultado: el impacto de la crisis económica

	Código corporativo sociedades 2003	gobierno de las cotizadas	Comisión auditoría, comisión remuneración y comisión nombramientos.	Comisión auditoría al menos dos tercios deben ser independientes, además no debe incluir ningún ejecutivo. Comisión remuneración la mayoría serán independientes y no se incluirán ejecutivos.
Francia	Código corporativo sociedades 2008	gobierno de las cotizadas	Comisión auditoría, comisión nombramientos y comisión remuneración	Comisión auditoría al menos dos tercios deben ser independientes, además no debe incluir ningún ejecutivo. Comisión remuneración la mayoría serán independientes y no se incluirán ejecutivos.
	Código corporativo sociedades 2010	gobierno de las cotizadas	Comisión auditoría, comisión nombramientos, comisión remuneración	Comisión auditoría al menos dos tercios deben ser independientes, además no debe incluir ningún ejecutivo. Comisión remuneración la mayoría serán independientes y no se incluirán ejecutivos.
	Código Olivencia 1998		Comisión auditoría, comisión nombramientos, comisión remuneración y comisión cumplimiento	Miembros independientes
España	Código Aldama 2003		Comisión ejecutiva o delegada, comisión nombramientos y retribuciones y, en su caso, comisión de estrategia e	Comisión ejecutiva similar a la del propio consejo. Comisión auditoría y comisión nombramientos y retribuciones miembros

Capítulo III: Gobierno corporativo y gestión del resultado

	inversiones	independientes. Comisión estrategia e inversiones consejeros internos e internos.
Código Conthe 2006	Comisión delegada, comisión auditoría, comisión nombramientos y auditoría y retribuciones y, en su caso, comisión supervisión y retribuciones control,	Comisión ejecutiva similar a la del propio consejo. Comisión y auditoría y comisión nombramientos y retribuciones mayoría miembros independientes.

Fuente: Elaboración propia

A continuación nos centraremos en el estudio de la comisión de auditoría y de la comisión de remuneración, puesto que la primera de ellas es una de las más importantes para la fiabilidad de la información contable. Mientras que la segunda juega un papel primordial en la elaboración de los estados contables, puesto que la remuneración puede suponer un incentivo para la discrecionalidad directiva.

A menudo, el consejo de administración delega determinadas funciones de control a la comisión de auditoría, la cual es responsable de las cifras recogidas en los informes financieros, de la relación con los auditores externos e internos y del proceso contable interno que se lleva a cabo para la elaboración de los informes financieros (PricewaterhouseCoopers, 1999). Pese a que la existencia de una comisión de auditoría mejora la fiabilidad de los informes elaborados, ello no exime a la empresa de ningún principio legal relativo a la información financiera. La comisión de auditoría puede jugar un papel muy importante dentro de los mecanismos de gobierno corporativo, puesto que está en constante contacto con el consejo de administración, los auditores internos y los auditores externos.

En cuanto a su composición, la literatura establece que la independencia de los consejeros otorga mayor eficiencia a dicho comité (Song y Windram, 2004; Beasley y Salteiro, 2001; Vafeas, 2001; Klein, 1998). Algunos de estos autores concluyen que un comité de auditoría compuesto exclusivamente por consejeros independientes proporcionaría calidad a la información financiera.

Así, Song y Windram (2004) pusieron de manifiesto en una muestra de 54 empresas inglesas que la independencia del comité de auditoría otorga mayor calidad a los estados contables. Asimismo, Abbott et al. (2004) evidenciaron que en una muestra de 44 empresas fraudulentas y 44 empresas no fraudulentas de EE.UU. la independencia del comité de auditoría estaba negativamente relacionada con el informe financiero.

Los códigos de buen gobierno recogen dentro de sus recomendaciones considera la existencia de esta comisión¹⁹. También existe un amplio debate sobre el papel que la comisión de auditoría podría o debería desempeñar para alcanzar un buen gobierno corporativo.

Por su parte, los comités actuales de remuneración suelen ocuparse de cuánto debe pagarse a los altos directivos y de las fórmulas utilizadas para establecer los incentivos a corto y largo plazo, como por ejemplo las opciones de compra de acciones. Sin embargo, existen muchas formas de desempeñar esas tareas de manera más eficaz. Cuando se contrata a asesores en política de remuneración su cliente debería ser el comité de remuneración del consejo de administración y no el director de recursos humanos de la empresa. En ese caso sería menos probable que los asesores hicieran recomendaciones que favorecieran a los altos directivos. La calidad del comité de remuneración supone establecer unas políticas de remuneración más eficientes capaces de alinear los intereses de directivos y accionistas y, en consecuencia, maximizar el valor de la empresa (Sun y Cahan, 2012).

La mayoría de los comités de remuneración se centran sobre todo en las comparaciones con empresas similares para asegurarse que la retribución de los altos ejecutivos es al menos del mismo nivel que las de sus competidores. Sin embargo, recurrir a este tipo de mecanismos suele suponer estar a la par con los salarios e incentivos a corto y largo plazo que paga la competencia y obviando la remuneración como un medio de privilegiar la meta del rendimiento a largo plazo de una empresa con respecto a su competitividad. La remuneración del director ejecutivo debe estar de acuerdo con los resultados a largo plazo de la compañía incluso si esta no está en línea con las remuneraciones otorgadas por otras empresas.

Harrison (1987) considera que la comisión de remuneración supone un importante mecanismo para proteger los intereses de los accionistas, puesto que provee de independencia a algunas funciones del consejo. Asimismo, este autor también establece que esta comisión supone prestar atención, por parte de los directivos, a un determinado

¹⁹ En la tabla 3.9 se muestran algunos ejemplos en relación a esta comisión.

área de responsabilidad, lo cual aporta legitimidad y rendición de cuentas de las medidas adoptadas.

No obstante, en cuanto a la relación entre la comisión de remuneración y el rendimiento empresarial, la literatura no ha aportado resultados concluyentes, de tal forma que algunos autores no encuentran ninguna relación (Ellstrand et al., 1999), otros encuentran una relación negativa (Klein, 1998) y otros determinan que existe una relación positiva (Young y Buchholtz, 2002).

4.2. Mecanismos externos de gobierno corporativo

A lo largo de este capítulo, hasta el momento, hemos detallado cada uno de los mecanismos internos que implantan o pueden implantar las empresas con el fin de solventar los posibles conflictos de intereses que pudieran surgir. No obstante, en determinadas ocasiones estos mecanismos no son suficientes o simplemente no se llevan a la práctica. De este modo, para paliar las deficiencias de los mecanismos internos, se ponen en marcha los denominados mecanismos externos de gobierno corporativo.

Los mecanismos de gobierno corporativo externos son todos aquellos ejercidos por los diversos grupos de interés que no tienen control directo sobre la organización. Estos mecanismos actúan principalmente de forma preventiva y correctiva. La existencia de estos controles evita riesgos y contribuye a que los objetivos organizativos se alcancen. Entre éstos la literatura ha definido básicamente: el mercado de capitales, auditoría externa y accionistas de control. A continuación analizamos cada uno de ellos.

4.2.1. Mercado de capitales

La consecución de los objetivos establecidos, el pago de dividendos y el cumplimiento de los compromisos de pago envían señales al mercado. Por tanto, el mercado de control corporativo ejerce una función supervisora externa a la empresa y que protege a los inversores.

El mercado de control corporativo tiene lugar cuando un accionista mayoritario de la empresa vende gran parte de sus acciones y como consecuencia, los nuevos accionistas tienen capacidad de decisión en la empresa para cambiar de dirección (Sierra, 2007). En este trabajo nos centraremos en el análisis de las OPA's hostiles por su relevancia en el

mercado de capitales²⁰. Así pues, en el siguiente apartado se profundiza en esta tipología de tomas de control.

Tomas de control: Oferta pública de adquisición de acciones (OPA)

Las tomas de control difieren según el contexto en el que se estudien. En países anglosajones como son Reino Unido y Estados Unidos, por su particular sistema institucional, el mercado de control juega un papel fundamental a la hora de alinear los intereses de accionistas y directivos. Por el contrario, en Europa continental y en Japón los sistemas de gobierno se basan en la creación de relaciones a largo plazo, las cuales pueden ser motivadas por la presencia de accionistas de control, de bancos o de otros *stakeholders*. Así en los países europeos continentales y en Japón existe un sistema de control interno basado en el control que ejercen los grandes accionistas. Asimismo, en éstos últimos existe una elevada concentración de la propiedad y de poder de voto, a través de estructuras piramidales. Sin embargo, en los países anglosajones las estructuras de propiedad son más dispersas.

De lo anterior se desprende que en Europa continental y Japón el problema de agencia surge entre accionistas de control y accionistas minoritarios, mientras que en el contexto anglosajón dicho problema se plantea entre accionistas y directivos. Todo ello conlleva a que los mecanismos establecidos para solventar los conflictos de intereses que puedan surgir sean distintos. Así pues, tanto el entorno legal o institucional como la estructura de la propiedad ha provocado que el número de operaciones de adquisición de empresas, hostiles, haya sido mucho mayor en el contexto anglosajón²¹ (Cuervo et al., 2002).

La diferencia en cuanto al número de OPA's anunciadas, así como a la efectividad de este mecanismo en el contexto de Europa continental y Japón, se debe fundamentalmente a tres razones, tal y como señala Cuervo (2002). En primer lugar, se debe a razones socio-culturales y al grado de desarrollo político y económico de los mercados, puesto que las adquisiciones se perciben en los mercados como un ataque a la libertad de competencia. En segundo lugar, es necesario tener en cuenta el comportamiento de los accionistas activos, es decir, las relaciones entre empresas y bancos, ya no solo como acreedores, si no como accionistas, las participaciones cruzadas y

²⁰ Podemos encontrar una discusión sobre el mercado de tomas de control corporativo y su evidencia en los trabajos de Shleifer y Vishny (1997) y Holmstrom y Kaplan (2001).

²¹ Entre 1988 y 1998 en el mercado norteamericano se anunciaron más de 430 OPA's hostiles y en torno a 220 en Reino Unido. Por el contrario, en Francia se produjeron 20, en Suecia 12, en Alemania 5 y en Japón 1 (Cuervo et al., 2002).

las estructuras piramidales de propiedad. Y en tercer lugar, las empresas han desarrollado una serie de medidas para protegerse de posibles adquisiciones hostiles tales como cláusulas para la limitación del poder de voto, mayorías cualificadas capaces de adoptar decisiones o la exigencia de un determinado número mínimo de años en la empresa para poder formar parte del consejo de administración, entre otros, lo cual dificulta las posibles adquisiciones hostiles que se podrían realizar.

Así pues, las OPA's suponen un mecanismo de control en tanto que se concibe como una alternativa para controlar la gestión de los directivos, actuando en caso de que los mecanismos internos no desempeñen su función. Por tanto, aquellas empresas cuya gestión sea ineficiente y los directivos presenten comportamientos oportunistas, serán objetivos para adquisiciones hostiles, lo que conllevará el despido de los directivos y, en consecuencia, el aumento de la eficiencia en su gestión (Cuervo et al., 2002). Así, Palepu (1986) aporta evidencia de que las OPA's se realizan principalmente con aquellas empresas que están mal gestionadas. En esta línea, Servaes (1991) añade que las adquisiciones a este tipo de empresas originan mayores ganancias para la empresa.

Ante tal contexto, los directivos buscarán alinear sus intereses con los de los accionistas con el objetivo de impedir una posible adquisición y su posterior despido. No obstante, aunque una OPA no resulte exitosa, el simple hecho de que se haya anunciado supone reacciones en el mercado, lo cual puede originar la sustitución de directivos, puesto que dicho anuncio supondría una fuente de información adicional para el consejo de administración (Denis y Serrano, 1996).

4.2.2. Auditoría externa

Los auditores constituyen otro mecanismo externo de control de la fiabilidad de la información contable, mecanismo que, además, viene impuesto por la ley. Según Kim y Yi (2009) la calidad de la función de auditoría proporciona una mayor credibilidad a los estados contables. De esta forma, la firma auditora se convierte en un pilar fundamental para promover la calidad de los estados contables (Sierra, 2007). De hecho, en la actualidad tenemos un ejemplo de la importancia de la labor de la auditoría externa cual es el de Bankia, puesto que fue la firma auditora Deloitte la que se negó a firmar las cuentas anuales de la entidad bancaria ante las irregularidades que presentaban sus estados contables.

Sin embargo, la función de auditoría externa ha sido cuestionada, puesto que en los escándalos financieros ocurridos a comienzos del siglo XX, como fueron el caso Enron o WorldCom, algunas de las firmas auditoras más importantes adoptaron un papel crucial, ya que en ninguno de los casos la auditora detectó las irregularidades (o peor, las detectó y no las incorporó a sus informes). Se han apuntado diferentes causas para este comportamiento, Healy y Palepu (2002)²² apuntan las siguientes:

- La normalización excesiva de los procedimientos de auditoría junto a la aplicación mecánica de los estándares contables (“la forma sobre el fondo”), condujo a que los auditores perdieran la perspectiva de la razonabilidad económica de la información contable y no la valoraran al emitir sus informes.
- La necesidad de mantener a los clientes aumentó en exceso la “flexibilidad” de los auditores a la hora de proponer ajustes o emitir sus opiniones.
- La prestación de servicios de consultoría por las compañías auditoras creó conflictos de intereses entre ambas funciones.

Aunque algunas de estas razones puedan ser específicas del mercado estadounidense sería inocente pensar que no se encuentran entre ellas problemas extrapolables a otros países (no olvidemos que las cuatro grandes compañías estadounidenses también lo son en el resto de países).

Así pues, la teoría económica relativa a la independencia del auditor sugiere que los auditores sopesarán los beneficios de comprometer su independencia (por ejemplo, reteniendo a los clientes) en contra de la posible pérdida de reputación y los costos de los litigios que pudieran derivarse de tal relación (Watts y Zimmerman, 1981; DeAngelo, 1981a, 1981b).

Watts y Zimmerman (1981) definen la independencia del auditor como la probabilidad de que el auditor informe honestamente en caso de que encuentre alguna violación de la norma contable.

La independencia del auditor no es observable, lo que ha supuesto que legisladores y académicos creen variables subrogadas para definir la independencia del auditor (Dopuch et al., 2003; Kinney, 1999). Entre estas medidas de independencia se encuentran:

²² En este artículo se puede encontrar un análisis excelente del caso Enron.

- La reputación de la firma auditora. Las empresas auditoras tienen incentivos para mantener su reputación y hacer frente a los costes que pueden surgir de determinados fallos de auditoría (Antle et al., 1997). Becker et al. (1998) argumentan que a mayor calidad de los auditores, medida por las seis grandes firmas auditoras²³, mayor capacidad de detectar manipulaciones contables para proteger su reputación. Asimismo, Gore et al. (2001) concluyen que es menos probable que los auditores de las grandes firmas comprometan su independencia.
- Los honorarios de auditoría y no auditoría. La independencia del auditor podría verse afectada en caso de percibir altos honorarios, así como por percibir honorarios por servicios distintos a los de auditoría (Sierra, 2007). Así, Simunic (1984) presenta evidencias de que los honorarios de no auditoría son más elevados que los derivados de la propia función de auditoría, lo cual puede afectar a la independencia del auditor. Además, en el caso de pequeñas firmas auditoras, ante tales incentivos, resultan más débiles para oponerse a la discrecionalidad de los resultados por parte de sus clientes.
- La rotación o cambio de auditor (Rodríguez Domínguez et al, 2011). Diversos estudios previos han puesto de manifiesto que el cambio voluntario de auditor está fomentado por consejos de Administración de limitado tamaño y actividad (López Iturriaga y Zarza, 2010) con el fin de, en primer lugar, disminuir el montante de los honorarios abonados por dicho servicio (Gregory y Collier, 1996), en segundo lugar, obtener una opinión limpia sobre los estados financieros (Ruiz Barbadillo y Gómez, 2003), en tercer lugar, generar un clima de confianza en caso de que la compañía presente una situación financiera delicada (Wilson et al., 1995) y, en cuarto lugar, realizar una ampliación de capital o salida a bolsa (Menon y Williams, 1991; De Fond, 1992).

Por tanto, con la intención de salvaguardar la calidad de la información contable se busca la independencia del auditor externo, de tal forma que las grandes firmas auditoras buscan su independencia con el objetivo de mantener su reputación. No obstante, en ocasiones se ha cuestionado dicha independencia, puesto que existe una estrecha relación entre el auditor y el cliente y, además, existen importantes incentivos para ambos.

²³ En el trabajo de Becker et al. (1998) los autores se refieren a las seis grandes firmas auditoras que existían en ese período. No obstante, actualmente sólo son cuatro las firmas que componen este grupo.

Otra variable que tradicionalmente se ha estudiado en la literatura para explicar la competencia del auditor es la relación que existe entre la firma auditora y el cliente, medida ésta a través del número de años. En la literatura existen argumentos contrapuestos en cuanto a la duración de tal relación, lo cual ha originado que la investigación se centre en estudiar la relación entre la calidad de la auditoría y la duración del contrato entre la firma auditora y el cliente.

Los primeros estudios establecieron que la independencia del auditor disminuía a medida que incrementaba el número de años que prestaba sus servicios en una determinada empresa (Becker et al., 1998; Lys y Watts, 1994). Ryan, et al. (2001) y Farmer et al. (1987) establecen que cuanto mayor sea la duración de la relación entre la firma auditora y el cliente, implica la dependencia de la empresa con el auditor. Por su parte, Jonhson et al. (2002) argumentan que la falta de conocimientos por parte de la firma auditora sobre cuestiones relativas al cliente en los primeros años de contrato reduce la probabilidad de detectar errores materiales. Asimismo, Ruíz Barbadillo et al. (2006) concluyen que el hecho de que se realicen auditoría de una menor calidad es mayor en los primeros años de relación entre la firma y el cliente, puesto que en los primeros años los auditores tienen menor información sobre sus clientes. Geiger y Raghunandan (2002) considera que existen más probabilidades de que los auditores emitan informes sin salvedades durante los primeros años de la relación.

En la tabla 3.10 se recogen las recomendaciones relativas a la firma auditora que se establecen en los códigos estudiados. En relación con la independencia de la firma auditora, en la mayoría de países se opta por asegurar la independencia de ésta, incluso se fijan mecanismos para garantizar dicha independencia, como ocurre en Estados Unidos, donde cada empresa establecerá sistemas de rotación de la firma auditora, y en España, pues las empresas no contratarán los servicios de aquellas firmas cuyos ingresos para la auditora supongan más del 10% del total de la remuneración anual del cómputo de empresas donde preste sus servicios.

En dicha tabla también se recoge la información que las empresas deben comunicar sobre la relación con la firma auditora. En determinados países como Estados Unidos e Italia, no se realiza ninguna anotación al respecto. Por su parte, en Reino Unido las empresas deben informar sobre los servicios de no auditoría que la firma auditora pudiera proporcionarles. Mientras que en Francia y en España se debe informar del porcentaje que supone para la empresa auditora, sobre el total de sus ingresos, los honorarios percibidos por parte de la empresa.

Tabla 3.10. Recomendación de los códigos en relación con la firma auditora

	Informe	Independencia	Información
Estados Unidos	Principios gobierno corporativo NYSE 2003	Asegurar la independencia del auditor. Para ello cada empresa establecerá las rotaciones	No se detalla
	Principios claves para reforzar el gobierno corporativo 2008	No se detalla	No se detalla
Reino Unido	Código combinado 2003	No se detalla	Informar en caso de que preste servicios de no auditoría, así como de la objetividad y la independencia
	Código combinado 2006	No se detalla	Informar en caso de que preste servicios de no auditoría, así como de la objetividad y la independencia
	Código combinado 2008	No se detalla	Informar en caso de que preste servicios de no auditoría, así como de la objetividad y la independencia
	Código combinado 2010	No se detalla	Informar en caso de que preste servicios de no auditoría, así como de la objetividad y la independencia
Japón	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2004	No se detalla	No se detalla
	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2009	Asegurar la independencia del auditor	No se detalla
Italia	Código gobierno corporativo de las sociedades cotizadas 2002	No se detalla	No se detalla

Gobierno corporativo y gestión del resultado: el impacto de la crisis económica

	Código corporativo de sociedades (revisado 2006)	gobierno de las Asegurar la independencia del auditor	No se detalla
	Código corporativo de sociedades (2011)	gobierno de las Asegurar la independencia del auditor	No se detalla
	Código corporativo de sociedades cotizadas 2003	gobierno de las Asegurar la independencia del auditor	El porcentaje que suponen los honorarios sobre el total de ingresos del auditor
Francia	Código corporativo de sociedades cotizadas 2008	gobierno de las Asegurar la independencia del auditor	El porcentaje que suponen los honorarios sobre el total de ingresos del auditor.
	Código corporativo de sociedades cotizadas 2010	gobierno de las Asegurar la independencia del auditor	El porcentaje que suponen los honorarios sobre el total de ingresos del auditor.
	Código Olivencia 1998	Se aconseja garantizar la independencia del auditor. Se recomienda no contratar auditores en los que los ingresos recibidos de la compañía sean superiores a un porcentaje significativo (por ejemplo el 10%) del total de ingresos del auditor	El porcentaje que suponen los honorarios sobre el total de ingresos del auditor
España	Código Aldama 2003	Establecer sistemas para controlar las relaciones con los auditores	No se detalla
	Código Conthe 2006	Asegurar la independencia del auditor	No se detalla

Fuente: Elaboración propia

4.2.3. Accionistas mayoritarios

Aunque inicialmente los conflictos de agencia se producen entre los propietarios de los recursos financieros (principales) y los gestores (agentes), debemos precisar cómo,

en la actualidad, parece más razonable incluir entre estos últimos a aquellos grupos de accionistas que ostentan poder de control sobre los consejos de administración.

Estos pueden ser accionistas mayoritarios u otros accionistas o conjunto de ellos que formen lo que se denominan “núcleos duros” accionariales (Trías, 2001). En ausencia de accionistas mayoritarios estos últimos, con participaciones significativas normalmente superiores al 5%, pueden incidir de manera decisiva en la elección del equipo gestor. Los accionistas de control pueden elegir (y destituir) de manera directa a los miembros ejecutivos (o a cualquier miembro) de estos consejos.

La literatura establece que existe una conexión entre la eficiencia del control interno y el grado de participación en el capital de la empresa. Esta idea surge bajo la creencia de que accionistas mayoritarios tienen mayores incentivos para supervisar a los directivos de la organización (Demsetz y Lehn, 1985; Shleifer y Vishny, 1997), lo cual consigue reducir los costes de agencia. Los accionistas minoritarios, por el contrario, no ejercen dicha supervisión puesto que, en primer lugar, obtienen un menor beneficio marginal por supervisar el comportamiento directivo ya que para poder controlar necesitan información sobre la situación actual y futura de la empresa, pero la obtención de dicha información tiene un coste demasiado elevado como para ser compensado con la pequeña y única retribución que obtienen de la empresa a través de los dividendos, situación que evidentemente no se corresponde con la de los grandes accionistas puesto que ellos poseen un elevado montante de acciones. Y, en segundo lugar, el accionista individual minoritario suele considerar que el peso de su voto es despreciable, por lo que es de esperar una actitud pasiva en la defensa de sus derechos ante la empresa, mientras siga obteniendo su dividendo. Por todo ello, cuanto más dispersa sea la estructura accionarial de la empresa, previsiblemente, mayor será la discrecionalidad de la que goce la dirección. Además, Gompers et al. (2010) concluyen que la presencia de accionistas mayoritarios reduce los costes de agencia.

Así pues, los accionistas mayoritarios juegan un papel muy importante como mecanismo interno de control de la empresa, dado que su elevada participación los fuerza a supervisar e incluso a influir en la estrategia de la empresa en la que invierten (Salas, 1992).

Sin embargo, pese a que la presencia de grandes accionistas puede reducir los problemas o costes de agencia, presenta algunas limitaciones (Hart, 1995). En primer lugar, este grupo de accionistas ha optado por invertir en la empresa en lugar de diversificar sus inversiones, por tanto, es probable que utilicen su poder de voto en

beneficio propio, Así, por ejemplo, podrían utilizar su poder para establecer contratos comerciales beneficiosos entre la empresa y otra de su propiedad. En segundo lugar, pueden optar por vender su participación a la empresa por una atractiva recompensa a cambio de liberar a los directivos de su control. Y, en tercer y último lugar, en caso de que estos accionistas consiguieran la dirección de la empresa podrían utilizar el cargo que desempeñan con fines oportunistas.

De la revisión de la literatura llevada a cabo hasta el momento se deduce la importancia que suponen los mecanismos de gobierno corporativo como elemento de control de las actividades llevadas a cabo por los directivos. Por tanto, al definir éstos como instrumentos de control, contribuyen a la reducción de la gestión del resultado. Así pues, una vez definidos los diferentes mecanismos de gobierno, en el siguiente apartado se revisan las evidencias empíricas en cuanto a la capacidad de éstos para reducir los comportamientos oportunistas de los directivos.

5. Revisión de la literatura: Discrecionalidad contable y gobierno corporativo

Dechow et al. (2010) distinguen, en la literatura, entre dos tipos de trabajos de investigación sobre calidad del resultado. Los que denominan *determinants papers* son los trabajos que analizan las características corporativas de la empresa o el sistema contable que influyen en la calidad del resultado, donde la variable calidad del resultado es la variable dependiente. Por otro lado, se encuentran los *consequences papers*, en los que la variable calidad del resultado es una variable independiente que trata de medir el impacto que tiene en otros aspectos de interés, como por ejemplo el coste de capital.

Para que la información contable resulte útil al usuario debe cumplir ciertos parámetros de calidad que las normas contables tratan de garantizar, si bien para que surtan el efecto deseado deben ser aplicadas con neutralidad, ya que sólo así los estados financieros reflejarán la verdadera situación económico-financiera de la empresa (Callao et al. 2008).

Por su parte, el mercado de valores, ante el incentivo para la manipulación contable que pueden implicar algunas operaciones bursátiles²⁴, debe proteger al inversor y establecer medidas que busquen garantizar la calidad de la información.

²⁴ Como se pone de manifiesto en los trabajos de De Angelo (1986), Aharony et al. (1993), Teoh et al. (1998), Erickson y Shiing-wu (1999) o Beaver et al. (2003), entre otros.

De acuerdo con Monterrey et al. (2003), las actuaciones discrecionales por parte de la dirección perjudican la calidad de la información contable, por lo que limitar las mismas a través de los oportunos mecanismos de control redundará en beneficio de ésta última.

Un importante número de investigaciones han relacionado las características del Consejo (tamaño, composición, etc.), con la calidad de la información (Healy et al. (1987), Holthausen et al. (1995), Dechow et al. (1996), De Andrés et al. (2001), Peasnell et al. (2001), Klein (2002), Azofra et al. (2003), Leuz et al. (2003), Basilico et al. (2004), Ahmed et al. (2006), Hutchinson et al. (2005) y García Osma y Gill (2005), Murhadi (2009), Marra et al. (2011)). Las conclusiones obtenidas no son del todo coincidentes para diferentes entornos.

Dichos trabajos han profundizado básicamente centrándose en dos aspectos básicos: la composición del Consejo de Administración y la existencia o no y composición de la comisión de auditoría.

La evidencia empírica ha puesto de manifiesto que cuanto mayor sea la independencia dentro del consejo de administración, menores son los niveles de manipulación (Beasley, 1996; Dechow et al., 1996; Klein, 2002). A priori, la presencia de consejeros independientes debería reducir el nivel de manipulación, dado que carecen de una vinculación directa con la gestión empresarial pero pueden ejercer un cierto control sobre el modo de elaborar la información contable.

La existencia de la comisión de auditoría es también considerada, desde una perspectiva teórica, como un factor significativo en el intento de reducir la manipulación de la información contable, dada la supervisión y control que ejerce sobre la implementación de las políticas contables empresariales y el proceso de auditoría externa.

Estas fundamentaciones teóricas han sido contrastadas empíricamente, siendo los trabajos de Beasley (1996) y Dechow et al. (1996) los pioneros. El primero detecta la mayor proporción de independientes en las firmas sin manipulación, así como el mayor tamaño del Consejo en las que más elevado grado de manipulación presentan. Dechow et al. (1996) observan que la no existencia de comisiones de auditoría y la coincidencia en una misma persona de los cargos de presidente y director ejecutivo son dos características muy habituales en las empresas investigadas por la SEC por incumplimiento de los principios contables y manipulación.

Peasnell et al. (2001) obtienen evidencia de la menor manipulación ante la existencia de consejeros independientes, aunque no del papel jugado por la comisión de auditoría. Klein (2002) además de reafirmar la primera cuestión sí que determina el papel positivo que la comisión de auditoría ejerce sobre la calidad de la información contable. De Andrés et al. (2001) evidencian la relación positiva observada entre el tamaño del Consejo y el nivel de dirección de resultados. Xie et al. (2003) muestran que la mayor actividad ejercida por el consejo de Administración y la comisión de auditoría, reducen las prácticas manipuladoras.

En el ámbito de empresas españolas, García Osma y Gill (2005) concluyen que la presencia de consejeros dominicales en el consejo constituye un freno a las prácticas de gestión del resultado pero no así la presencia de independientes que, por el contrario, encuentran positivamente relacionada con el nivel de *accruals*. Este hecho, diferente a lo observado en el ámbito anglosajón, se justifica por la falta de cultura empresarial y regulación que genera un mercado de expertos independientes abierto y competitivo que ejercen las tareas que tienen atribuidas. En relación a la composición de la comisión de auditoría, la presencia de consejeros dominicales no afecta significativamente al nivel de manipulación, mientras que la de independientes como sucedía en la composición del consejo, está directamente relacionada con esta última.

En el ámbito de empresas no cotizadas, García-Ayuso et al. (2003) concluyen que la calidad de la información contable está ligada a la existencia de estructuras de control corporativo.

También en el contexto español, Azofra et al. (2003) evidencian la importancia de la estructura de la propiedad como mecanismo de control de la discrecionalidad contable, siendo ésta menor ante una mayor concentración de la propiedad²⁵. Estos resultados son consistentes con la idea que exponen García Osma y Gill (2005), en el sentido de que el gobierno corporativo es más necesario en las sociedades cotizadas, dada la mayor dispersión de la propiedad que en ellas existe y la disminución que ello puede generar en el interés por desarrollar medidas de control de la actuación de la gerencia. Por lo tanto, la estructura de la propiedad se manifiesta también como un aspecto relevante con relación a la calidad de la información.

²⁵ En otros entornos estos resultados no son coincidentes, como muestra el trabajo de Leuz et al. (2003), donde se evidencia que cuanto más concentrada está la propiedad mayor nivel de manipulación se observa.

Como puede deducirse de la discusión previa, un aspecto clave del problema de agencia al que nos venimos refiriendo a lo largo de este capítulo se encuentra en la estructura de propiedad de la empresa. Los propietarios (accionistas) son quienes corren con el riesgo inherente a las decisiones de la gerencia. Al objeto de minimizar dicho riesgo, los accionistas tienden a diversificar sus carteras de inversión, distribuyendo su riqueza entre un número elevado de títulos. Esta estrategia disminuye el riesgo asumido pero, al mismo tiempo, reduce la probabilidad de que los accionistas estén interesados en implementar medidas de supervisión y control de la actuación de la gerencia, dejando a la misma una mayor libertad de acción (Berle y Means, 1932; Fama, 1980; Shleifer y Vishny, 1986). Resulta por tanto evidente que la regulación de las prácticas de gobierno es más imperiosa para las sociedades cotizadas en mercados de valores, cuyo capital se encuentra más disperso, particularmente en aquellas que tienen un mayor porcentaje de acciones de libre circulación (*free float*).

La literatura contable ha demostrado que la calidad del resultado no es un concepto medible a través de una única variable y que existen diversos atributos de la cifra de resultados que caracterizan a la información que resulta útil en la toma de decisiones del usuario, es decir, una información de calidad. Además, Dechow et al. (2010) demuestran que no existe una característica del resultado que pueda considerarse la mejor medida de calidad y el uso de uno u otro atributo del resultado para medir la calidad de éste, puede condicionar los resultados de la investigación.

En este capítulo se pretende determinar la incidencia que tienen los mecanismos de gobierno corporativo en la gestión del resultado, es decir, si éstos son capaces de mitigar los posibles comportamientos oportunistas de los directivos y, por tanto, cumplen con la función de control que a priori se les reconoce. No obstante, este tema ha sido muy recurrente a lo largo de la literatura, sin embargo, nosotros damos un paso más en esta línea de investigación, pues nos interesa conocer el funcionamiento de los mecanismos de gobierno corporativo en relación con la gestión del resultado durante la crisis económica, es decir, si además de cumplir con las funciones que se le atribuyen ante un contexto económico favorable, también lo hacen ante un contexto económico marcado por la incertidumbre de los mercados y las pérdidas empresariales. Así pues, para profundizar los aspectos anteriores, a continuación se realiza una revisión de la literatura relativa a la relación entre los mecanismos de gobierno corporativo y la discrecionalidad contable.

5.1. Discrecionalidad contable y mecanismos de gobierno corporativo

5.1.1. El consejo de administración y la gestión del beneficio

Tradicionalmente la literatura ha prestado especial atención a las características del consejo de administración como mecanismo central en la toma de decisiones. Nuestro análisis se centrará en las principales características de los consejos, como son la composición, el tamaño, la actividad, la dualidad y la remuneración de los consejeros. Asimismo se estudiarán dos de las comisiones dependientes del consejo como son la comisión de auditoría y la comisión de remuneración. Por último, se tendrán en cuenta las tomas de control que hayan podido tener lugar en las empresas durante el período de análisis, la relación con el auditor externo, así como la existencia de accionistas de control.

Tamaño del consejo de administración

El tamaño del consejo se ha utilizado como medida de la eficiencia del consejo o la capacidad de éste para desempeñar la tarea de supervisión o control y evitar así comportamientos oportunistas. El esfuerzo de los investigadores se ha orientado en determinar un número óptimo de consejeros, sin embargo, el tamaño del consejo puede ejercer una influencia positiva o negativa. Se considera positiva en tanto que a mayor número de consejeros más fácil es desempeñar las funciones, puesto que hay una mayor variedad de opiniones (Pearce y Zahra, 1992). Sin embargo, también podría suponer una influencia negativa, ya que incrementos en el tamaño lo hacen menos efectivo debido a los problemas de coordinación e información que pudiesen surgir en el proceso de toma de decisiones, así como a la hora de disciplinar a la dirección (Jensen, 1993). Pese a estos dos argumentos, la literatura no ha conseguido consensuar un número óptimo de consejeros, si no que éste depende de la estructura de cada organización.

Por su parte, a la hora de estudiar la relación entre el tamaño del consejo y la gestión del resultado, las conclusiones son contrapuestas. Así, Beasley (1996) encontró una relación directa entre el tamaño del consejo y la posibilidad de fraude contable, mientras que Xie et al. (2003) concluyen que existe una relación negativa entre el tamaño y la manipulación del resultado. En relación con los argumentos anteriores, en nuestro trabajo planteamos la siguiente hipótesis:

H1: Existe una relación negativa entre la gestión del resultado y el tamaño del consejo de administración hasta un nivel óptimo en el que tal relación se volverá positiva.

Composición del consejo de administración

La supervisión del equipo directivo recae básicamente sobre los consejeros externos, puesto que a éstos se les atribuye mayor independencia de la compañía y, por tanto, mayor capacidad para evaluar y controlar a la dirección (Fama, 1980; Klein, 2002).

La independencia del consejo de administración está relacionada con la calidad de la información contable, de tal forma que Loebbecke et al. (1989) y Bell et al. (1991), demuestran que débiles medidas de control interno generan mayores oportunidades discrecionales a los directivos. Es el propio consejo de administración el encargado de establecer los mecanismos de control interno, así como otros sistemas de control, por tanto, se establece que cuanto más independiente sea éste los sistemas establecidos tenderán más a reducir la manipulación (Beasley, 1996; Dechow et al., 1996; Klein, 2002). Además, Klein (2002) encontró una relación negativa entre la independencia del consejo de administración y el nivel de manipulación. Asimismo, Cornett et al. (2008) obtuvieron los mismos resultados, es decir, que la discrecionalidad contable se reducía con la presencia de consejeros independientes. Así pues, en nuestro trabajo planteamos la siguiente hipótesis:

H2a: Existe una relación negativa entre la gestión del resultado y la independencia del consejo de administración.

Atendiendo a la diversidad demográfica podemos diferenciar la diversidad de raza, es decir, la presencia de consejeros extranjeros. Esta característica no ha sido muy estudiada en la literatura, de hecho, no existen trabajos que relacionan la presencia de éstos en los consejos con la gestión del resultado. No obstante, y pese a la falta de literatura sobre este tipo de diversidad, creemos que la presencia de consejeros extranjeros ayuda a paliar la discrecionalidad contable, puesto que normalmente éstos ostentan esos cargos en representación de empresas extranjeras, las cuales, al dedicarse a la actividad empresarial velarán por el buen funcionamiento de la empresa. Por tanto, con base en los argumentos anteriores en nuestro trabajo planteamos la siguiente hipótesis:

H2b: Existe una relación negativa entre la gestión del resultado y la presencia de consejeros extranjeros.

Los consejos de administración están compuestos por diferentes miembros, los cuales componen un grupo diverso de trabajo. Otra de las características que genera diversidad dentro de dicho grupo atiende a razones de género.

Existen diferencias de comportamiento entre hombres y mujeres, las cuales se han puesto de manifiesto en la literatura (Maddux y Brewer, 2005; Huse, 2008; Adams y Ferreira, 2009). Por tanto, la aversión al riesgo y el comportamiento ético de las mujeres puede tener importantes implicaciones para la gestión del resultado. Peni y Vähämaa (2010) concluyen que efectivamente la presencia de mujeres consejeras reduce la discrecionalidad contable, puesto que éstas optan por políticas contables conservadoras. En relación con los argumentos anteriores, en nuestro trabajo planteamos la siguiente hipótesis:

H2c: Existe una relación negativa entre la gestión del resultado y la presencia de mujeres en el consejo de administración.

Dualidad

La separación de poder hace más efectiva la función de control (Johari et al., 2008). Sin embargo, la existencia de dualidad en una empresa también puede originar e incrementar la discrecionalidad directiva, puesto que la concentración de información en una misma persona puede reducir el flujo de ésta al resto de miembros del consejo, lo cual puede reducir la efectividad de la función de control y, por tanto, incrementar la discrecionalidad contable (Cornett et al., 2008).

Por su parte, Bowen et al. (2002) establecen que la inexistencia de dualidad constituye un importante elemento para prevenir la gestión del resultado. En esta línea, Mohd et al., (2005), Abdul Rahman y Mohamed (2006), Chtourou et al., (2001) obtienen las mismas conclusiones. Sin embargo, el hecho de que en una misma persona recaiga el cargo de CEO y de presidente del consejo de administración tiene como ventaja el conocimiento que desarrolla esa persona sobre la compañía y su entorno (Mahdi et al., 2012). Así pues, en nuestro trabajo planteamos la siguiente hipótesis:

H3: Existe una relación positiva entre la gestión del resultado y la dualidad de cargos en una misma persona.

Actividad del consejo de administración

Jensen (1993) argumenta que los consejos de administración son relativamente inactivos, viéndose forzados a mantener un mayor control y reunirse con una mayor frecuencia ante la presencia de problemas. Dicha frecuencia puede ser el resultado de un consejo más activo y eficaz en sus tareas de supervisión teniendo así una mayor probabilidad de conseguir resultados acordes a los intereses de los accionistas. La

evidencia empírica sugiere que un mayor número de reuniones puede ser la reacción natural a pobres desempeños de beneficios, y no por el interés de monitorear y de tomar medidas estratégicas de largo plazo (Vafeas, 1999). Asimismo, una frecuencia de reuniones puede ser también un indicativo de una mayor actividad para llevar a cabo prácticas de extracción de beneficios privados (Jara, 2009). Por tanto, con base en los argumentos anteriores en nuestro trabajo planteamos la siguiente hipótesis:

H4: Existe una relación positiva entre la gestión del resultado y la frecuencia de reuniones.

Remuneración consejeros

La mayoría de estudios que relacionan la remuneración con la gestión del resultado lo hacen desde el punto de vista de la remuneración que percibe el CEO. Laux y Laux (2009) establecen que la remuneración basada en acciones tiene una relación positiva con los ajustes por devengo. En esta línea, Burns y Kedia (2006) y Peng y Röell (2008) aportan evidencias en la misma línea. Sin embargo, estas conclusiones no están consolidadas, puesto que Erickson et al. (2006) no encuentra ninguna relación. Cornett et al. (2008), estudian la relación entre la remuneración de los consejeros y las *earnings management*. Estos autores concluyen que la remuneración del CEO supone un incentivo para la gestión del resultado. No obstante, ésta minora con la existencia de inversores institucionales y la presencia de consejeros externos.

En este trabajo se pretende establecer la relación entre la gestión del resultado y la remuneración de los consejeros independientes, puestos que éstos, en principio, no tienen interés en la empresa más que velar por los intereses de los propietarios y la literatura ha puesto de manifiesto que su presencia en los consejos disminuye las prácticas oportunistas. Por tanto, a priori, cabe pensar que su remuneración puede suponer un incentivo para realizar un control más exhaustivo sobre la dirección. En relación con los argumentos anteriores, en nuestro trabajo planteamos la siguiente hipótesis:

H6: Existe una relación negativa entre la gestión del resultado y la remuneración de los consejeros externos.

5.1.2. Comisiones delegadas y gestión del resultado

La literatura previa no ha llegado a ningún consenso sobre las funciones y la eficacia de la comisión de auditoría con relación a la gestión del resultado. Así, Beasley

(1996) señala que la existencia de ésta no afecta significativamente a la probabilidad de que se produzca un fraude financiero. Por su parte, Peasnell et al. (2005), no encontraron evidencia de que la presencia de una comisión de auditoría afectara directamente, al alza o a la baja, a la manipulación del resultado para una muestra de empresas de Reino Unido.

Sin embargo, Klein (2002) contrastó para una muestra de empresas estadounidenses que el hecho de que existiera una comisión de auditoría independiente reducía las prácticas manipuladoras. En esta línea, Xie et al. (2003) establecieron que las *earnings management* se reducen en aquellas compañías cuya comisión de auditoría realmente desempeña las funciones para las que fue constituido y cuyos miembros tienen experiencia empresarial. Asimismo, Jaggi y Leung (2007) y Lin et al. (2006) obtuvieron la misma conclusión, obteniendo un efecto negativo entre la existencia de dicha comisión y la manipulación contable, lo cual significa la reducción de este tipo de prácticas. Además, Bédard et al. (2004) señalan que la existencia de un comité de auditoría limita las prácticas de gestión del resultado. Así pues, en nuestro trabajo planteamos la siguiente hipótesis:

H7a: Existe una relación negativa entre la gestión del resultado y que la mayoría de miembros de la comisión de auditoría sean independientes.

En cuanto a la relación entre la independencia de la comisión de remuneración y la gestión del resultado no existe evidencia empírica. Laux y Laux (2009) sugieren que existe relación entre los miembros que pertenecen tanto a la comisión de auditoría y a la comisión de remuneración y la política retributiva establecida para los directivos. Así, estos autores establecen que cuando los miembros de la comisión de nombramientos pertenecen a la comisión de auditoría prefieren reducir la remuneración del CEO para facilitar la gestión del resultado, puesto que el control sobre la dirección no es tan intensivo.

Sun y Cahan (2012) aportan evidencias sobre la composición de la comisión de remuneración de tal forma que pese a que dicha comisión esté compuesta por consejeros independientes, la calidad de ésta puede variar dependiendo de las características de la empresa. Asimismo, estos autores explican que la calidad de la comisión de auditoría también está relacionada con los inversores institucionales, las oportunidades de crecimiento y el tamaño de la empresa.

Por su parte, Hutchinson y Bich (2012) concluyen que para la gestión del riesgo es importante contar en la empresa con una comisión de remuneración cuyos miembros sean

independientes. En el caso concreto de Estados Unidos, la ley Sarbanes-Oxley recoge que las empresas deben contar con una **comisión de nombramientos** totalmente independiente, cuyos miembros no sean empleados de la empresa o tengan algún tipo de relación con ésta. En relación con los argumentos anteriores, en nuestro trabajo planteamos la siguiente hipótesis:

H7b: Existe una relación negativa entre la gestión del resultado y que la mayoría de miembros de la comisión de remuneración sean independientes.

5.1.3. Tomas de control y gestión del resultado: Oferta pública de adquisición (OPA)

El anuncio de una OPA se caracteriza por la existencia de asimetrías de información, tanto entre directivos e inversores (Leland y Pyle, 1977) como entre inversores informados e inversores desinformados (Rock, 1986; Beatty y Ritter, 1986).

Algunos trabajos han demostrado que el nivel de *earnings management* incrementa conforme lo hacen las asimetrías informativas. Por ejemplo, Dye (1988) y Trueman y Titman (1988) demuestran que el hecho de que existan asimetrías informativas entre los directivos y los propietarios es condición necesaria para la gestión del resultado, puesto que los propietarios no pueden conocer el resultado de la empresa, así como su evolución en un entorno donde poseen menos información. Por tanto, ante tales circunstancias los directivos pueden utilizar esta flexibilidad para gestionar los resultados empresariales. Por otra parte, la discrecionalidad directiva aumenta a medida que lo hacen las asimetrías informativas entre la dirección y los accionistas. En este sentido, Richardson (2000) también proporciona evidencia empírica, estableciendo que el grado de asimetrías informativas se relaciona positivamente con la gestión del resultado.

Teoh et al. (1998) estudian si las políticas contables adoptadas durante una OPA tiene fines informativos o, por el contrario, oportunistas, concluyendo que tienen fines oportunistas.

Asimismo, el hecho de que exista una OPA sobre la empresa supone un incentivo para gestión del resultado, puesto que mayores ingresos supondrán un mayor valor de la empresa y, por tanto, un mayor valor de compra. Además, la reputación de la dirección depende del éxito de la OPA (Chen et al., 2005). Las OPA's generan un incentivo para la gestión del resultado con la finalidad de exhibir una mayor capacidad de creación de valor y estimular las expectativas de los inversores (Hong et al. 1998a, 1998b; Rangan 1998;

Ericsson y Wang 1999; Perry y Williams 1994). Así pues, en nuestro trabajo planteamos la siguiente hipótesis:

H8: Existe una relación positiva entre la gestión del resultado y la oferta de adquisición de la empresa.

5.1.4. Auditor externo y gestión del resultado

La empresa de auditoría externa encargada de auditar los estados contables de las compañías se considera dentro de la literatura un elemento determinante de la calidad de la información contable. DeAngelo (1981a) y, en el caso de empresas cotizadas españolas, Monterrey y Sánchez-Segura (2008), han propuesto la dimensión del auditor como aproximación adecuada a su calidad, ya que las grandes firmas tienen una cartera de clientes más amplia y diversa que las hace económicamente menos dependientes que los auditores de dimensión más reducida, y en consecuencia, no se ven presionados por su clientela para “ocultar” determinadas incoherencias contables. Además, el tamaño de la empresa auditora se asocia con su reputación, por tanto, la protección de dicha reputación crea incentivos a las compañías auditoras para ser estrictos con sus clientes. En relación con los argumentos anteriores, en nuestro trabajo planteamos la siguiente hipótesis:

H9a: Existe una relación negativa entre la gestión del resultado y el hecho de que los estados contables sean auditados por una de las cuatro grandes firmas de auditoría.

En cuanto al número de años que la firma auditora presta servicios de auditoría al cliente, Davis et al. (2002) y Casterella et al. (2002) evidencian que la calidad del informe emitido por el auditor disminuye a lo largo que aumenta el número de años que éste presta sus servicios a la empresa. Por su parte, Carcello y Nagy (2004) concluyen que durante los tres primeros años es más probable que ocurran prácticas fraudulentas en los informes emitidos. Monterrey y Sánchez-Segura (2008) aportan evidencias para el caso de España de que la duración de la firma auditora en la empresa está relacionada negativamente con la calidad de la información. Así pues, en nuestro trabajo planteamos la siguiente hipótesis:

H9b: Existe una relación negativa entre la gestión del resultado y el número de años que el auditor externo audita las cuentas de una determinada empresa.

5.1.5. Accionistas mayoritarios y gestión del resultado

Algunos de los trabajos existentes en la literatura en relación al gobierno corporativo establecen que estos mecanismos se llevan mejor a la práctica cuando la estructura de propiedad no está concentrada en un determinado número de accionistas. Concretamente, Claessen et al. (2000) y Fan y Wong (2001) aportaron evidencia empírica de que la concentración de la propiedad conlleva una débil aplicación de los mecanismos de gobierno corporativo y, además, favorece las prácticas de manipulación.

Por su parte, Murhadi (2009), estudió la relación entre la gestión de resultado y algunos mecanismos de gobierno corporativo, concluyendo que el hecho de que la propiedad de la empresa recayera principalmente en instituciones profesionales, conllevaba una reducción de la manipulación de las cifras contables como consecuencia de que estas instituciones controlaban exhaustivamente la actividad financiera.

Liu y Lu (2007) realizaron una investigación en la cual estudiaban el efecto del gobierno corporativo en la *earnings management*, concretamente, uno de los aspectos que trataban era la estructura de propiedad. Estos autores concluyeron que el consejo de administración no sólo se concibe como un mecanismo de control en la elaboración de la información financiera, sino que también sirve para controlar la actuación de los accionistas mayoritarios de tal forma que éstos no puedan perjudicar a los minoritarios. Así pues, en nuestro trabajo planteamos la siguiente hipótesis:

H10: Existe una relación positiva entre la gestión del resultado y la presencia de accionistas mayoritarios.

6. Muestra, variables y metodología

6.1. Selección de la muestra

La muestra utilizada está compuesta por 989 empresas no financieras cotizadas en el mercado de valores durante el período 2005-2009²⁶ en Estados Unidos, Reino Unido, Japón Italia, Francia y España²⁷. Las empresas financieras fueron excluidas de la muestra porque tienen una regulación específica para la elaboración de las cuentas anuales. Para

²⁶ La necesidad de utilizar valores retardados los modelos ha hecho que, aunque las estimaciones se refieren a los años 2005 y 2009, los datos utilizados corresponden a los años 2004-2009.

²⁷ En este capítulo se han eliminado de la muestra las empresas pertenecientes a Alemania, Australia, Canadá y Corea. Concretamente, Australia y Canadá no se ha tenido en cuenta porque no existe relación entre la gestión del resultado y la crisis económica. Y, en el caso de Alemania y Corea ha sido por falta de información sobre gobierno corporativo.

cada empresa de la muestra se dispone de información económico-financiera obtenida de la base de datos Osiris, así como de información relativa a los mecanismos de gobierno corporativo, la cual se obtuvo de la base de datos Datastream y de los informes elaborados por la consultora SpencerStuart.

En la tabla 3.11 se detalla la composición de la muestra, la cual está formada por 989 empresas de las que se tienen 3831 observaciones de los cinco años del período de análisis.

Tabla 3.11. Composición de la muestra para el contraste de hipótesis

País	Nº Empresas	Nº Observaciones
Estados Unidos	317	1233
Reino Unido	169	653
Japón	187	765
Italia	113	384
Francia	70	299
España	133	497
Total	989	3831

Ooghe y De Langue (2002) realizaron una clasificación de los países atendiendo a los sistemas de gobierno corporativo, la cual se ha analizado en el apartado 4 del presente capítulo. Estos autores distinguen entre el modelo anglosajón y el modelo continental. Por tanto, en nuestra muestra para entender los mecanismos de gobierno corporativo implantados en cada país resulta útil tener en cuenta dicha clasificación. De tal forma que Estados Unidos y Reino Unido se rigen según el modelo anglosajón mientras que el resto de países, Japón, Italia, Francia y España, lo hacen según el modelo continental.

6.2. Variables

En este apartado se recogen todas las variables utilizadas para el desarrollo empírico, el cual se divide en tres apartados. En primer lugar, se realiza un análisis

descriptivo de los mecanismos de gobierno corporativo antes y durante la crisis con el objetivo de dilucidar posibles cambios en las estructuras de gobierno.

En segundo lugar, el objetivo es contrastar las hipótesis planteadas²⁸, es decir, determinar si los mecanismos de gobierno corporativos influyen en el nivel de manipulación que llevan a cabo los directivos, así como la incidencia que ejerce el contexto económico en dicha relación, de tal forma que determinemos la efectividad de los mecanismos de gobierno corporativo. Asimismo, también atenderemos al entorno institucional y las características propias de la empresa pues en el segundo capítulo de este trabajo de investigación obtuvimos evidencias empíricas en relación con las variables del entorno institucional y las variables de control que influían en la discrecionalidad contable.

6.2.1. Ajustes por devengo discrecionales

La variable ajustes por devengo discrecionales ha sido obtenida según el modelo desarrollado por Kothari (2005), puesto que al comparar el modelo de Jones (1991), el modelo de Jones modificado (1995) y el modelo de Kothari (2005) mediante las pruebas de especificación y potencia, resultó ser dicho modelo el que mejor aproximación realizaba de la variable ajustes por devengo discrecionales²⁹.

6.2.2. El consejo de administración

Para contrastar las hipótesis planteadas en relación a las características del consejo de administración hemos definido el tamaño del consejo TAMCAD como el número de miembros del consejo de administración. En relación a la composición del consejo, CICAD es el porcentaje de consejeros independientes o externos. Asimismo, DUACAD se refiere a si existe o no dualidad de cargos del presidente del consejo y el presidente de la compañía. Es una variable dicotómica que toma valor 1 en caso de que el cargo de presidente del consejo y de director general de la empresa recaiga sobre la misma persona y 0 en caso contrario. Otra de las variables relativas a la composición del

²⁸ Las hipótesis de investigación no se han enunciado con respecto a la crisis económica por falta de evidencia empírica al respecto.

²⁹ En el capítulo 1 de este trabajo de investigación se realiza una exposición detalla sobre las pruebas de especificación y potencia realizadas para determinar la conveniencia de uno u otro modelo, así como de los resultados obtenidos de las mismas. Asimismo, se realizó una revisión de los diferentes modelos de ajustes por devengo existentes en la literatura.

consejo es EXTRCAD, la cual se refiere a la diversidad de nacionalidad dentro del consejo y representa el porcentaje de consejeros extranjeros. Además, en relación con la diversidad también se ha incluido la variable FEMCAD relativa al porcentaje de mujeres sobre el total de consejeros.

En cuanto al desarrollo de la actividad del consejo se ha utilizado el número de reuniones REUNCAD, la cual es una aproximación al desempeño de la actividad del consejo. Finalmente, en lo que se refiere a remuneración de los consejeros, se dispone de la retribución de los consejeros independientes REMCI. Dicha variable se ha considerado en la literatura un incentivo para la gestión del resultado.

6.2.3. Comisión de auditoría

Para determinar la independencia de la comisión de auditoría, en primer lugar se ha tenido en cuenta la presencia de una comisión de auditoría en la empresa CA, la cual es una variable dicotómica que toma valor 1 en caso de que la empresa cuente con una comisión de auditoría y 0 en caso contrario. En cuanto a la independencia de ésta, se ha definido la variable INDCA relativa a que la totalidad de los miembros de la comisión de auditoría sean independientes. Por tanto, dicha variable es dicotómica y toma el valor 1 en caso de que el 100% de los miembros de la comisión sean independientes y 0 en caso contrario.

6.2.4. Comisión de remuneración

Para determinar la independencia de la comisión de remuneración, en primer lugar se ha tenido en cuenta la presencia de una comisión de remuneración en la empresa CR, la cual es una variable dicotómica que toma valor 1 en caso de que la empresa cuente con una comisión de remuneración y 0 en caso contrario. En cuanto a la independencia de ésta, se ha definido la variable INDCR relativa a que la totalidad de los miembros de la comisión de remuneración sean independientes. Por tanto, dicha variable es dicotómica y toma el valor 1 en caso de que el 100% de los miembros de la comisión sean independientes y 0 en caso contrario.

6.2.5. Tomas de control

Otra variable relacionada con la gestión del resultado es la oferta pública de adquisición. Para incluirla en nuestro estudio se ha creado la variable dicotómica OPA, la cual toma valor 1 en caso de que en dicho año se haya producido una oferta de adquisición sobre la empresa y 0 en caso contrario.

6.2.6. Auditor externo

En cuanto a la empresa auditora se ha definido la variable AUDITOR, la cual es una variable dicotómica que toma valor 1 si el auditor es una de las cuatro grandes firmas (Deloitte Touche, Ernst & Young, KPMG y Pricewaterhouse Coopers), y 0 en caso contrario.

Además, se ha tenido en cuenta el número de años que el auditor externo lleva auditando a cada empresa de la muestra. Para ello se ha definido la variable TENURE, que toma valores numéricos en función de cuántos sean los años en que la firma auditora presta los servicios de auditoría a la compañía.

6.2.7. Accionistas mayoritarios

En relación con la estructura de la propiedad se ha tenido en cuenta la presencia de accionistas de control, así se ha creado la variable PROP, la cual es una variable dicotómica que toma valor 1 en caso de que en la empresa haya algún accionista con un porcentaje de participación mayor o igual al 51% y 0 en caso contrario.

6.2.8. Crisis económica

El inicio de la crisis económica se ha determinado con base en magnitudes macroeconómicas que determinan el crecimiento del país como son la renta per cápita y la tasa de desempleo (Navarro y Madrid, 2009; Guenther y Young, 2002; Jin, 2005, Lin y Shih, 2003). Para ello, se ha observado la evolución de ambas variables, marcando el inicio de la crisis en aquel año en que ambas variables comenzaron a decrecer. Así pues, se ha creado la variable dicotómica CRISIS que tiene el valor 0 en caso de que el país no esté afectado por la crisis y el valor 1 en caso contrario.

En el segundo capítulo de este trabajo se analizó detalladamente el inicio de la crisis en cada país de la muestra.

6.2.9. Variables institucionales

Los sistemas legales protegen a los inversionistas otorgándoles determinados derechos en las empresas, como por ejemplo el nombramiento o destitución de directivos, así como la potestad para elaborar contratos que limiten el comportamiento de los directivos en cuanto a la búsqueda de su propio beneficio (La Porta et al., 1998; Nenova, 2000; Claessens et al., 2002; Dyck y Zingales, 2002). Como resultado, los sistemas legales que efectivamente protegen a los inversores consiguen reducir las prácticas de manipulación por parte de los directivos. Por tanto, la *earnings management* está más presente en aquellos países que carecen de protección legal para los accionistas o ésta es débil, puesto que en esos países los directivos gozan de mayor control de los beneficios y, por tanto, tienen mayor facilidad para no reflejar los verdaderos resultados de la empresa.

Además, el entorno institucional condiciona la eficiencia de los mecanismos de gobierno corporativo de cada país (Ferreira et al., 2012). Así, Doidge et al. (2007) y Aggarwal et al. (2009) aportaron evidencias de que la calidad de los mecanismos de gobierno era mayor en aquellos países donde primaba la protección de los inversores. Por tanto, la calidad de los mecanismos de gobierno y el entorno legal son complementarios.

Así pues, a partir del trabajo de Kaufmann et. al. (2009) hemos trabajado con el índice que estos autores han construido según variables institucionales en relación con el control de la corrupción. La construcción de este índice se encuentra detallada en Kaufmann et. al. (1999).

La presencia de corrupción se manifiesta por la carencia de respeto por las reglas por parte del corruptor (normalmente una empresa o ciudadano) y corrompido (usualmente es un ente público), lo cual origina o representa un fallo de gobierno.

Este índice toma valores en un rango de -2,5 a 2,5. Altos valores del índice significan mayor control gubernamental. Para llevar a cabo una comparación entre países, se ha creado la variable dummy CC que toma valor uno en caso de que el valor del índice sea igual o mayor a la media muestral del país y valor cero en caso contrario.

6.2.10. Variables de control

Oportunidades de crecimiento

McNichols (2000) demostró que las empresas en crecimiento se caracterizaban por unas medidas significativas de ajustes por devengo. Además, Gul et al. (2000) llegaron a la conclusión de que los gerentes de las empresas con oportunidades de inversión emplean la gestión del resultado para anunciar sus futuras oportunidades de crecimiento.

Las empresas que tienen un ratio *market-to-book* elevado se caracterizan por una gran proporción de activo respecto a las oportunidades de inversión. Si el precio de las acciones de sus empresas es más sensible a las desviaciones con relación a las previsiones de los resultados entonces los dirigentes pueden tener grandes motivaciones que utilizan el *accruals* discrecional para alcanzar los resultados.

En este trabajo, para tener en cuenta las oportunidades de crecimiento de las empresas se han definido la variable MTB, calculada como cociente entre el valor de mercado del patrimonio de la empresa y su valor contable.

Tamaño de la empresa

La variable tamaño de la empresa es la más extendida en la literatura sobre manipulación como variable de control (Gill de Albornoz, 2003; Becker et al., 1998; Young, 1998). Los autores en general esperan y, a menudo, comprueban una relación negativa entre el tamaño de la empresa y la manipulación, ya que de las empresas más grandes se espera que tengan sistemas de control más sofisticados, asesores más cualificados y que estén sometidas a un mayor seguimiento por parte de los inversores y analistas.

En relación con el tamaño de la empresa se ha creado la variable LNTAB, la cual siguiendo los trabajos de Sánchez y Sierra (2001) y Navarro y Martínez (2004), se ha calculado como el logaritmo neperiano del activo total.

En la tabla 3.12 se muestra un resumen de las variables empleadas en el desarrollo empírico, así como su definición.

Tabla 3.12. Definición de variables

Abreviación	Variable	Definición	Signo esperado
ADD	Ajustes por devengo discrecionales	Término de error de la expresión [7]	
TAMCAD	Tamaño del consejo	Número miembros del consejo de administración	-
TAMCAD ²	Tamaño del consejo	Número de miembros del consejo de	+

Gobierno corporativo y gestión del resultado: el impacto de la crisis económica

	cuadrático	administración al cuadrado	
CICAD	Consejeros externos	Porcentaje consejeros externos	-
EXTRCAD	Consejeros extranjeros	Porcentaje consejeros extranjeros	-
FEMCAD	Mujeres consejeras	Porcentaje consejeras	-
DUACAD	Dualidad de cargos	Presidente del consejo y presidente de la empresa es la misma persona	+
REUNCAD	Actividad del consejo	Número reuniones por año	-
REMCI	Remuneración consejeros externos	Logaritmo neperiano remuneración consejeros externos	+
CA	Comisión auditoría	Existe en la empresa una comisión de auditoría	
CR	Comisión remuneración	Existe en la empresa una comisión de remuneración	
INDCA	Independientes en el comisión auditoría	La totalidad de los miembros del comisión de auditoría son externos o no	-
INDCR	Independientes en el comisión remuneración	La totalidad de los miembros del comisión de remuneración son externos o no	-
OPA	Oferta pública de adquisición	Se ha producido alguna OPA en la empresa	+
AUDITOR	Empresa auditora externa	Empresa auditora es una de las cuatro grandes o no	-
TENURE	Número años relación con la firma de auditoría	Número años la firma auditora presta su servicios a la empresa	-
PROP	Accionista mayoritario	Existencia de accionistas de control en la empresa	+
CC	Control de la corrupción	Ratio agregado variables corrupción	-
MTB	Ratio <i>market-to-book</i>	Valor de mercado del patrimonio/Valor libros del patrimonio	+
LNTAB	Tamaño de la empresa	Logaritmo neperiano del total de activos	-

6.2.11. Análisis descriptivo de las variables

En el panel A de la tabla 3.13 se muestran los estadísticos descriptivos para las variables cuantitativas objeto de estudio, concretamente el valor medio, la desviación típica y los cuartiles. Observamos como la variable ADD presenta un valor medio cercano a cero, lo cual era de esperar por la propia definición de la variable. En cuanto al tamaño de

los consejos de administración (TAMCAD), éstos no son de tamaño reducido, pues oscila en torno a los 11 consejeros. No obstante, la gran mayoría son consejeros independientes, tal y como muestra los estadísticos descriptivos de la variable CICAD, ya que estos representan el 71% del total de consejeros. En cuanto a la diversidad de consejeros, el 45% son extranjeros (EXTRCAD), lo cual es un porcentaje bastante elevado, sin embargo, la representación femenina (FEMCAD) continúa siendo escasa, pues sólo supone el 8,5% del total de los consejeros.

Por su parte, el número medio de reuniones que mantienen los consejos al año (REUNCAD) son alrededor de nueve, lo que pone de manifiesto que son consejos activos. En cuanto a la remuneración media de los consejeros independientes (REMCI) ésta es aproximadamente de 13.000€ anuales.

En relación con las oportunidades de crecimiento, éstas toman un valor medio de 3,14, así como una mediana de 2,14, lo cual muestra un cierto grado de dispersión en la muestra.

Por su parte, el tamaño medio de las empresas de la muestra es de 13,41, el cual coincide prácticamente con la mediana (13,47).

Tabla 3.13. Estadísticos descriptivos y correlaciones de Pearson

Panel A: Estadísticos descriptivos									
Variable	Mean	Std. Dev.	Q1	Mediana	Q2				
ADD	0,071	0,075	0,022	0,049	0,092				
TAMCAD	11	3,569	9	11	13				
CICAD	71,334	24,953	61,540	80	90				
EXTRCAD	44,945	33,509	10,000	46,150	71,430				
FEMCAD	8,496	9,485	0,000	7,690	14,290				
REUNCAD	8,963	3,593	6	8	11				
REMCI	12.760	1.825	11.675	13.100	14.239				
MTB	3,141	4,894	1,346	2,137	3,436				
LNTAB	13,410	2,590	11,360	13,471	15,537				
Panel B: Correlaciones de Pearson									
Variable	TAMCAD	CICAD	EXTRCAD	FEMCAD	REUNCAD	REMCI	MTB	LNTAB	DTBA
ADD	-0,058***	-0,030	-0,115***	-0,049***	0,006	-0,100***	0,023	-0,018	0,068***
TAMCAD		0,034*	-0,045**	-0,050***	0,048***	0,253***	-0,061***	0,260***	0,050***
CICAD			-0,197***	0,337***	-0,283***	0,437***	0,144***	-0,261***	-0,061***
EXTRCAD				0,076***	0,049**	0,452***	0,063***	0,032*	0,053***
FEMCAD					-0,136***	0,265***	0,100***	-0,307***	-0,080***
REUNCAD						0,196***	-0,069***	0,165***	0,061***
REMCI							0,094***	0,132***	-0,021
MTB								-0,072***	0,013
LNTAB									0,266***

En cuanto a las correlaciones entre las variables, las cuales se muestran en el Panel B de la tabla 3.13 podemos observar que existe relación entre la mayoría de las variables, aunque éstas toman valores muy bajos y, por tanto, tales relaciones no resultan relevantes. No obstante, las más importantes estadísticamente son la existente entre el porcentaje de consejeros externos y el porcentaje de mujeres consejeras (0,337), la correlación entre el porcentaje de consejeros externos y la remuneración de estos consejeros (0,437) y la correlación que existe entre el porcentaje de consejeros extranjeros y la remuneración de los consejeros externos (0,452).

6.3. Metodología

Una vez establecidas las diferentes variables que utilizaremos en nuestro estudio, la parte empírica se dividirá en dos apartados. En primer lugar se pretende describir la evolución de los mecanismos de gobierno corporativo durante el período de análisis. Y, en segundo lugar, se contrastarán las hipótesis planteadas en el apartado 5 de este capítulo. Además, se pretende determinar la influencia que tiene la crisis económica sobre la relación entre los distintos mecanismos de gobierno corporativo y la gestión del resultado.

Así, en el primer apartado se realizará un análisis descriptivo de los mecanismos de gobierno corporativo en relación con la crisis económica, es decir, determinar la evolución de dichos mecanismos antes y durante la crisis. Para ello utilizaremos la estadística descriptiva distinguiendo dos períodos, antes y durante la crisis.

Por su parte, en el segundo apartado, para contrastar las hipótesis planteadas en el apartado 5 de este capítulo se realizará un análisis con datos de panel. Por tanto, para determinar cómo los mecanismos de gobierno, la crisis económica y el entorno institucional afectan a la gestión del resultado, se utilizarán como variables independientes los mecanismos de gobierno, la crisis y las variables relativas al entorno institucional que han sido definidas previamente, mientras que la variable dependiente serán los ajustes por devengo calculados según el modelo de Kothari (2005). Para contrastar la incidencia de la crisis, se introducirá ésta multiplicada por los mecanismos de gobierno corporativo.

El modelo de datos de panel es el más apropiado para nuestra investigación puesto que nuestra muestra es una combinación de distintas empresas a lo largo de varios años. Además, la metodología de datos de panel permite controlar la heterogeneidad

inobservable y obtener las estimaciones con una eficiencia superior a la que obtendríamos con cualquier otro modelo de estimación (Arellano, 2003).

Un modelo de datos de panel se puede expresar del siguiente modo:

$$y_{it} = x_{it} \beta + u_{it} \quad [\text{Expresión 1}]$$

Donde $i=1,2,\dots,N$ indica la unidad de sección cruzada, $t=1,2,\dots,T$ indica los periodos de tiempo, y_{it} son las variables explicadas, x_{it} las variables explicativas, β es el vector de parámetros a estimar y u_{it} el término de error. Si existe el mismo número de periodos que de secciones cruzadas, se dice que el panel está balanceado o equilibrado ($N=T$). Es frecuente suponer que el término de error (o perturbación aleatoria) se descompone en dos elementos:

$$u_{it} = \eta_i + v_{it} \quad [\text{Expresión 2}]$$

Donde η_i es el efecto específico constante en el tiempo para cada unidad de sección cruzada, caracterizado por una variable aleatoria inobservable independiente de x_{it} , y v_{it} se considera ruido blanco.

A raíz de lo anterior, surgen dos ópticas que tratan de explicar el comportamiento de η_i . Según el modelo de efectos fijos, los η_i están correlacionados con las x_{it} , por lo que lo correcto sería hacer inferencia condicional sobre η_i . Mientras que según el modelo de efectos aleatorios, esta correlación no existe, por lo que se procedería a efectuar una estimación incondicional.

En nuestro trabajo, teniendo en cuenta las variables utilizadas para el análisis, la ecuación sería:

$$ADD_{it} = \eta_i + x_{it}\beta + v_{it} \quad [\text{Expresión 3}]$$

Siendo x_{it} un matriz de variables explicativas conformadas por las variables de gobierno corporativo, Crisis, CC, LNTAB y MTB de las empresas, η_i es el efecto específico constante estimado para cada empresa y v_{it} es el vector de perturbaciones.

La muestra que hemos utilizado para llevar a cabo el desarrollo empírico anterior está formada por 3.830 observaciones correspondientes a 982 empresas (tabla 3.11). El análisis de panel lo hemos realizado para el período 2005-2009, resultando un panel incompleto o desequilibrado.

7. Resultados

Los resultados se han dividido en dos apartados, en los cuales se realiza un análisis descriptivo de las variables de gobierno corporativo antes y durante la crisis y se contrastan las hipótesis planteadas en el apartado 5 de este capítulo.

7.1. Evolución de las variables de gobierno corporativo durante el período de análisis

En primer lugar, hemos realizado la estadística descriptiva para determinar cómo ha evolucionado cada variable de gobierno corporativo durante el período de análisis, distinguiendo dos espacios de tiempo, antes y durante la crisis. En el caso de variables cuantitativas, se ha comparado la media aritmética antes y durante la crisis. Sin embargo, en el caso de las variables dicotómicas, se ha comparado el porcentaje que representaba antes y durante la crisis. Los resultados se muestran en las tablas que aparecen a continuación.

En relación con el número de consejeros que componen los consejos de cada país (tabla 3.14), se observa como en Reino Unido, Japón y España la tendencia ha sido reducir el tamaño de los consejos. Por el contrario, en Francia se ha optado por incrementar el número de consejeros, así como, en menor medida, en Estados Unidos e Italia.

Tabla 3.14. Tamaño del consejo

TAMCAD	Conjunta	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	Italia	Francia	España
Media antes	11,155	10,704	9,719	12,875	10,309	12,665	11,279
Media durante	11,029	10,900	9,105	12,030	10,391	13,015	11,207

En cuanto a la proporción de consejeros externos, se observa (tabla 3.15) que éstos han aumentado su presencia en los consejos durante la crisis en todos los países, excepto en Japón que la tendencia ha sido la contraria. Hemos de destacar que los resultados del conjunto de países muestran un gran cambio en el porcentaje de consejeros externos, pues, en general, las empresas han pasado de tener el 38% de consejeros externos al 57%. No obstante, dichos porcentajes no son más elevados porque en Japón los consejeros externos tienen poca representación.

Tabla 3.15. Consejeros externos

CICAD	Conjunta	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	Italia	Francia	España
Media antes	37,867	85,981	63,263	27,223	69,575	88,613	80,612
Media durante	56,655	87,213	64,727	20,899	69,916	88,115	81,399

Por su parte, en relación con la diversidad, tanto de raza como de género (tablas 3.16 y 3.17), los resultados muestran que en general ésta ha aumentado con la crisis. En el caso de Reino Unido, Italia y España las empresas han incrementado en cierta medida el porcentaje de consejeros extranjeros, excepto en Estados Unidos, Japón y Francia, donde las empresas han experimentado una acentuada tendencia por reducir el porcentaje de consejeros extranjeros a favor de consejeros nacionales. En Japón, los consejos han sufrido una variación significativa, pasando de una media del 62% de consejeros extranjeros antes de la crisis al 72% durante ésta. En Francia, dicha variación ha sido del 4%, mientras que en Estados Unidos el porcentaje de extranjeros se ha reducido en un 8%. Asimismo, tanto en Italia como en España dicha representación también ha aumentado en un 2% y un 1% respectivamente. En Reino Unido, dicha variación ha sido del 2%. Lo anterior puede ser consecuencia de la externalización de las compañías, la cual ha marcado una tendencia creciente en los últimos años. Además, en el caso de España ha supuesto un apoyo fundamental en el desarrollo económico, puesto que las grandes empresas han mantenido su negocio gracias a su presencia en mercados extranjeros.

Por su parte, la representación femenina en los consejos ha incrementado en todos los países, aunque la presencia de mujeres continúa siendo escasa. Así, en Estados Unidos, Reino Unido, Francia y España dicha variación se encuentra en torno al 1%, mientras que en Japón e Italia no se ha alcanzado tal cifra. Estos datos avalan los obtenidos por Carrasco et al. (2011) quienes también evidencian la escasa presencia de mujeres en los consejos de administración. No obstante, el crecimiento experimentado en los últimos años está motivado por el interés de todos los países en hacer un gran esfuerzo para incorporar a las mujeres en los consejos de administración, rompiendo con el tradicional “techo de cristal”.

Tabla 3.16. Consejeros extranjeros

EXTRCAD	Conjunta	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	Italia	Francia	España
----------------	-----------------	-----------------------	--------------------	--------------	---------------	----------------	---------------

Gobierno corporativo y gestión del resultado: el impacto de la crisis económica

Media antes	43,070	64,285	64,001	61,612	4,275	47,509	6,142
Media durante	46,928	56,109	66,018	71,542	6,154	43,404	6,868

Tabla 3.17. Mujeres consejeras

FEMCAD	Conjunta	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	Italia	Francia	España
Media antes	7,276	14,309	8,017	0,406	5,338	7,810	6,279
Media durante	10,081	15,421	9,080	0,807	5,722	9,338	7,970

Otro de los aspectos analizados ha sido la dualidad de cargos. En la tabla 3.18 se observa cómo en todos los países la tendencia durante la crisis ha sido optar por la separación de cargos en detrimento de la dualidad, sin embargo, antes de la crisis la tendencia era la contraria. No obstante, en Francia se ha optado durante la crisis por la dualidad en lugar de por la separación de cargos.

Tabla 3.18. Dualidad de cargos

DUACAD	Conjunta	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	Italia	Francia	España
SÍ	Antes (%)	42,075	67,826	4,314	40,397	48,069	68,635
	Durante (%)	54,351	67,270	3,497	38,511	48,485	66,995
NO	Antes (%)	57,925	32,174	95,686	59,603	51,931	31,365
	Durante (%)	45,649	32,730	96,503	61,489	51,515	33,005

Nota: No se ha realizado el análisis para el caso de Italia porque no se tenían datos de esta variable concreta.

En relación al número de reuniones (tabla 3.19), en todos los países la tendencia ha sido incrementarlas levemente. A priori, puede pensarse que como consecuencia de los malos resultados empresariales ocasionados por la crisis económica los consejos de administración han optado por desarrollar un control más exhaustivo de la empresa.

Tabla 3.19. Número de reuniones

REUNCAD	Conjunta	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	Italia	Francia	España
Media antes	8,629	8,207	8,803	13,892		7,711	9,621
Media durante	9,379	8,438	9,261	14,486		8,167	9,745

Nota: No se ha realizado el análisis para el caso de Italia porque no se tenían datos de esta variable concreta.

Por su parte, la remuneración de los consejeros independientes (tabla 3.20) la tendencia ha sido creciente, aunque en cifras muy pequeñas, tanto que en el caso de España, la variación es prácticamente inapreciable, lo cual puede ser consecuencia de la reducción del volumen de negocios sufrido por las compañías a raíz del estallido de la crisis económica.

Tabla 3.20. Remuneración de los consejeros independientes

REMCI	Conjunta	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	Italia	Francia	España
Media antes	11,096	14,241	12,872		3,359	12,942	13,051
Media durante	11,417	14,508	12,684		3,552	13,158	13,024

Nota: No se ha realizado el análisis para el caso de Japón porque no se tenían datos de esta variable concreta.

En relación al porcentaje de empresas que cuentan con comisiones de auditoría y comisión de remuneración (tablas 3.21 y 3.22), durante la crisis en todos los países han aumentado el número de empresas que han optado por la implantación de éstos. En el caso de Japón, la constitución de ambas comisiones ha sido considerable. Así como en Francia y España el comisión de auditoría. Por su parte, En Estados Unidos y Reino Unido, la mayoría de las empresas contaban con ambas comisiones, y en Francia, ocurre lo mismo en el caso de la comisión de remuneración. Así pues, la creación por la parte de las organizaciones de la comisión de auditoría y la comisión de remuneración durante la crisis puede deberse la importancia que durante dicho período cobra el control de la actividad empresarial para evitar así los posibles casos de escándalos financieros que pudieran tener lugar.

Tabla 3.21. Existencia comisión de auditoría

CA	Conjunta	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	Italia	Francia	España
Antes (%)	73,75	100	99,02	5,7		76,82	79,17
Durante (%)	79,45	100	100	9,71		95,45	87,5

Nota: No se ha realizado el análisis para el caso de Italia porque no se tenían datos de esta variable concreta.

Tabla 3.22. Existencia comisión de remuneración

CR	Conjunta	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	Italia	Francia	España
Antes (%)	80,89	99,35	99,8	21,27		96,98	93,67
Durante (%)	85,54	100	100	34,95		96,98	94,51

Nota: No se ha realizado el análisis para el caso de Italia porque no se tenían datos de esta variable concreta.

En cuanto a la proporción de empresas que cuentan con el 100% de miembros independientes en la comisión de auditoría y en la comisión de remuneración (tablas 3.23 y 3.24), en general, ésta ha incrementado considerablemente. Concretamente, en Italia el porcentaje de empresas con todos los miembros independientes en la comisión de auditoría ha aumentado del 34% al 100%, mientras que en España ha pasado de ser el 46% al 66%. Sin embargo, en Francia la tendencia ha sido la contraria, disminuyendo el porcentaje de empresas del 36,5% al 25%. En el caso de la comisión de remuneración, en Japón y España dicho porcentaje ha variado un 9% y 22% respectivamente. Sin embargo, en Reino Unido y Francia ha disminuido en torno a un 13% y un 6% respectivamente.

Tabla 3.23. Totalidad de consejeros independientes en la comisión de auditoría

INDCA	Conjunta	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	Italia	Francia	España
Antes (%)	63,34	99,78	92,87		33,8	36,51	45,62
Durante (%)	75,28	99,87	98,6		100	25	65,66

Nota: No se ha realizado el análisis para el caso de Japón porque no se tenían datos de esta variable concreta.

Tabla 3.24. Totalidad de consejeros independientes en la comisión de remuneración

INDCR	Conjunta	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	Italia	Francia	España
Antes (%)	67,13	99,35	79,01	8		25,7	44,3
Durante (%)	83,74	98,71	66,43	16,666		19,05	65,75

Nota: No se ha realizado el análisis para el caso de Italia porque no se tenían datos de esta variable concreta.

En relación con las OPA's producidas durante el período de análisis (tabla 3.25), diferenciando entre las que han tenido lugar antes y durante la crisis. Se observa que la inmensa mayoría han tenido lugar antes de la crisis. Sólo en Estados Unidos se han producido más durante la crisis. Asimismo, el número de OPA's que tuvieron lugar en Estados Unidos y Reino Unido son más que en el resto de países, lo cual era de esperar por el sistema de mercado vigente en estos países.

Tabla 3.25. OPA's realizadas

OPA	Conjunta	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	Italia	Francia	España
Antes (%)	87,500	40	95	0	94,118	100	100
Durante (%)	12,500	60	5	0	5,882	0	0

Por su parte, la relación con la firma auditora también ha sufrido cambios significativos (tabla 3.26). Atendiendo al conjunto de países, durante la crisis la tendencia ha sido optar por los servicios de las cuatro grandes empresas auditoras en detrimento de otras. Concretamente, tal circunstancia se observa en Estados Unidos, Italia, Francia y España, siendo muy significativo en Japón, puesto que ha sufrido una variación del 87%. Sin embargo, en Reino Unido la tendencia ha sido contraria, es decir, antes de las crisis las empresas optaban por contratar los servicios de las cuatro grandes firmas auditoras pero durante la crisis se ha optado por prescindir de estas empresas y contratar los servicios de firmas auditoras menos reconocidas.

Tabla 3.26. Firma de auditoría que audita a la empresa

Auditor	Conjunta	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	Italia	Francia	España	
CUATRO	Antes (%)	74,34	97,21	97,52	4,35	89,42	87,67	89,83

Gobierno corporativo y gestión del resultado: el impacto de la crisis económica

GRANDES	Durante (%)	94,56	98,03	88,8	91,86	90,23	93,44	92,68
	Antes (%)	25,65	2,79	2,47	95,65	5,77	12,33	10,17
OTRAS	Durante (%)	5,44	1,97	11,2	8,14	9,77	6,56	7,32

En la tabla 3.27 se representa la evolución de la relación entre la firma auditora y el cliente a través del número de años que la primera le presta sus servicios al segundo. Así, en todos los países de la muestra, excepto en Japón, se ha optado por continuar trabajando con la misma firma auditora. No obstante, en la tabla anterior se ponía de manifiesto que las empresas durante la crisis optaban por los servicios de las grandes firmas auditoras, lo cual supondría una contradicción con los datos que se observan en la tabla 32. Sin embargo, no es así puesto que son más las empresas que continúan recibiendo servicios de una de estas cuatro firmas que las que cambian y, por tanto, el cambio de auditor que han realizado algunas empresas no es significativo en la evolución del número de años que existe tal relación.

Tabla 3.27. Número de años recibiendo los servicios de la firma auditora

TENURE	Conjunta	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	Italia	Francia	España
Media antes	5,833	7,06	7,237	4,277	4,861	5,110	5,114
Media durante	7,153	9,201	9,324	2,129	6,104	5,721	6,628

Por último, en relación a la estructura de la propiedad (tabla 3.28), en todos los países ha aumentado la presencia de accionistas mayoritarios durante la crisis, siendo dicho aumento más representativo en Estados Unidos, Japón y España, puesto que ha sido del 4% aproximadamente.

Tabla 3.28. Representación de los accionistas mayoritarios

PROP	Conjunta	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	Italia	Francia	España
Media antes	53,681	69,504	65,093	49,934	43,384	40,127	31,942

Media durante	59,698	72,320	65,200	55,495	42,513	40,732	35,028
---------------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

7.2. Contraste de las hipótesis de investigación

El objetivo de nuestro estudio consiste en determinar la influencia que tiene la crisis económica sobre la relación entre los distintos mecanismos de gobierno corporativo y la gestión del resultado. Para ello hemos llevado a cabo un estudio con datos de panel dadas las características de nuestra muestra. Asimismo, para simplificar los resultados y ante la incapacidad para poder establecer líneas de comportamiento entre países, hemos optado por agruparlos en dos categorías. En la primera de ellas hemos diferenciado entre aquellos países donde se manipula más durante la crisis y aquellos en los que se manipula menos, a raíz de los resultados obtenidos en el segundo capítulo de este trabajo de investigación. Así, en el primer grupo se incluyen Estados Unidos, Francia, Italia y Japón, mientras que en el segundo lo hacen Francia y Reino Unido. La otra distinción que hemos hecho ha sido con base en la clasificación realizada por Ooghe y De Langue (2002) en función de los modelos de gobierno corporativo, por tanto, distinguimos entre el modelo anglosajón, formado por Estados Unidos y Reino Unido, y el modelo continental, compuesto por Francia, Italia, Japón y España.

Para realizar el análisis con datos de panel se ha utilizado como variable dependiente los ajustes por devengo calculados a partir del modelo de Kothari y como variables independientes cada una de las definidas como mecanismos de gobierno corporativo, realizándose una estimación para cada variable de gobierno corporativo. Asimismo, para controlar la influencia de la crisis económica en la relación entre manipulación y gobierno corporativo, se ha introducido, junto con la variable de gobierno corporativo correspondiente, ésta misma multiplicada por la variable crisis. Además, para contratar los objetivos de la investigación, también se han introducido las variables de control relativas al tamaño de la empresa y a las oportunidades de crecimiento y, con relación al entorno institucional, en control de la corrupción. Hemos optado por estas variables de control porque en el segundo capítulo de este trabajo de investigación aportamos evidencias empíricas de que son las que afectan a la gestión del resultado en los diferentes países de la muestra. En la tabla 3.29 se muestran los resultados obtenidos al realizar el análisis empírico mediante datos de panel.

En relación con la primera característica del consejo de administración analizada, la cual se refiere al tamaño del mismo, orientada a limitar la gestión del resultado, observamos que en aquellos países donde la manipulación es mayor existe una relación no

lineal entre el nivel de *accruals* y el tamaño del consejo, encontrándose tal efecto en el resto de situaciones analizadas. En aquellos países donde el nivel de manipulación es mayor, obtenemos resultados en consonancia con la primera de nuestras hipótesis planteadas. Estos resultados, para las empresas de países con mayor nivel de discrecionalidad contable, confirman algunas de las justificaciones teóricas aportadas por la literatura. A priori un mayor número de consejeros permite una mejor supervisión de la dirección, además de la descentralización en la toma de decisiones, lo cual provoca la reducción de la gestión del resultado. Sin embargo, a medida que aumenta el tamaño del consejo, el efecto positivo de ésta característica sobre el nivel de *accruals* se torna negativo, puesto que el sobredimensionamiento provoca problemas de coordinación y de comunicación y, por tanto, dificultades a la hora de supervisar a la dirección.

En relación con el efecto de la crisis, si analizamos la muestra conjuntamente, existe una relación no lineal entre la gestión del resultado y el tamaño del consejo, lo cual también ocurre en aquellos países donde el nivel de manipulación es mayor. Así pues, cabe pensar que en las empresas cuya dirección tiende a gestionar el beneficio de forma discrecional, cuando alcanzan un determinado número de consejeros, tienden a reducir el tamaño de los consejos, puesto que un menor número de personas ejercen mejor la función de control.

La siguiente característica del consejo que hemos analizado ha sido la relativa a su composición, distinguiendo entre consejeros independientes, consejeros extranjeros y mujeres consejeras.

En relación con la independencia de los consejeros, para el conjunto de la muestra no se encuentra relación entre ésta y la gestión del resultado, lo cual nos lleva a pensar que quizás sea consecuencia de que se lleva mucho tiempo trabajando sobre la importancia de los consejeros independientes y es mucha la literatura que lo avala y, además, los diferentes códigos de buen gobierno así lo recogen, por tanto, es una característica de los consejos asumida por las empresas y que ha alcanzado niveles óptimos. No obstante, en aquellos países donde el nivel de manipulación es menor existe una relación negativa, lo cual está en sintonía con la literatura. Además, si distinguimos entre países de entorno anglosajón y de entorno continental, se observa cómo en el entorno anglosajón existe una relación negativa entre la gestión del resultado y el número de consejeros independientes, mientras que en los países continentales tal relación se torna positiva. Los países de entorno continental se caracterizan por una estructura de la propiedad concentrada, lo cual favorece la existencia de accionistas de control que ejerzan su propio criterio en la

empresa y, por tanto, tiene potestad para contratar y destituir a los consejeros, lo cual puede provocar que la independencia de estos últimos no sea tal y como debería. Sin embargo, en los países anglosajones, la estructura de la propiedad es dispersa y, por tanto, los consejeros independientes representan al conjunto de accionistas, velando por los intereses de éstos. En relación con el efecto que produce la crisis en la relación entre la gestión del resultado y la independencia de los consejeros se observa cómo en los países anglosajones la relación continúa siendo negativa, mientras que en los países continentales tal relación es positiva, lo cual puede ser consecuencia de los argumentos expuestos anteriormente.

En lo relativo a la composición del consejo en cuanto a nacionalidad y género, se observa que ambas características ayudan a reducir los comportamientos oportunistas de los directivos. En cuanto a la presencia de mujeres, está claro el efecto controlador que ejercen, además está en línea con los argumentos existentes en la literatura hasta el momento. Asimismo, se observa cómo ante una situación de crisis económica, el comportamiento de las consejeras también se orienta a mejorar el funcionamiento de la empresa y a desarrollar un control efectivo sobre la dirección.

Por su parte, la presencia de consejeros extranjeros no ha sido estudiada en la literatura con relación a la gestión del resultado. Atendiendo a nuestros resultados, obtenemos evidencias de que ayudan a reducir la discrecionalidad contable tanto para el conjunto de la muestra como en el caso de aquellos países donde se manipula más, sin embargo, para aquellos países cuyo modelo de gobierno se basa en el sistema anglosajón, la presencia de consejeros con otras nacionalidades no reduce la gestión del resultado, sino que la favorece. En la mayoría de los casos los consejeros extranjeros son representantes de empresas extranjeras que forman parte de consejo de administración de otras empresas. Así pues, se puede pensar que estas empresas que participan en los consejos de otras tenderán a realizar efectivamente las funciones que le competen, lo cual repercute en los consejeros extranjeros en el caso de que éstos representen a estas empresas. Por su parte, la crisis ayuda a que este mecanismo de gobierno se consolide, puesto que se realiza un control más efectivo por parte de los consejeros extranjeros reduciendo la gestión del resultado, lo cual puede deberse a que las compañías a las que representan, conocedoras de la difícil situación económica que atraviesan las empresas opten por ejercer un mayor control sobre la labor que desarrollan los directivos.

En cuanto a la existencia de dualidad de cargos en los consejos sólo es significativa en los países anglosajones, cuya relación con la gestión del resultado es negativa. Sin

embargo, en la literatura se pone de manifiesto que la no separación de poder favorece la discrecionalidad contable. Asimismo, en los países que menos manipulan si tenemos en cuenta el impacto que supone la crisis económica también se obtienen evidencias de que la dualidad reduce el nivel de *accruals*. Así pues, estos resultados apoyarían los argumentos enunciados por Mahdi et al. (2012) quienes consideran que la dualidad favorece el funcionamiento de la empresa, puesto que una misma persona conoce con profundidad el funcionamiento de la compañía, y por tanto, ante una crisis económica estos conocimientos pueden ayudar a tomar mejores decisiones.

En relación con el número de reuniones del consejo, sólo hemos encontrado una relación significativa para los países del entorno anglosajón, sin embargo, teniendo en cuenta el período de crisis económica, tal relación se extiende al conjunto de la muestra y al conjunto de países donde los niveles de *accruals* son menores. La falta de evidencia empírica para los países continentales, así como para los países donde la gestión del resultado es mayor, supone una nula influencia de la actividad del consejo en la reducción de la discrecionalidad contable por parte de la dirección de la empresa. Vafeas (1999) establece que una actividad más intensa del consejo favorece la toma de decisiones empresariales, siempre que la multiplicación de reuniones no redunde en la discusión sobre tópicos que no tienen mucha importancia.

Otra de las características analizadas y que ha sido muy estudiada a lo largo de la literatura ha sido la independencia de las comisiones del consejo. En este trabajo, por su relevancia en relación con la gestión del resultado, nos hemos centrado en estudiar la independencia de la comisión de auditoría y la comisión de remuneración.

En cuanto a la independencia de la comisión de auditoría, en aquellos países donde la gestión del resultado es mayor existe una relación significativamente negativa entre que la comisión de auditoría sea totalmente independiente y el nivel de *accruals*. Por tanto, en línea con la literatura, la independencia de la comisión de auditoría ayuda a mitigar los posibles comportamientos oportunistas de los directivos. No obstante, no se debe pensar que la falta de evidencia para el conjunto de la muestra supone una influencia nula de la independencia de dicha comisión, tal vez se deba a que se han alcanzado niveles óptimos, igual que ocurre con el tamaño de los consejos, lo cual origina que no sea significativo. Sin embargo, durante la crisis se obtienen evidencias que confirman la incidencia de la independencia de la comisión de auditoría en la reducción de la gestión del resultado, tanto para el conjunto de la muestra como para aquellos países donde el nivel de *accruals* es menor y los países anglosajones.

Por su parte, la independencia de la comisión de remuneración también reduce la gestión del resultado para el conjunto de la muestra, así como para aquellos países donde se manipula más y para los países del entorno anglosajón. Asimismo, si tenemos en cuenta el funcionamiento de este mecanismo de gobierno corporativo durante la crisis, también observamos que existe una relación significativamente negativa entre la composición de esta comisión y el nivel de *accruals*. Así pues, nuestros resultados apoyan los resultados obtenidos previamente en la literatura.

En relación con la remuneración de los consejeros independientes sólo encontramos evidencias significativas en aquellos países donde la gestión del resultado es mayor y en los países anglosajones, existiendo una relación negativa entre la remuneración de estos consejeros y la discrecionalidad contable. En la literatura no existen evidencias empíricas al respecto, sin embargo estos resultados están en consonancia con nuestra hipótesis de investigación, puesto que los consejeros independientes se encargan de velar por los intereses de los accionistas, por lo que la remuneración puede suponer un incentivo para realizar un control más exhaustivo de la dirección. Asimismo, teniendo en cuenta el efecto de la crisis, observamos que sólo existe relación negativa entre la remuneración y la gestión del resultado en los países anglosajones. Así pues, ante el incentivo que supone la remuneración para los consejeros, en los países anglosajones se intensifican, ya que la diversidad de propietarios preferirá destinar una mayor cantidad de recursos económicos a los consejeros independientes con el objetivo de asegurarse una mejor gestión empresarial, la cual les será reportada posteriormente en forma de dividendos.

Ante una OPA se genera gran cantidad de información e incertidumbre acerca del futuro y la marcha de la empresa, lo cual genera asimetrías informativas. Así, nuestros resultados confirman los resultados previos existentes en la literatura, puesto que en los países anglosajones encontramos evidencias significativas sobre el incremento de la gestión del resultado por parte de los directivos ante el anuncio de una OPA. No obstante, sólo hemos encontrado evidencia empírica para los países anglosajones, puesto que es en estos donde se produce un mayor número de OPA's como consecuencia de la propiedad dispersa que tienen las empresas.

En relación con la firma auditora, se pone de manifiesto para el conjunto de la muestra, así como para los países donde el nivel de *accruals* es mayor y en los países continentales que la firma auditora no reduce la gestión del resultado, si no que por el contrario la favorece. Estos resultados pueden ser consecuencia de que en Japón las

grandes firmas auditoras solo auditan al 4% aproximadamente de las empresas del país que componen nuestra muestra, sin embargo, con la crisis económica, las empresas optan por contratar los servicios de una de las cuatro grandes firmas auditoras, incrementando el porcentaje anterior al 92%. No obstante, gran parte de la literatura ha puesto de manifiesto que el hecho de que sea una de las cuatro grandes firmas auditoras la que preste sus servicios a la empresa mitiga la discrecionalidad contable, puesto que anteponen su reputación a los posibles honorarios o compensaciones que pudieran recibir. Sin embargo, hay autores que no encuentran evidencia empírica al respecto (Navarro y Martínez, 2004; Vander y Willekens, 2004; Vander et al. 2003).

Si atendemos al trabajo de la firma auditora durante la crisis, nuestros resultados evidencian que el hecho de que una empresa sea auditada por una de las cuatro grandes firmas disminuye la gestión del resultado, por tanto, las empresas de auditoría han desempeñado eficientemente sus funciones en las compañías. En el caso español, por ejemplo, podemos contrastar estos resultados para la empresa Bankia, puesto que los problemas financieros de la empresa se descubrieron a raíz de que los auditores³⁰ se negaron a firmar las cuentas anuales de la entidad bancaria puesto que presentaban algunas irregularidades con relación a los principios y normas contables.

Otra característica relativa a la firma auditora que hemos tenido en cuenta en este trabajo ha sido el número de años que la compañía auditora presta sus servicios a la empresa, así los resultados sólo muestran evidencias significativas durante el período de crisis económica, siendo positiva en aquellos países donde el nivel de *accruals* es mayor y negativa en aquellos países donde el nivel de *accruals* es menor. En la literatura existen discrepancias acerca de la conveniencia o no de mantener la relación del auditor (Davis et al., 2002) o promover su rotación (Carcello y Nagy, 2004) para evitar la discrecionalidad contable. Así, nuestros resultados se encuentran en consonancia con ambas líneas argumentales.

Por último, en este trabajo también hemos tenido en cuenta la estructura de la propiedad de la empresa, centrándonos en la existencia o no de accionistas de control. De este modo, los resultados evidencian que para el conjunto de la muestra, así como para los países en los que la gestión del resultado es mayor y los países anglosajones, la gestión del resultado se reduce con la presencia de accionistas de control. Sin embargos, nuestros resultados no se muestran acorde con la literatura, puesto que existen evidencias de que los accionistas de control conllevan que los mecanismos de gobierno corporativo se lleven

³⁰ La firma auditora de las cuentas anuales de Bankia era Deloitte, la cual compone el grupo de las cuatro firmas de auditoría junto con Pricewaterhouse Coopers, Ernest & Young y KPMG.

peor a la práctica y, además, propician la discrecionalidad contable, ya que ejercen su propio criterio en la empresa (Claessen et al., 2000; Fan y Wong, 2001).

Tabla 3.29. Resultados del panel de datos relativo a los mecanismos de gobierno corporativo y gestión del resultado

	Conjunta	Más manipulación	Menos manipulación	Entorno anglosajón	Entorno continental
TAMCAD	-0,0041**	-0,0049***	-0,0125**	-0,0084*	
Crisis	-0,0016***	-0,0010*		-0,0023*	
TAMCAD ²		0,0001*	0,0006**		
Crisis	0,0001**	0,0001**			
CICAD			-0,0005**	-0,0010***	0,0003***
Crisis				-0,0001**	0,0002***
EXTRCAD	-0,0001*	-0,0002***		0,0002***	
Crisis	-0,0002***		-0,0003***	-0,0001**	-0,0002**
FEMCAD	-0,0004*	-0,0008***		-0,0007***	
Crisis	-0,0003*		-0,0015***	-0,0003*	
DUACAD				-0,0147***	
Crisis			-0,0378***		
REUNCAD				-0,0010***	
Crisis	-0,0009***		-0,0027***		
INDCA		-0,0115*			
Crisis	-0,0060**			-0,0081***	
INDCR	-0,0161***	-0,0254***		-0,0208***	
Crisis	-0,0072**		-0,0140*	-0,0073**	
REM		-0,0031*		-0,0071***	
Crisis				-0,0010***	

Gobierno corporativo y gestión del resultado: el impacto de la crisis económica

OPA				0,0313**	
	Crisis				
AUDITOR	0,0205***	0,0145***			0,0301***
	Crisis	-0,0114***	-0,0242***	-0,0086***	-0,0162***
TENURE					
	Crisis		0,0007*	-0,0018**	
PROP	-0,0097***	-0,0096**		-0,0113**	
	Crisis				

En la tabla 3.30 se muestran los resultados obtenidos para la variable relativa al control de la corrupción, así como para las variables *market-to-book* y tamaño de la empresa. En dicha tabla se muestra el número de veces que es significativa cada variable, así como el signo. Hay que tener en cuenta que se han realizado 13 paneles, uno por cada variable de gobierno corporativo que hemos empleado para llevar a cabo el objetivo planteado en este trabajo.

En relación con entorno institucional se observa cómo el control de la corrupción por parte de los gobiernos ayuda a reducir la gestión del resultado. Nuestros resultados apoyan los obtenidos por Johnson et al. (2000), quienes consideran que pobres medidas gubernamentales en relación con el gobierno de la empresa conllevan el declive de los mercados. No obstante, se observa que en los países de entorno continental sólo ha resultado significativa la variable CC en un panel, por tanto, la falta de mecanismos gubernamentales puede ayudar a explicar por qué los mecanismos de gobierno en estos países no han sido tan eficientes como debieran.

Por su parte, la variable *market-to-book* no resulta significativa pese a que en el segundo capítulo de este trabajo de investigación se obtuvieron evidencias empíricas acerca del incentivo que las oportunidades de crecimiento suponían para los directivos para “maquillar” los estados contables.

Por último, con respecto al tamaño de la empresa, observamos que efectivamente, en las empresas de mayor tamaño se reduce la discrecionalidad contable. No obstante, dicha evidencia se muestra en el caso de aquellos países donde el nivel de *accruals* es mayor y en aquellos otros del entorno continental. Por tanto, nos lleva a pensar que como

consecuencia de la menor efectividad de los mecanismos de gobierno corporativo y el incremento en la gestión del resultado, los consejeros y propietarios han optado por incrementar los controles sobre la dirección, puesto que en las grandes compañías el control de recursos es más difícil de llevarlo a la práctica que en las organizaciones de menor tamaño.

Tabla 3.30. Resultados del panel de datos relativo al entorno institucional, las variables de control y la gestión del resultado

		Conjunta	Más manipulación	Menos manipulación	Entorno anglosajón	Entorno continental
CC	Sig. -	11	13	6	7	1
	Sig. +					
MTB	Sig. -					
	Sig. +				1	
LNTAB	Sig. -	4	5			9
	Sig. +	1				

En términos generales, a partir de los resultados mostrados en la tabla 3.29, observamos que los mecanismos de gobierno corporativo han funcionado durante la crisis económica. No obstante, existen diferencias significativas entre el funcionamiento de éstos en los países donde se manipula más durante la crisis que en aquellos donde la gestión de los beneficios es reducida. Dichas diferencias también se extrapolan al contexto anglosajón con relación al continental, ya que dichos mecanismos han sido más efectivos reduciendo la discrecionalidad contable durante la crisis en los países anglosajones.

Las diferencias existentes en cuanto al funcionamiento de los mecanismos de gobierno analizados en un contexto u otro pueden ser consecuencia de las estructuras instauradas en cada país. Es decir, los países anglosajones se caracterizan por estructuras de propiedad dispersa y por un control ejercido por el mercado de capitales donde se vela por la protección de los inversores, por tanto, al no existir un propietario que establezca las pautas a seguir, si no que lo que prima es el bien común de todos los inversores, las estructuras de gobierno están muy claras y son las que se deben seguir. Sin embargo, en los países continentales las empresas suelen estar controladas por un accionista de control que posee la mayoría de acciones de una compañía, por tanto, las estructuras de gobierno

pueden no estar definidas correctamente o, en caso de estarlo, no se lleven a la práctica como debieran, puesto que existe un accionista mayoritario que establece su propio criterio.

Asimismo, ante situaciones económicas desfavorables el ser humano tiende a cuestionarse la eficacia de las políticas seguidas hasta el momento así como de los mecanismos y medidas implantadas en las empresas. Por tanto, en ocasiones, ante tal incertidumbre es posible que se opte por cambiar las estructuras previamente fijadas, lo cual en algunos casos supondrá un éxito y el camino hacia un mejor funcionamiento, pero por el contrario, en otros casos supondrá un fracaso y un paso atrás en la marcha de la empresa.

Además, los controles gubernamentales resultan muy importantes para evitar los comportamientos oportunistas, puesto que los directivos evitarán desarrollar prácticas desleales por temor a la sanción impuesta.

Así pues, todo lo anterior puede condicionar los mecanismos de gobierno corporativo implantados, así como su incidencia para reducir los comportamientos oportunistas de los directivos de las empresas.

8. Conclusiones

En los últimos años la literatura existente sobre el gobierno de las empresas pone de manifiesto el interés que éste ha generado tanto para investigadores como para profesionales. El gobierno corporativo se constituye como una disciplina encaminada a reducir los problemas que surgen como consecuencia de las divergencias de objetivos entre los propietarios y la dirección. Para ello el gobierno corporativo ha desarrollado una serie de mecanismos, los cuales son elaborados por el organismo competente de cada país y plasmados en los códigos de buen gobierno, lo cual provoca que existan divergencias entre países. No obstante, todos los países coinciden en distinguir una serie de mecanismos comunes como son aquellos relativos a conseguir la independencia de los consejos de administración, así como la independencia de la comisión de auditoría y la comisión de remuneración.

Podemos diferenciar entre mecanismos internos y externos de gobierno corporativo. Los primeros de ellos son aquellos implantados voluntariamente por la empresa con base en el código de buen gobierno del país. Por su parte, los mecanismos

externos son aquellos que se escapan al control de la empresa, pues se ponen en marcha por el propio funcionamiento de los mercados o del entorno de la compañía.

Así pues, el gobierno corporativo se erige como un instrumento de control para los propietarios de las empresas, por tanto, en su intento de controlar a la dirección está íntimamente ligado con la salvaguarda de la información contable, de tal forma que se eviten comportamientos oportunistas por parte de los directivos de las compañías.

El objetivo de este capítulo ha sido contrastar si realmente los mecanismos de gobierno corporativo consiguen reducir los comportamientos oportunistas de los directivos de las empresas, además de determinar la efectividad de éstos durante la crisis, es decir, si realmente cumplen las funciones de control que se les otorgan independientemente de las desavenencias económicas, las cuales a priori tenderán a reducir aquellas prácticas que no reporten beneficios económicos. Para ello se tomó una muestra de empresas no financieras que cotizaban en Estados Unidos, Reino Unido, Japón, Italia, Francia y España durante el período 2005-2009.

Para llevar a cabo el contraste de las hipótesis de investigación que se plantearon con base en el objetivo planteado en este capítulo, utilizamos un análisis de datos de panel, tomando como variable dependiente los ajustes por devengo discrecionales, calculados mediante el modelo de Kothari, y como variables independientes los diferentes mecanismos de gobierno definidos en este capítulo, una variable multiplicativa de los mecanismos de gobierno durante la crisis económica, el control de la corrupción que ejercen los gobiernos de cada país, las oportunidades de crecimiento de la empresa y el tamaño de ésta. Como consecuencia de la imposibilidad de obtener líneas argumentales para todos los países optamos por agrupar los países en dos grupos. En el primer grupo se distinguía entre aquellos países donde la gestión del resultado es mayor o menor durante la crisis, dicha clasificación se realizó con base en los resultados obtenidos en el segundo capítulo de este trabajo de investigación. Por su parte, la segunda clasificación que realizamos de los países fue distinguir entre países de entorno anglosajón y países de entorno continental.

Los resultados obtenidos del análisis empírico evidencian el buen funcionamiento de los mecanismos de gobierno corporativo durante la crisis económica, puesto que gran parte de ellos han contribuido a reducir la gestión del resultado. Además, el funcionamiento de dichos mecanismos ha sido mejor en aquellos países donde el nivel de *accruals* es menor durante la crisis económica, así como en los países del entorno anglosajón. En el primer grupo de países ha sido muy relevante el funcionamiento de

dichos mecanismos puesto que ha conseguido reducir los comportamientos oportunistas de tal forma que se pueda crear este grupo de países. En el caso de los países anglosajones, la efectividad de estos mecanismos puede ser consecuencia de la estructura de sus mercados y sus empresas, puesto que se caracterizan por unos mercados donde prima la protección de los inversores y, además, la propiedad de las empresas suele ser dispersa, por tanto, ante este contexto prima hacer cumplir los mecanismos establecidos y, como consecuencia, se realiza un mayor control sobre la dirección de la compañía.

Asimismo, merece especial atención la relevancia de los consejeros externos para disminuir la gestión del resultado. Hasta el momento la diversidad de nacionalidades dentro del consejo había sido un tema irrelevante en la literatura, sin embargo, nuestro trabajo aporta evidencias empírica de la relevancia de estos consejeros a la hora de desempeñar la función de control atribuida al consejo de administración.

Resulta importante destacar el trabajo realizado por las firmas de auditoría, puesto que durante la crisis se han convertido en un pilar fundamental para reducir la discrecionalidad contable, lo cual pone de manifiesto la efectividad de la labor de auditoría.

En relación con el entorno institucional de los países, el control de la corrupción es primordial para reducir la gestión del resultado. Asimismo, el tamaño de la empresa también es una característica relevante, puesto que las empresas de mayor tamaño tienden a reducir el nivel de *accruals*, lo cual puede ser consecuencia de la existencia de mayores controles sobre las actuaciones de la dirección.

CONCLUSIONES

En este apartado se muestran las principales conclusiones obtenidas en este trabajo de investigación, así como las limitaciones del mismo y las posibles futuras líneas de investigación en relación con la temática abordada. En el mismo se han planteado tres objetivos. En cuanto al primero de ellos, se pretendía determinar con base en tres modelos de *accruals*, cuál de ellos calculaba la mejor aproximación al verdadero nivel de gestión del resultado. En relación con el segundo objetivo planteado, consistía en determinar si la actual crisis económica supone un incentivo para que los directivos de las empresas desarrollen conductas oportunistas en relación con los resultados empresariales. Y el tercer objetivo enunciado pretendía determinar la capacidad de los mecanismos de gobierno corporativo para reducir la gestión del resultado, asimismo, se ha tenido en cuenta la efectividad de éstos durante la crisis económica. Los objetivos enunciados anteriormente se han desarrollado ampliamente en los tres capítulos anteriores, en los cuales se han asentado las bases teóricas relacionadas con la gestión del resultado y el gobierno corporativo, así como la parte empírica establecida para contrastar los objetivos de investigación.

En primer lugar, se ha tratado de determinar a partir de tres modelos existentes en la literatura para el cálculo de los ajustes por devengo discrecionales, cuál de ellos conseguía la mejor aproximación al valor real de dicha magnitud. Así pues, se compararon en modelo de Jones, el modelo de Jones modificado y el modelo de Kothari, a los cuales una vez calculados los ajustes por devengo discrecionales, se les aplicaron las pruebas de especificación y potencia relativas al error tipo I y error tipo II. Por su parte, la muestra para llevar a cabo el desarrollo empírico anterior estaba compuesta por 33.410 observaciones correspondientes a empresas no financieras de Estados Unidos, Reino Unido, Corea, Japón, Italia, Alemania, Francia, España, Canadá y Australia que han cotizado en mercados de valores a lo largo del periodo 2005-2009.

En relación con las pruebas de especificación correspondientes al número de veces que se comete el error tipo I, los resultados aportaron evidencias de que los tres modelos de *accruals* se situaban entre los niveles óptimos, los cuales se establecieron en el 10%. No obstante, para el caso concreto de Estados Unidos y Japón en el modelo de Jones y Canadá en el modelo de Kothari no se cumplía dicho límite. Por ello, para determinar si al menos el porcentaje de error era inferior al 10% se aplicó otro test, el cual confirmó que dicho valores no superaban el límite establecido. Así pues, podemos confirmar que los tres modelos están bien especificados.

En cuanto a las pruebas de potencia relativas al número de veces que se comete el error tipo II, los resultados concluyen que el modelo de Kothari comete un menor porcentaje de error con respecto al modelo de Jones y al modelo de Jones modificado.

Así pues, con los resultados descritos anteriormente relativos a las pruebas de especificación y potencia realizados a los tres modelos de *accruals* analizados, podemos concluir la conveniencia de utilizar el modelo de Kothari con relación al modelo de Jones y al modelo de Jones modificado, puesto que al calcular los ajustes por devengo discrecionales con base en este modelo la aproximación a tal magnitud es más fiable que si lo hiciéramos con alguno de los otros dos modelos descritos.

En segundo lugar, se pretendía determinar el posible incentivo o desincentivo que la crisis económica podía suponer para los directivos en relación con la gestión del resultado. Así pues, una vez determinada la conveniencia de utilizar el modelo de Kothari con relación al modelo de Jones y al modelo de Jones modificado, se tomó como variable dependiente los ajustes por devengo discrecionales calculados a partir de este modelo. Por su parte, como variables independientes se utilizaron la crisis económica, una serie de variables relativas al entorno institucional y unas variables que controlaran las características propias de cada empresa. La metodología utilizada se ha basado en regresiones lineales y en test de medias que nos permitían distinguir entre dos períodos de tiempo, antes y durante la crisis. En cuanto a la composición de la muestra, ésta la formaban 28.071 observaciones de empresas no financieras que cotizan en Estados Unidos, Reino Unido, Corea, Japón, Italia, Alemania, Francia, España, Canadá y Australia durante el período 2005-2009.

A partir de los resultados empíricos obtenidos podemos concluir que en Canadá y Australia el hecho de que exista o no crisis económica no ejerce ninguna influencia en la gestión del resultado. Sin embargo, en el resto de países analizados sí existe tal relación, de tal modo que en Estados Unidos, Corea, Japón, Italia y España el nivel de *accruals* es superior durante la crisis que antes de ésta, mientras que en Reino Unido, Alemania y Francia, el hecho de que el país esté afectado por la crisis económica ha reducido las prácticas discrecionales llevadas a cabo por los directivos.

Asimismo, los resultados anteriores en relación con Estados Unidos, Corea, Japón e Italia se explican por la existencia en dichos países de empresas de tamaño reducido con respecto a la media muestral y, tal y como ha puesto de manifiesto la literatura, en las empresas de menor tamaño la gestión del resultado aumenta, lo cual puede deberse a la falta de sistemas de control efectivo con relación a aquellas empresas de mayor tamaño.

Por su parte, España se caracteriza por empresas con elevadas oportunidades de crecimiento durante la crisis económica, lo cual ha originado que en este país el nivel de *accruals* sea superior durante dicho período de tiempo.

No obstante, no podemos olvidarnos del entorno institucional en el que operan las empresas. Así en Corea, Japón e Italia, éste se caracteriza por unas débiles medidas gubernamentales en relación con las implantadas por los gobiernos del resto de países de la muestra. Por su parte, en Corea y en Japón el control sobre la corrupción ha sido una de las principales medidas llevadas a cabo por las fuerzas gubernamentales durante la crisis, aunque no en gran medida.

Por último, se ha tratado de determinar la capacidad de los mecanismos de gobierno corporativo para reducir la discrecionalidad contable, así como el posible efecto que ha podido tener la crisis económica para reducir o incrementar dicha capacidad. Para ello la muestra se componía de 3.831 observaciones de empresas no financieras que cotizan en Estados Unidos, Reino Unido, Japón, Italia, Francia y España durante los años 2005-2009. En cuanto a la metodología utilizada, dada la naturaleza de la muestra, se realizó un análisis de datos de panel. Asimismo, ante la imposibilidad de arrojar resultados concluyentes entre países, se optó por agrupar éstos diferenciando entre aquellos países donde el nivel de *accruals* es mayor durante la crisis y aquellos donde es menor según los resultados obtenidos en el primer capítulo, y también diferenciamos entre países de entorno anglosajón y países de entorno continental. En cuanto a las variables utilizadas para comprobar el objetivo de investigación se utilizó como variable dependiente los ajustes por devengo discrecionales calculados según el modelo de Kothari, mientras que como variables independientes se definieron una serie de mecanismos de gobierno corporativo, la crisis económica, el control de la corrupción por parte de los gobiernos de cada país, el tamaño de las empresas y las oportunidades de crecimiento de éstas.

En cuanto a los resultados obtenidos con relación al objetivo descrito anteriormente, se encuentran evidencias de la efectividad de los mecanismos de gobierno corporativo para reducir la discrecionalidad contable durante la crisis económica. No obstante, dicha efectividad ha sido muy superior en el conjunto de países donde el nivel de *accruals* era menor durante la crisis que antes de ésta, así como en el grupo de países del entorno anglosajón.

Dentro de los mecanismos de gobierno corporativo analizados resulta imprescindible realizar especial mención a la presencia de consejeros extranjeros y a la labor de la firma auditora. Los consejeros extranjeros no han sido muy estudiados en los

trabajos que previamente se han centrado en estudiar la relación entre los mecanismos de gobierno y la gestión del resultado. Sin embargo, nuestros resultados ponen de manifiesto la importancia de la diversidad de nacionalidad dentro de los consejos de administración, puesto que como consecuencia de que muchos de los consejeros extranjeros ocupan tal cargo en representación de empresas de otros países, el control sobre la dirección llevado a cabo por éstos es mucho más efectivo y, por tanto, se reduce la discrecionalidad contable, ya que las empresas a las que representan gozan de un mayor conocimiento de las estructuras y funcionamientos empresariales, por lo que preocuparán evitar determinadas actuaciones en relación con la gestión de la empresa. Por su parte, también es destacable la labor desempeñada por las firmas auditoras durante la crisis económica, puesto que han conseguido reducir la gestión del resultado, por tanto, se pone de manifiesto la efectividad de éstas en el desarrollo de sus funciones.

Por su parte, algunos gobiernos no han optado por instaurar fuertes medidas institucionales que garanticen, si no que en determinados países cuentan con débiles sistemas legales y controles, lo cual ha provocado que se incremente en éstos la gestión del resultado durante la crisis económica.

En este trabajo de investigación se ha pretendido poner de manifiesto los comportamientos desarrollados por los directivos durante la crisis económica en relación con la gestión del resultado, así como la importancia de los mecanismos de gobierno corporativo para evitar comportamientos oportunistas por parte de la gerencia. Resulta evidente que ante un contexto económico desfavorable las empresas implantarán una serie de medidas para reducir aquellos costes innecesarios y poder afrontar la difícil situación económica. Asimismo, los mercados se convierten en elementos de control para las empresas, puesto que los inversores centrarán su atención en la marcha de las compañías, penalizando los malos resultados. Así pues, por todo lo anterior, conocer si la gerencia manipula los resultados o no durante la crisis económica puede ayudar a los inversores y propietarios de las empresas a entender algunos de los resultados obtenidos, incluso resulta de suma importancia para los proveedores y acreedores de las organizaciones, ya que ello determinará si la capacidad de las compañías para hacer frente a los pagos es real o ficticia. Por tanto, ante la incertidumbre instaurada en los mercados conocer en qué países o en qué empresas las cuentas anuales se han elaborado introduciendo algún tipo de sesgo puede resultar de gran utilidad para la toma de decisiones.

Además, hemos contribuido en la investigación empírica relacionada con el gobierno corporativo, puesto que se han aportado resultados concluyentes acerca de la relevancia que tienen los diferentes mecanismos de gobierno para mitigar la gestión del resultado ante una crisis económica, lo cual es primordial para el buen funcionamiento de las empresas, puesto que ante un contexto económico desfavorable primarán aquellas políticas que contribuyan a incrementar los esfuerzos de las organizaciones para sobrevivir ante tal contexto.

No obstante, el presente trabajo de investigación tiene algunas limitaciones en cuanto al período de tiempo y la muestra utilizada. En relación con el período de tiempo, convendría ampliarlo para los años de crisis económica, puesto que en algunos países como por ejemplo Reino Unido y Australia, en nuestro trabajo sólo el año 2009 recoge la crisis en estos países, puesto que cuando comenzamos a desarrollar este trabajo de investigación no disponíamos de información financiera relativa a años posteriores, por tanto, tuvimos que realizar el estudio teniendo en cuenta esta limitación. Asimismo, otra limitación hace referencia a la muestra de empresas, pues para las variables de gobierno corporativo en el caso concreto de Francia sólo disponemos de información para 299 observaciones durante todo el período de análisis, lo cual puede considerarse un número reducido teniendo en cuenta la muestra para el resto de países, así como el número de empresas que cotizan en dicho país, el cual se sitúa en torno a las 240 empresas.

Por último, en cuanto a las futuras líneas de investigación, a partir de las conclusiones que hemos obtenido con nuestro estudio, sería muy interesante profundizar en las causas que han provocado que durante la crisis económica los mecanismos de gobierno corporativo no hayan resultado tan efectivos a la hora de reducir la discrecionalidad contable en aquellos países donde el nivel de *accruals* es mayor, así como en los países del entorno continental.

Asimismo, otra posible línea de investigación sería profundizar en los perfiles de los consejeros, es decir, en los aspectos cognitivos de éstos, puesto que estas características pueden condicionar las decisiones que toman en la empresa. Además, pueden ayudar a explicar cuál ha sido el desempeño empresarial durante la crisis y dilucidar una explicación a las conclusiones que hemos obtenidos en cuanto a las diferencias existentes entre las empresas de los distintos países. Los conocimientos y experiencias empresariales de los distintos consejeros es una línea de investigación que actualmente se está desarrollando en la literatura, puesto que son el origen de muchas de las decisiones que se toman en las empresas. Asimismo, esto junto con la especial atención

que la literatura presta a la tarea de asesoramiento que los consejeros proporcionan a los directivos suponen una línea de investigación novedosa y posiblemente muy prolífera para futuras investigaciones.

BIBLIOGRAFÍA

- Abad, C., Garcia-Borbolla, A., Garrod, N., Laffarga, J., Larran, M. y Piñero, J., (2000): "An evaluation of the value-relevance of consolidated versus unconsolidated accounting information: evidence from quoted Spanish firms", *Journal of International Financial Management and Accounting*. Vol. 11, No.3, pp. 156-177.
- Abbott, L.J., Parker, S. y Peters, G.F. (2004): "Audit committee characteristics and restatements", *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, Vol. 22, No. 1, pp. 46-50.
- Abdul Rahman, R. y Mohamed, A. (2006): "Board, audit committee, culture and earnings management: Malaysian evidence", *Managerial Auditing Journal*, Vol. 21, No. 7, pp. 783-804.
- Adams, R. y Ferreira, D. (2007): ".A theory of friendly boards", *Journal of Finance*, No. 62, pp. 217-250.
- Adams, R. y Ferreira, D. (2009): "Women in the boardroom and their impact on governance and performance", *Journal of Financial Economics*, No. 94, pp. 291-309.
- Aggarwal, R., Erel, I., Stulz, R. y Williamson, R. (2009): "Differences in governance practices between u.s. and foreign firms: measurement, causes, and consequences", *Review of Financial Studies*, No. 22, pp. 3132-3169.
- Agrawal, A. y Knoeber, C. (2001): "Do some outside directors play a political role?", *Journal of Law and Economics*, No. 14, pp. 179-198.
- Aguilera, R. V. y Cuervo-Cazurra, A. (2004): "Codes of good governance worldwide: what is the trigger?", *Organization Studies*, No. 25, pp. 415-443.
- Aguilera, R.V. y Cuervo-Cazurra, A. (2009): "Codes of good corporate", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 17, No. 3, pp. 376-387.
- Aharony, J.; Lin, C. y Loeb, M. (1993): "Initial public offerings, accounting choices, and earnings management", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 10, No. 1, pp. 61-81.
- Ahmed, A., Duellman, S. y Abdel-Meguid, A. (2006): "Auditor independence, corporate governance, and abnormal accruals", *Working paper*, Texas A&M University.
- Almazan, A. y Suarez, J. (2003): "Entrenchment and severance pay in optimal governance structures", *Journal of Finance*, No. 58, pp. 519-547.

- Anderson, C.A. y Anthony, R.N. (1986): "The new corporate directors: insights for board members and executives", New York.
- Antle, R., Griffin, P., Teece, D. y Williamson, O. (1997): "An economic analysis of auditor independence for a multi-client, multiple-service public accounting firm", The Law & Economics Consulting Group, Inc.
- Apellániz, P y Labrador, M. (1995): "El impacto de la regulación contable en la manipulación del beneficio. Estudio empírico de los efectos del PGC de 1990". Revista Española de Financiación y Contabilidad, No.82, pp. 13-40.
- Arellano, M (2003): "Panel data econometrics", Oxford University Press.
- Arrow, K.L. (1965): "Aspects of the theory of risk bearing", Helsinki, Academic Publishers.
- Aspe, P. (2009): "Los orígenes de la crisis", CNNExpansión.
- Azofra, V. y Fernández, A.I. (1999): "Las finanzas empresariales 40 años después de las proposiciones de MM. Teorías y realidades", Papeles de Economía Española, No. (78-79), pp. 122-144.
- 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, No. 115, pp. 215-255.
- Azofra, V. y Santamaría, M. (2004): "Gobierno y eficiencia de las cajas de ahorro españolas", Universia Business Review, No. 2, pp. 48-59.
- Bhagat, S., y Black, B. S. (1999): "The uncertain relationship between board composition and firm performance", The Business Lawyer, No. 54, pp. 921-63.
- Bhagat, S. y Black, B. S. (2002): "The non-correlation between board independence and long-term firm performance", Journal of Corporation Law, No. 27, pp. 231-73.
- Baliga, B.R., Moyer, R.C. y Rao, R.S. (1996): "CEO duality and firm performance: what is the fuss?", Strategic Management Journal, Vol. 17, No. 7, pp. 345-360.
- Ball, R., Kothari, S.P. y Robin, A. (2000): "The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings", Journal of Accounting and Economics, No. 29, pp. 1-51.

- Ball, R., Robin, A. y Wu, J. S. (2003): "Incentives versus standards: Properties of accounting income in four East Asian countries and implications for acceptance of IAS", *Journal of Accounting and Economics*, No. 36, pp. 235-270.
- Ball, R. y Shivakumar, L. (2005): "Earnings quality in U.K. private firms: Comparative loss recognition timeliness", *Journal of Accounting and Economics*, No. 39, pp. 83-128.
- Ball, R. y Shivakumar, L. (2006): "The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition", *Journal of Accounting Research*, Vol. 44, No. 2, pp. 207-242.
- Balsam S., Chen, H. y Sankaraguruswamy, S. (2003): "Earnings management prior to stock option grants", document de travail, SSRN.
- Barnea, A., Ronen, J. y Sadan, S. (1976): "Classificatory smoothing of income with extraordinary items", *The Accounting Review*, Vol. 51, No. 1, pp. 110-122.
- Barotini, R. y Bozzi, S. (2011): "Board compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies", *Journal of Management and Governance*, No. 15, pp. 59-89.
- Barth, M., Landsman, W. y Lang, M. (2008): "International accounting standards and accounting quality", *Journal of Accounting Research*, No. 46, pp. 467-498.
- Bartov, E., Gul, F.A. y Tsui, J.S.L. (2001): "Discretionary-accruals models and audit qualifications", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 30, No. 3, pp. 421-452.
- Basílico, E., Grove, H. y Cook, T. (2004): "A comparative analysis of U.S. and European approaches for detection and prevention of fraudulent financial reporting practices", Trabajo presentado al XXVII Congreso anual de la European Accounting Association. Praga.
- Beasley, M. S. (1996): "An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud". *The Accounting Review* No.71, pp. 443-65.
- Beasley, M.S., Carcello, J. V., Hermanson, D. R. y Lapedes, P. D. (2000): "Fraudulent financial reporting: consideration of industry traits and corporate governance mechanisms", *Accounting Horizons*, No. 14, pp. 441-52.

- Beasley, M.S. y Salteiro, S.E. (2001): "The relation between board characteristics and voluntary improvements in audit committees composition and experience", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 18, No. 4, pp. 75-82.
- Beatty, R. y Ritter, J. (1986): "Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings", *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, No. 1/2, pp. 213-32.
- Beaver, W., McNichols, M.F. y Nelson, K.K. (2003): "Management of the loss reserve accrual and distribution of earnings in the property casualty insurance industry", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 35, No. 2, pp. 347-376.
- Bebchuk, L. A. y Weisbach, M. S. (2010): "The state of corporate governance research", *The Review of Financial Studies*, No. 23, pp. 939-961.
- Becker, C.L., Defond, M.L., Jiambalvo, J. y Subramanyam, K.R. (1998): "The effect of the audit quality on earnings management", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 15, No. 1, pp. 765-779.
- Bédard, J., Chtourou, S. M. y Courteau, L. (2004): "The effect of audit committee expertise, independence, and activity on aggressive earnings management", *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, Vol. 23, No. 2, pp. 13-35.
- Bell, T.B., S. Szykowny y Willingham, J.J. (1991): "Assessing the likelihood of fraudulent financial reporting: a cascaded logit approach." Working Paper, Montvale, NJ: KPMG Peat Marwick.
- Beneish, M.D. (2001): "Earnings management: a perspective", *Managerial Finance*, Vol. 27, No. 12, pp. 3-17.
- Beneish, M.D. (1999): "Incentives and penalties related to earnings overstatements that violate GAAP", *The Accounting Review*, No. 74, pp. 425-457.
- Berle, A. A., y Means, G.C. (1932): "The modern corporation and private property", New York, The Macmillan Company.
- Berman, S.L., Wicks, A.C., Kotha, S. y Jones, T.M. (1999): "Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance", *Academy of Management Journal*, Vol. 42, No. 5, pp. 488-506.
- Bernard, V. y Skinner, D. (1996): "What motivates managers' choice of discretionary accruals?". *Journal of Accounting and Economics*, No. 22, pp. 313-325.

- Blanckburn, V. (1994): "The effectiveness of corporate control in US", *Corporate Governance – An International Review*, Vol. 2, No. 4, pp. 89-95.
- Boone, A., Field, L., Karpoff, J. y Raheja, C. (2007): "The determinants of corporate board size and composition: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, No. 85, pp. 66-101.
- Bowen, R. M., Rajgopal, S. y Venkatachalam, M. (2002): "Accounting choice, corporate governance and firm performance", http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id
- Boyd, B. (1995): "CEO duality and firm performance: a contingency model", *Strategic Management Journal*, Vol. 16, No. 4, pp. 155-170.
- Boynton, C.E., Dobbins, P.S. y G.A. Plesko, G.A. (1992): "Earnings management and the corporate alternative minimum tax", *Journal of Accounting Research*, No. 30, suplemento, pp. 131-153.
- Bradbury, M.E. (1990): "The incentives for voluntary audit committee formation", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 9, No. 1, p. 19.
- Brickley, J. A., Coles, J. L. y Terry, R. L. (1994): "Outside directors and the adoption of poison pills", *Journal of Financial Economics*, No. 35, pp. 371-90.
- Brown, P., Beekes, W. y Verhoeven, P. (2011): "Corporate governance, accounting and finance: a review", *Accounting and Finance*, No. 51, pp. 96-172.
- Brown, S.J. y Warner, J.B. (1980): "Measuring Security Price Performance", *Journal of Financial Economics*, No. 14, pp. 3-31.
- Brown, S.J. y Warner, J.B. (1985): "Using Daily Stock Returns: the Case of Event Studies", *Journal of Financial Economics*, No. 8, pp. 205-258.
- Burgess, Z. y Tharenou, P. (2002): "Women board directors: characteristics of the few", *Journal of Business Ethics*, Vol. 37, No. 1, pp. 39-49.
- Burns, N. y Kedia, S. (2006): "The impact of performance-based compensation on misreporting", *Journal of Finance Economics*, Vol. 79, No. 1, pp. 35-67.

- Bushee, B. J. y Noe, C. F. (2000): "Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility", *Journal of Accounting Research*, No. 38 (Suppl.), pp. 171-202.
- Bushman, R., J. Piotroski y Smith, A. (2004): "What determines corporate transparency?", *Journal of Accounting Research* No. 42, pp. 207-252.
- Byrd, J. W. y Hickman, K. A. (1992): "Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids", *Journal of Financial Economics*, No. 32, pp. 195-221.
- Callao, S. y Jarne, J.I. (2011): "El impacto de la crisis en la manipulación contable"; *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, Vol. 14, No. 2, pp. 59-85.
- Callao, S., Gasca, M. M. y Jarne, J.I. (2008): "Gobierno corporativo y deficiencias de la información contable", *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, Vol. 10, No. 1, pp. 133-156.
- Campbell, K y Mínguez-Vera, A. (2008): "Gender diversity in the boardroom and firm financial performance", *Journal of Business Ethics*, No. 83, pp. 435-451.
- Carrasco, A., Laffarga, J. y Ruíz, E. (2011): "Diferencias culturales entre países y acceso de la mujer a los consejos de administración", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. 40, No. 152, pp. 629-656.
- Carcello, J.V. y Nagy, A. (2004): "Audit firm tenure and fraudulent financial reporting", *Auditing a Journal of Practice Theory*, Vol. 23, No. 1, pp. 55-69.
- Carson, E. (2002): "Factors associated with the development of board sub-committees", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 10, No. 1, pp. 4-18.
- Carter, D. A., D'Souza, F., Simkins, B. J. y Simpson, W. G. (2010): "The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 18, No. 5, pp. 396-414.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., y Simpson, W. G. (2003): "Corporate governance, board diversity and firm value", *The Financial Review*, No. 38, pp. 44-53.
- Casterella, J., Knechel, W. R. y Walker, P. L. (2002): "The relationship of audit failures and auditor tenure", Working paper, University of Florida.
- Catalyst (2004): "The Bottom line: connecting corporate performance and gender diversity", Catalyst, Nueva York, www.catalyst.org.

- Chaves, R., Ribas, M. A. y Sajardo, A. (2005): "Cumplimiento del primer principio: análisis de la discriminación por género en las cooperativas españolas", *Revista de la Cooperación Internacional*, No. 1, pp. 101-118.
- Chen, K.Y., Lin, K.L. y Zhou, J. (2005): "Audit quality and earnings management for Taiwan IPO firms", *Managerial Auditing Journal*, Vol. 21, No. 1, pp. 34-46.
- Cheung, Y. L., Stouraitis, A., y Wong, A. (2003): "Ownership concentration and executive compensation in closely held firms: evidence from Hong Kong", HKIMR working paper.
- Chhaochharia, V. y Grinstein, Y. (2008): "Executive compensation and board structure", Working Paper, Cornell University.
- Chiang, S.L., Huang, L.H. y Hsiao, H.C. (2011): "Study of earnings management and audit quality", *African Journal of Business Management* Vol. 5, No. 7, pp. 2686-2699.
- Chtourou, S. M., Bédard, J., and Courteau, L. (2001): "Corporate governance and earnings management. <http://SSRN.com/abstract=275053>.
- Claessens, S., Djankov, S. y Lang, L. (2000): "The separation of ownership and control in east Asian corporations", *Journal of Financial Economics* No.58, pp.81-112.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. y Lang, L. (2002): "Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings", *Journal of Finance* No. 57, pp. 2741-2772.
- Coles, J., Naveen, D. y Lalitha, N., (2008): "Boards: does one size fit all?", *Journal of Financial Economics*, No. 87, pp. 329-356.
- Collins, P. y Hribar, D.W. (2002): "Errors in estimating accruals: implications for empirical research", *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No. 1, pp. 105-134.
- Conger, J., Finegolda, D. y Lawler, E. (1998): "Appraising boardroom performance", *Harvard Business Review*, No. 76, pp. 136-148.
- Cornett, M.M., Marcus, A.J. y Tehranian, H. (2008): "Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management", *Journal of Financial Economics*, No. 87, pp. 357-373.
- Cotter, J. F., Shivdasani, A. y Zenner, M. (1997): "Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers?", *Journal of Financial Economics*, No. 43, pp. 195-218.

- Core, J.E., Holthausen, R.W. y Larcker, D.F. (1999): "Corporate governance, chief executive officer compensation and firm performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, No. 3, pp. 175-189.
- Crespi, R., y Gispert, C. (1999): "Board remuneration, performance and corporate governance in large Spanish companies", http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=161869.
- Cuervo, A., Fernández, A.I. y Gómez, S. (2002): "Mecanismos externos de control de la empresa: el papel de los bancos y el mercado de control en entornos de baja protección del inversor", *Ekonomiaz*, No. 5, pp. 54-73.
- Cuervo, A. (2002): "Corporate governance mechanisms: a plea for less code of governance and more market control", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 10, No. 2, pp. 84-93.
- Dahya, J. y Travlos, N.G. (2000): "Does the one man show pay? Theory and evidence on the dual CEO revisited", *European Financial Management*, No. 6, pp. 85-98.
- Daily, C.M. y Dalton, D.R. (1992): "The relationship between governance structure and corporation performance in entrepreneurial firms", *Journal of Business Venturing*, Vol. 7, No. 5, pp. 89-112.
- Daily, C.M., Certo, S.T. y Dalton, D.R. (1999): "A decade of corporate women: some progress in the boardroom, none in the executive suite", *Strategic Management Journal*, Vol.20, No. 1, pp. 93-99.
- Dalton, D.R., Daily, C.M., Johnson, J. y Ellstrand, A. (1999): "Number of directors and financial performance: a meta-analysis", *Academy of Management Journal*, No. 42, pp. 674-686.
- Dann, L., Del Guercio, D. y Partch, M. (2003): "Governance and boards of directors in closed-end investment companies", *Journal of Financial Economics*, No. 69, pp. 111-48.
- Davidson, W. N., Pilger, T. y Szakmary, A. (1998): "Golden parachutes, board and committee composition, and shareholder wealth", *The Financial Review*, Vol. 33, No. 4, pp. 17-32.
- Davis, L. R., Soo, B. y Trompeter, G. (2002): "Auditor tenure, auditor independence and earnings management", Working paper, Boston College.

- Davis, J.H., Schoorman, F.D. y Donaldson, L. (1997): "Toward a stewardship theory of management", *The Academy of Management Review*, Vol. 22, No.1, pp. 20-47.
- Davis, J.H., Schoorman, F.D. y Donaldson, L. (2004): "Toward a stewardship theory of management", En Clarke T. (Ed.), *Theories of Corporate Governance*. Oxon: Routledge.
- De Andrés, P. y Vallelado, E. (2008): "Corporate governance in banking: the role of the board of directors", *Journal of Banking & Finance*, No. 32, pp. 2570-2580
- De Andrés, P., Azofra, V. y López, F. (2001): "Discrecionalidad directiva, dirección de resultados y gobierno de la empresa: un análisis empírico internacional". Trabajo presentado al XI Congreso AECA, 26-28 Septiembre, Madrid.
- De Urquijo, J.L. y Crespo A. (2004): "El consejo de administración: Conducta, funciones y responsabilidad financiera de los consejeros", Deusto S.A. Ediciones.
- DeAngelo, L. E. (1981a): "Auditor independence, 'low balling', and disclosure regulation", *Journal of Accounting and Economics*, No. 3, pp. 113-127.
- DeAngelo, L. E. (1981b): "Auditor size and audit quality", *Journal of Accounting and Economics*, No. 3, pp. 183-99.
- DeAngelo, L. (1986): "Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders", *The Accounting Review*, Vol. 61, No.3, pp. 400-420.
- Dechow, P. M. y Sloan, R.G. (1991): "Executive incentives and the horizon problem: an empirical investigation", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 14, No. 1, pp. 51-89.
- Dechow, P. M. (1994): "Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: the role of accounting accruals", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18, No. 1, pp. 3-42.
- Dechow, P. M., Sloan, R. y Sweeney, A. (1995): "Detecting earnings management", *The Accounting Review*, Vol. 70, No. 2, pp. 193-225.
- Dechow, P., Sloan, R. y Sweeney, A. (1996): "Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 13, No. 1. pp. 1-36.

- Dechow, P., Kothari, S. P. y Watts, R. (1998): "The relation between earnings and cash flows", *Journal of Accounting and Economics*, No. 25, pp. 133-168.
- Dechow, P.M. y Skinner, D.J. (2000): "Earnings management: reconciling the views of accounting academics, Practitioners, and Regulators", *Accounting Horizons*, Vol.14, No. 2, pp. 235-250.
- Dechow, P. M., y Dichev, I. D. (2002): "The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors", *The Accounting Review*, No. 77, pp. 35-59.
- Dechow, P., Ge, W. y Schrand, C. (2010): "Understanding earnings quality: a review of the proxies, their determinants and their consequences", *Journal of Accounting and Economics*, No. 50, pp. 344-401.
- DeFond, M. L. y Subramanyam, K. R. (1998): "Auditor changes and discretionary accruals", *Journal of Accounting and Economics*, No. 25, pp. 36-67.
- De Fond, M. L. (1992): "The association between changes in client firm agency costs and auditor switching", *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, No. 1, pp. 16-31.
- DeFond, M.L. y Jiambalvo, J. (1994): "Debt covenant violation and manipulation of accruals", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, No. 1-2, pp. 145-176.
- Delgado, M.M. (2001): "Factores determinantes de la discrecionalidad directiva en materia contable: una aplicación empírica a las empresas cotizadas españolas", Trabajo de investigación inédito, Universidad de Burgos.
- Deloitte & Touche (2002): "Addressing audit committee concerns in today's environment".
- Demb, A. y Friedrich, F. (1992): "The corporate board: confronting the paradoxes", Oxford University Press.
- Demsetz, H. (1983): "The structure of ownership and the theory of the firm", *Journal of Law and Economics*, No.26, pp. 375-390.
- Demsetz, H. y Lehn, K. (1985): "Structure of corporate ownership: causes and consequences", *Journal of Political Economy*, No. 93, pp. 1155-1177.
- Denis, D.J. y Serrano, J.P. (1996): "Active investors and management turnover following unsuccessful control contests", *Journal of Financial Economics*", No. 40, pp. 239-266.

- Denis, D. K., y McConnell, J. J. (2003): "International corporate governance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, No. 38, pp. 1-36.
- Desai, A., Kroll, M. y Wright, P. (2003): "CEO duality, board monitoring and acquisition performance: a test of competing theories", *Journal of Business Strategies*, Vol. 20, No. 2, pp. 137-156.
- Doidge, C., Karolyi, A. y Stulz, R. (2007): "Why do countries matter so much for corporate governance?", *Journal of Financial Economics*, No. 86, pp. 1-39.
- Donalson, L. y Davis, J.H. (1991): "Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns", *Australian Journal of Management*, No. 16, pp. 49-64.
- Donnelly, R. y Mulcahy, M. (2008): "Board structure, ownership, and voluntary disclosure in Ireland", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 16, No. 5, pp. 416-429.
- Dopuch, N., King, R. y Schwartz, R. (2003): "Independence in appearance and in fact: an experimental investigation", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 20, No. 1, pp. 79-114.
- Duffhues, P., y Kabir, R. (2008): "Is the pay-performance relationship always positive? Evidence from the Netherlands", *Journal of Multinational Financial Management*, No. 18, pp. 45-60.
- Dyck, A. y Zingales, L. (2002): "The corporate governance role of the media", *NBER Working Paper Series*.
- Dye, R. (1988): "Earnings management in an overlapping generations model", *Journal of Accounting Research*, No. 26, pp. 195-235.
- Eisenberg, T., Sundgren, S. y Wells, M. (1998): "Larger board size and decreasing firm value in small firms", *Journal of Financial Economics*, No. 48, pp. 35-54.
- Eisenhardt, K.M. (1989): "Agency theory: an assessment and review", *Academy of Management Review*, Vol. 14, No. 1, pp. 57-74.
- Elio, E. (2006): "Responsabilidad social en las cooperativas: igualdad de oportunidades entre hombres y mujeres", *Revista Vasca De Economía Social Gizarte Ekonomiaren Euskal Aldizkaria*, No. 2, pp. 35-71.

- Ellstrand, A.E., Daily, C.M., Johnson, J.L. y Dalton, D.R. (1999): "Governance by committee; The influence of board of directors' committee composition on corporate governance", *Journal of Business Strategies*, Vol. 16, No. 1, pp. 67-88.
- Erhardt, N. L., Werbel, J.D. y Shrader, C.B. (2003): "Board of director diversity and firm financial performance", *Corporate Governance*, Vol. 11, No. 2, pp. 102-111.
- Ericsson, M. y Wang, S. (1999): "Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers", *Journal of Accounting and Economics*, No. 27, pp. 149-176.
- Erickson, M., Hanlon, M. y Maydew, E.L. (2006): "Is there a link between executive equity incentives and accounting fraud?", *Journal of Accounting Research*, Vol. 44, No. 1, pp. 113-43.
- Esteban, M.L., Gargallo, A. y Pérez, F.J. (2010): "Composición del consejo rector y género en las cooperativas turolenses", *Revesco, Revista de Estudios Cooperativos*, No. 101, pp. 7-27.
- European Corporate Governance Institute (ECGI), (2011): "Comparative corporate governance: the state of the art and international regulation", http://ssrn.com/abstract_id=1713750.
- Fama, E.F. (1980): "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, pp. 288-307.
- Fama, E.F. y Jensen, M.C. (1983): "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, June, pp. 301-325.
- Fan, J. y Wong, T. (2001): "Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia", *Journal of Accounting and Economics* No. 33, pp. 401-426.
- Farber, D.B. (2005): "Restoring trust after fraud: Does corporate governance matter?", *The Accounting Review*, Vol. 80, No. 2, 539-561.
- Farmer, T., Rittenberg, L. y Trompeter, G. (1987): "An investigation of the impact of economic and organizational factors in independence", *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, No. 7, pp. 1-14.

- Fernandes, N. (2008): "Board compensation and firm performance: the role of "Independent" board members", *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 18, No. 1, pp. 30-44.
- Fernández, A.I., Gómez-Ansón, S. y Fernández-Méndez, C. (1998): "El papel supervisor del consejo de administración sobre la actuación gerencial. Evidencia para el caso español", *Investigaciones Económicas*, Vol. 22, No. 3, pp. 501-516.
- Ferreira, D., Ferreira, M. y Raposo, C. (2011): "Board structure and price informativeness", *Journal of Financial Economics*, No. 99, pp. 523-545.
- Ferreira, D., Kirchmaier, T. y Metzger, D. (2012): "Boards of Banks", <http://ssrn.com/abstract=1620551>.
- Fich, E. (2005): "Are some outside directors better than others? Evidence from director appointments from Fortune 1000 firms", *Journal of Business*, No. 78, pp. 1943-1971.
- Fields, T., Lys, T. y Vincent, L. (2001): "Empirical research on accounting choice", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, No. 1-3, pp. 255-307.
- Finkelstein, S. y D'aveni, R.A. (1994): "CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command", *Academy of Management Journal*, No. 37, pp. 1079-1108.
- Forbes, D.P. y Milliken, F.J. (1999): "Cognition and corporate governance: understanding boards of directors as strategic decision-making groups", *The Academy of Management Review*, Vol. 24, No.3, pp. 489-505.
- Freeman, R.E. (1984): "Strategic management: a stakeholders approach, Pittaman Books Limited.
- Fudenberg, D. y Tirole, J. (1995): "A theory of income and dividend smoothing." *Journal of Political Economy*, No. 103, pp. 75-93.
- Gabrielsson, J. y Huse M. (2004): "Context, behavior and evolution: challenges in research on boards and governance", *International Studies in Management and Organization*, No. 34, pp. 11-36.

- Gallén, M.L. y Giner, B. (2005): "La alteración del resultado para evitar pérdidas y descensos: evidencia empírica", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. XXXIV, No. 124, pp. 141-181.
- García-Ayuso, M., Ruiz, I. y Zamora, C. (2003): "Una aproximación empírica a las relaciones de gobierno corporativo en las empresas españolas", Trabajo presentado al XII Congreso AECA, del 29 Septiembre al 1 Octubre, Cádiz.
- García Lara, J.M., García Osma, B. y Peñalva, F. (2007): "Accounting conservatism and corporate governance", *Review of Accounting Studies*, No. 14, pp. 61-201.
- García Osma, B. y Gill de Albornoz, B. (2005): "El Gobierno Corporativo y Las Prácticas de Earnings Management: Evidencia Empírica en España", Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A.
- García Osma, B., Gill de Albornoz, B. y Gisbert, A. (2005): "La investigación sobre earnings management", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 34, núm. 127, p. 1001-1033.
- García Osma, B. (2008): "Board independence and real earnings management. The case of R&B expenditure", *Corporate Governance*, Vol. 16, No. 2, pp. 116-131.
- García Martínez, F. (2008): "Manipulaciones contables en épocas de crisis" *Revista Técnica Contable*, No. 712, pp. 14-15.
- Geiger, M.A. y Raghunandan, K. (2002): "Auditor tenure and audit reporting failures", *Auditing; A Journal of Practice & Theory*, No. 21, pp. 68-78.
- Ghosh, C., y Sirmans, C. F. (2005): "On REIT CEO compensation: does board structure matter?", *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 30, No. 4, pp. 397-428.
- Gill de Albornoz, B (2003): "Alisamiento del beneficio y manipulación de ajustes por devengo: Análisis empírico en el contexto español", Premio de investigación contable "José M^a Fernández Pirla" (XI Edición).
- Gillette, A. B., Noe, T. H. y Rebello, M. J. (2003): "Corporate board composition, protocols, and voting behavior: experimental evidence", *Journal of Finance*, No. 58, pp. 1997-2032.
- Gomez-Mejia, L. R., Larraza, M., y Makri, M. (2003): "The determinants of CEO compensation in family-controlled public corporations", *Academy of Management Journal*, No. 46, pp. 226-237.

- Gompers, P. A., Ishii, J. y Metrick, A. (2010): "Extreme governance: an analysis of dual-class firms in the United States", *Review of Financial Studies*, No.23, pp. 1051-1088.
- González Esteban, E. (2007): "La teoría de los stakeholders: un puente para el desarrollo práctico de la ética empresarial y de la responsabilidad social corporativa", *Veritas*, Vol. 2, No. 17, pp. 205-224.
- Gordon, J. N. (2007): "The rise of independent directors in the United States, 1950-2005: of shareholder value and stock market prices", *Stanford Law Review*, No. 59, pp. 1465-568.
- Gore, P., Pope, P.F. y Singh, A.K. (2001): "Non-audit services, auditor independence and earnings management", Working paper, Lancaster University.
- Gregory, A. y Collier, P. (1996): "Audit Fees and Auditor Change: an Investigation of the Persistence of Fee Reduction by Type of Change", *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 23, No.1, pp. 13-27.
- Grove, H., Patelli, L., Victoravich, L.M. y Xu, P. (2011): "Corporate governance and performance in the wake of the financial crisis: evidence from US commercial banks", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 19, No. 5, pp. 418-436.
- Guenther A. y Young, P. (2002): "Financial reporting environments at international capital mobility", *Journal of Accounting Researches*, No. 8, pp. 41-57.
- Guillén, M. F. (2000): "Corporate governance and globalization: is there convergence across countries?" *Advances in International Comparative Management*, No.13, pp. 175-204.
- Gul F., Leung S. y Srinidhi B. (2000): "The effect of investment opportunity set and debt level on earningsreturns relationship and the pricing of discretionary accruals", document de travail, City University of Hong Kong.
- Hahn, P. D. y Lasfer, M. (2011): "The compensation of non-executive directors: rationale, form, and findings", *Journal of Management & Governance*, Vol. 15, No. 4, pp. 589-601.
- Haid, A., y Yurtoglu, B. (2006): "Ownership structure and executive compensation in Germany", <http://ssrn.com/abstract=948926>.

- Harrison, J. R. (1987): "The strategic use of corporate board committees", *California Management Review*, Vol. 30, No. 1, pp. 109-125.
- Hart, O. (1995): "Corporate governance: some theory and implications", *The Economic Journal*, No. 105, pp. 678-689.
- Hartzell, J. C. y Starks, L. T. (2003): "Institutional investors and executive compensation", *Journal of Finance*, No. 58, pp. 2351-2374.
- Haxhi, I. y Van Ees, H. (2010): "Explaining diversity in the worldwide diffusion of codes of good governance", *Journal of International Business Studies*, No. 41, pp. 710-726.
- Healy, P. M. (1985): "The effect of bonus schemes on accounting decisions", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.7, No.1-3, pp. 85-107.
- Healy, P.M., Kang, S. y Palepu, K. (1987): "The effect of accounting procedure changes on executive' remuneration", *Journal of Accounting and Economics*, No. 9, pp. 7-34.
- Healy, P.M. y Wahlen, J. (1999): "A Review of the earnings management literature and its implications for standard setting". *Accounting Horizons*, Vol. 13, No. 4, pp. 365-383.
- Healy, P.M. y Palepu, K. (2002): "Governance and Intermediation Problems in Capital Markets: evidence from the Fall of Enron", *Harvard NOM Research Papers*, <http://papers.ssrn.com>.
- Hermalin, B. E. y Weisbach, M. (1988): "The determinants of board composition", *Rand Journal of Economics*, No. 19, pp. 589-606.
- Hermalin, B. E. y Weisbach, M.S. (1991): "The effects of board composition and direct incentives on firm performance", *Financial Management*, No. 20, pp. 101-12.
- Higgs, D. (2003): "Review of the role and effectiveness of non-executive directors", *Department of Trade and Industry, London*.
- Holmstrom, B. y Kaplan, S. N. (2001): "Corporate governance and merger activity in the US: making sense of the 1980s and 1990s", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, pp. 121-144.
- Holthausen, R, Lacker, D. y Sloan, R. (1995): "Annual bonus schemes and the manipulation of earnings", *Journal of Accounting and Economics*, febrero, pp. 29-74.

- Holthausen, R.W., y Larcker, D. F. (1993): "Organizational structure and financial performance", Unpublished manuscript, Wharton School University of Pennsylvania.
- Hong, S., Welch, I y T.J. Wong (1998a): "Earnings management and the postissue underperformance in seasoned equity offerings", *Journal of Financial Economics*, No.50, pp.63-99.
- Hong, S., Welch, I y T.J. Wong (1998b): "Earnings management and the long-run market performance of public offerings", *Journal of Finance*, No. 53, pp. 1935-1974.
- Huse, M. (2008): "Women directors and the "Black Box" of board behavior", *Women on Corporate Boards of Directors: International Research and Practice*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Hutchinson, M., Gul, F. y Leung, S. (2005): "Director entrenchment and governance problems: evidence from the market reaction to earnings". Trabajo presentado al XXVIII Congreso anual de la European Accounting Association. Göteborg.
- Hutchinson, M. y Bich, N. (2012): "Corporate governance and risk management: the role of risk management and compensation committees", http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1979895.
- Ibrahim, N.A. y Angelidis, J.P. (1994): "Effect of board members' gender on corporate social responsiveness orientation", *Journal of Applied Business Research*, Vol. 10, No. 1, pp. 35-40.
- Jaggi, B. y Leung, S. (2007): "Impact of family dominance of earnings management by audit committee: evidence from Hong Kong", *Journal of International Account, Auditing and Taxation*, No. 16, pp.27-50.
- Jara, M. A. (2009): ""Discrecionalidad contable, estructura de la propiedad y consejo de administración: un análisis internacional", Trabajo de investigación inédito, Universidad de Valladolid.
- Jara, M. A. y López, F.J. (2011): "Earnings management and contests for control: an analysis of european family firms", *Journal of Centrum Cathedra*, Vol. 4, No. 1, pp. 100-120.

- Jensen, M.C. y Meckling, W. (1976): "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure". *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Jensen, M. C. (1986): "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers" *American Economic Review*, No. 76, pp. 323-329.
- Jensen, M.C. (1993): "The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems", *Journal of Finance*, Vol. 48, No. 3, pp. 831-880.
- Jensen, M.C. (2001): "Value maximisation, stakeholder theory, and the corporate objective function", *European Financial Management*, Vol. 7, No. 3, pp. 297-317.
- Jeter, D.C. y Shivakumar, L. (1999): "Cross-sectional estimation of abnormal accruals using quarterly and annual data: effectiveness in detecting event-specific earnings management", *Accounting & Business Research*, Vol. 29, No. 4, pp. 299-319.
- Jin, Q. (2005): "Business Cycle, Accounting Behavior and Earnings management", Tesis disponible en <http://hdl.handle.net/1783.1/266>.
- Johari, N.H., Mohd Salleh, N., Jaffar, R. y Hassan, M.S. (2008): "The influence of board independence, competency and ownership on earning management in Malaysia", *International Journal of Economics and Management*, Vol. 2 No. 2, pp. 281-306.
- John, K. y Senbet, L. W. (1998): "Corporate governance and board effectiveness", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, No. 4, pp. 371-403.
- Johnson, J.L., Daily, C.M. y Ellstrand, A.E. (1996): "Boards of directors: a review and research agenda", *Journal of Management*, Vol. 22, No. 3, pp. 409-438.
- Johnson, J.L., Ellstrand, A.E., Dalton, C.M. y Dalton, C.R. (2002): "A finegrained analysis of director dependence: examining board composition", *Journal of Business Strategies*, Vol. 21, No. 2, pp. 111-132.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A. y Friedman, E. (2000): "Corporate governance in the asian financial crisis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1-2, pp. 141-86.
- Jones, J. (1991): "Earnings management during import relief investigations", *Journal of Accounting Research*, Vol.29, No.2, pp. 193-228.

- Kasanen, E., Kinnunen, J., y Niskanen, J. (1996): "Dividend-based earnings management: Empirical evidence from Finland", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, No. (1-3), pp. 283-312.
- Kaufmann, D., Kraay, A. y Zoido-Lobaton, P. (1999): "Governance matters." SSRN eLibrary.
- Kaufmann, D., Kraay, A. y Mastruzzi, M. (2009): "Governance matters VIII: Aggregate and individual governance indicators, 1996-2008." SSRN eLibrary.
- Khanna, T. y Palepu, K.G. (2004): "Globalization and convergence in corporate governance: evidence from Infosys and the Indian software industry", *Journal of International Business Studies*, No. 35, pp. 484-507.
- Kim, J. y Yi, C. (2009): "Does auditor designation by the regulatory authority improve audit quality? Evidence from Korea", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 28, No. 3, pp. 207-237.
- Kinney, W.R. (1999); "Auditor independence: a burdensome constraint or core value?" *Accounting Horizons*, No. 13, pp. 69-75.
- Klein, A. (1996): Why hold-ups occur: the self-enforcing range of contractual relationships", *Economic Inquiry*, No. 34, pp. 444-463.
- Klein, A. (1998): "Firm performance and board committee structure", *Journal of Law and Economics*, Vol. 41, No. 1, pp. 275-303.
- Klein, A. (2002): "Audit committees, board of director characteristics and earnings management", *Journal of Accounting and Economics*, No. 33, pp. 375-400.
- Klein, A. (2003): "Likely effects of stock exchange governance proposals and Sarbanes-Oxley on corporate boards and financial reporting", *Accounting Horizons*, Vol. 17, No. 4, pp. 343-355.
- Kothari, S., Leone, A. y Wasley, C. (2005): "Performance matched discretionary accruals measures", *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 39, No. 1, pp. 163-97.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R., (1998): "Law and finance", *Journal of Political Economy*, No. 106, pp. 1113-1155.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R.W. (2000): "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics*, No. 58, pp. 3-27.
- Laffarga, J., De Fuentes, P. y Reguera, N. (2010): "Evolución de la Situación de las Mujeres en los Consejos de Administración de las Empresas Cotizadas Españolas", *Revista Contabilidad y Tributación*, Centro de Estudios Financieros, 2010, No. 328, pp. 147-172.
- Laínez, J.A. y Callao S. (1999): "Contabilidad Creativa", Civitas, Madrid.
- Larcker, D.F., Richardson, S.A. y Tuna, I. (2007): "Corporate governance, accounting outcomes and organizational performance", *The Accounting Review*, Vol. 84, No. 4, pp. 963-1008.
- Laux, C. y Laux, V. (2009): "Board committees, CEO compensation, and earnings management", *The Accounting Review*, Vol. 84, No. 3, pp. 869-891.
- Lee, P. y O'Neill, H. (2003): "Ownership structures and R&D investments of U.S. and Japanese firms: agency and stewardship perspectives", *Academy of Management Journal*, Vol. 46, No. 2, pp. 212-225.
- Lehn, K.M, Patro, S. y Zhao, M.X. (2009): "Determinants of the size and composition of us corporate boards: 1935-2000", *Financial Management*, No. 38, pp. 747-780.
- Leland, H. y Pyle, D. (1977): "Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation", *The Journal of Finance*, Vol. 32 No. 2, pp. 371-87.
- Leuz, C., Nanda, D. y Wysocki, P.D. (2003): "Earnings management and investor protection: An international comparison", *Journal of Financial Economics*, No. 69, pp. 505-27.
- Levitt, A. (1998): "The numbers game", Remarks delivered at the NYU Center for Law and Business, September 28, New York, NY.
- Lin, Z. y Shih, M. (2003): "Earnings management in economics downturns and adjacent periods: Evidence from the 1990-1991 recession", working paper, National University of Singapore.
- Lin, J.W., Li, J.F. y Yang, J.S. (2006): "The effect of audit committee performance on earnings quality", *Managerial Auditing Journal*, Vol. 21, No. 9, pp. 921-933.
- Linck, J., Netter, J. y Yang, T. (2008): "The determinants of board structure", *Journal of Financial Economics*, No. 87, pp. 308-328.

- Lipton, M. y Lorsch, J. (1992): "A modest proposal for improved corporate governance", *Business Lawyer*, No. 1, pp. 59-77.
- Liu, Q. y Lu, Z. (2007): "Corporate governance and earnings management in the Chinese listed companies: A tunneling perspective", *Journal of Corporate Finance*, No. 13, pp. 881-906.
- Llense, F. (2008): "French CEO compensations: What is the cost of a mandatory upper limit", <http://ssrn.com/abstract=1273535>.
- Loebbecke, J.K., Etning, M.M. y Willingham, J.J. (1989): "Auditors' experience with material irregularities: frequency, nature and detectability." *Auditing: a Journal of Practice and Theory*, No. 9, pp. 1-28.
- López Iturriaga, F.J. y Zarza, C. (2010): "Factores determinantes del cambio de auditor para las empresas no financieras del mercado continuo español", XV Congreso AECA, Valladolid.
- López Iturriaga, F.J. y Pereira, M.L. (2006): "Análisis internacional de los códigos de buen gobierno", *Universia Business Review*, No. 11, pp. 10-21.
- Lorsch, J.W. (1995): "Empowering the board", *Harvard Business Review*, Vol. 73, No. 1, pp. 107-117.
- Lückerath-Rovers, M. (2011): "Women on boards and firm performance", *Journal of Management & Governance*, Vol. 15, No. 3, pp. 1-19.
- Lys, T. y Watts, R. (1994): "Lawsuits against auditors", *Journal of Accounting Research*, No. 32, pp. 65-93.
- Maddux, W.W. y Brewer, M. B. (2005): "Gender differences in the relational and collective bases for trust, Group Processes and Intergroup Relations", Vol. 8, No. 2, pp. 159-71.
- Mahdi M., Mahdi, S., Seyed, J. y Masomeh, N. (2012): "A Study of relationship between board characteristics and earning management: iranian scenario", *Universal Journal of Management and Social Sciences*, Vol. 2, No. 3, pp. 12-29.
- Marra,, A., Mazzola, P. y Prencipe, A. (2011): "Board monitoring and earnings management pre- and post-IFRS", *The International Journal of Accounting*, No. 46, pp. 205-230.

- Masulis, R. W., Wang, C., y Xie, F. (2009): "Agency costs at dual-class companies", *Journal of Finance*, Vol. 64, No. 4, pp. 1697-1727.
- McNichols, M.F. (2000): "Research design issues in earnings management studies", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 19, No. 4-5, pp.313-345.
- Menon, K. y Williams, D. (1991): "Auditor credibility and initial public offerings", *The Accounting Review*, No. 2, pp. 313-332.
- Milliken, F.J. y Martins, I.L. (1996): "Searching for common treads: understanding the multiple effects of diversity in organizational groups", *Academy of Management Journal*, Vol. 21, No. 2, pp. 402-433.
- Mitra, S. y Rodríguez, J. (2002): "Discretionary accounting accruals: a methodological issue in earnings management research", *Journal of Forensic Accounting*, Vol. 3, No. 2, pp. 185-206.
- Mohd, S.N., Takiah, M., y Iskandar, R. M. (2005): "Earnings management and board characteristics: evidence from Malaysia", *Journal Pengurusan*, No. 24, pp. 77-103.
- Monterrey, J. (1998): 'Un recorrido por la contabilidad positiva', *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. 27, No. 95, pp. 427-467.
- Monterrey, J. (2004): "Información contable y gobierno corporativo", *Revista de Contabilidad*, Vol. 7, monográfico, pp. 89-122.
- Monterrey, J. y García-Ayuso, M. (2003): "Efectos de la adopción del marco normativo del IASB sobre las prácticas de Gobierno corporativo en España", *Fundación de estudios Financieros*, en prensa.
- Monterrey, J., Pineda, C. y Sánchez, A. (2003): "La función de señalización de las salvedades en el mercado de capitales español. Un análisis empírico", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. 32, No. 117, pp. 467-499.
- Monterrey, J. y Sánchez-Segura, A. (2008): "Rotación y dependencia económica de los auditores: sus efectos sobre la calidad del resultado en las compañías cotizadas españolas", *Investigaciones Económicas*, No. 31, pp. 119-159.
- Mora, A., García, J.M., García, B. y Gisbert, A. (2004): "La comparabilidad de la información contable en Europa: efectos de la manipulación contable sobre el nivel de conservadurismo", *Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas*, S.A.

- Moses, O. (1987): "Income smoothing and incentives: empirical tests using accounting changes", *The Accounting Review*, No. 62, pp. 358-377.
- Murhadi, W. R. (2009): "Good corporate governance and earning management practices: an Indonesian cases", <http://ssrn.com/abstract=1680186>.
- Navarro, J. y Martínez, I. (2004): "Manipulación Contable y Calidad del Auditor. Un Estudio Empírico de la Realidad Española", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Vol. 33, No. 123, pp. 1025-1061.
- Navarro, J.C. y Madrid, A. (2009): "La coyuntura económica y la información contable de constructoras e inmobiliarias", VII Workshop de Investigación Empírica en Contabilidad Financiera.
- Nenova, T. (2000): "The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis", Unpublished working paper, Harvard University.
- Nestor, S. y Thompson, J.K. (2000): "Corporate governance patterns in OECD economies: is convergence under way?", Organization for Economic Cooperation and Development, <http://www.oecd.org/dataoecd/7/10/1931460.pdf>.
- Oakley, J.G. (2000): "Gender-based barriers to senior management positions: Understanding the scarcity of female CEOs", *Journal of Business Ethics*, Vol. 27, No. 4, pp. 321-334.
- Ooghe, H. and De Langhe, T. (2002): "The Anglo-American versus the Continental European corporate governance model: empirical evidence of board composition in Belgium", *European Business Review*, Vol.14, No.6, pp.437-449.
- Palepu, K.G. (1986): "Predicting takeover targets", *Journal of Accounting and Economics*, No. 8, pp. 3-35.
- Parte-Esteban, L. y Gonzalo-Angulo, J.A. (2008): "¿Añaden las partidas extraordinarias calidad al resultado?", *Universia Business Review*, No. 18, pp. 28-39.
- Parte-Esteban, L. y Gonzalo-Angulo, J.A. (2009): "¿Se maquillan los resultados de las cotizadas en España?", *Universia Business Review*, No. 21, pp. 36-55.

- Patelli, L. y Prencipe, A. (2007): "The relationship between voluntary disclosure and independent directors in the presence of a dominant shareholder", *European Accounting Review*, Vol. 16, No. 1, pp. 5-33.
- Pearce, J.A. y Zahra, S.A. (1992): Board compensation from a strategic contingency perspective", *Journal of Management Studies*, No. 29, pp. 411- 438.
- Peasnell, K.V., Pope, P.F. y Young, S. (1998): "Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models", Working paper (Lancaster University).
- Peasnell, K.V., Pope, P.F. y Young, S. (2000): "Detecting Earnings Management Using Cross-Sectional Abnormal Accrual Models", *Journal of Accounting and Business Research*, Vol. 30, No. 4, pp. 313-326.
- Peasnell, K. V., Pope, P.F. y Young, S. (2001): "Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?", Working paper, Lancaster University.
- Peasnell, K. V., Pope, P. F. y Young, S. (2005): "Board monitoring and earnings management: do outside directors influence abnormal accruals?", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 32, No. 7, pp. 1311-1346.
- Pedrosa, C. (2009): "Modelos teóricos que nos ayudan a comprender el gobierno de las sociedades cooperativas, una apuesta por el enfoque de los stakeholders", *Gestión Joven*, No. 4.
- Pelled, L.H., Eisenhardt, K.M. y Xing, K.R. (1999): "Exploring the black box: an analysis of work group diversity, conflict, and performance", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 44, No. 1, pp. 1-28.
- Pelled, L.H. (1996): "Demographic diversity, conflict, and work group outcomes: An intervening process theory", *Organization Science*, Vol. 7, No. 6, pp. 615-631.
- Peng, L. y Röell, A. (2008): "Executive pay and shareholder litigation", *Review of Finance*, No. 12, pp. 141-181.
- Peni, E. y Vähämaa, S. (2010): "Female executives and earnings management", *Managerial Finance*, Vol. 36, No. 7, pp. 629-645.
- Perry, S.E. y Williams, T.H. (1994): "Earnings management preceding management buyout offers", *Journal of Accounting and Economics*, No. 18, pp. 157-179.

- Peterson, C.A. y Philpot, J. (2007): "Women's roles on U.S. Fortune 500 boards: director expertise and committee memberships", *Journal of Business Ethics*, No. 72, pp. 177-196.
- Petra, S. (2007): "The effects of corporate governance on the informativeness of earnings", *Economics of Governance*, No. 8, pp. 129-152.
- Porciau, S. (1993): "Earnings management and non-routine executive changes", *Journal of Accounting and Economics*, No. 16, pp. 317-336.
- Poveda, F. (2001): "Cuestiones estadísticas sobre modelos y contrastes de ajustes por devengo anormales", Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A.
- Press, E.G. y Weintrop, J.B. (1990): "Accounting-based constraints in public and private debt agreements: their association with leverage and impact on accounting choice", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 12, No. 1/3, pp. 65-95.
- PricewaterhouseCoopers (1999): "Audit committees: Good practices for meeting marked expectations", New York: PricewaterhouseCoopers.
- Puentes, R., Velasco, M.M. y Vilar, J. (2009): "El buen gobierno corporativo en las sociedades cooperativas", <http://redalyc.uaemex.mx/src/inicio/ArtPdfRed.jsp?iCve=36711444005>.
- Randoy, T., y Nielsen, J. (2002): "Company performance, corporate governance, and CEO compensation in Norway and Sweden", *Journal of Management and Governance*, No. 6, pp. 57-81.
- Rangan, S. (1998), "Earnings around seasoned equity offerings: Are they overstated?", *Journal of Financial Economics*, No. 50, pp. 101-122.
- Rechner, P.L. y Dalton, D.R. (1989): "The impact of CEO as board chairperson of corporate performance: evidence vs. rhetoric", *Academic of Management Executive*, No. 3, pp. 687-699.
- Rees, L., Gil, S. y Gore, R. (1996): "An Investigation of Asset Write-Downs and Concurrent Abnormal Accruals", *Journal of Accounting Research*, Vol. 34, No. 3, pp.157-169.
- Reguera, N., Laffarga, J. y De Fuentes, P. (2011): "Gender diversity on boards of directors and business success", *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 8, No. 1, pp. 199-209.

- Richardson, V. (2000): "Information asymmetry and earnings management: some evidence", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 15, No. 4, pp. 325-47.
- Robinson, G. y Dechant, K. (1997): "Building a business case for diversity", *The Academy of Management Executive*, Vol. 11, No. 3, pp. 21-31.
- Rock, K. (1986): "Why new issues are underpriced", *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, No. 1/2, pp. 187-212.
- Rodenstein, E. (2003): "El gobierno de la empresa, las regulaciones y las soluciones de mercado", *Revista Libertas 39*, Instituto Universitario ESEADE.
- Rodríguez Domínguez, L., García, I.M., Cuadrado, B., Gallego, I. y García, R. (2011): "Rotación de la firma de auditoría y costes políticos: evidencia para las empresas españolas cotizadas", XVI Congreso AECA "Nuevo modelo económico: Empresa, Mercados y Culturas", Granada.
- Rose, C. (2007): "Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15, No. 2, pp. 404-413.
- Rosenzweig, P. (1998): "Managing the new global workforce: Fostering diversity, forging consistency", *European Management Journal*, Vol. 16, No. 6, pp. 644-652.
- Ross, S. A. (1973): "The economic theory of agency: the principal's problem". *The American Economic Review*. Vol. 63, No. 2, pp. 134-139.
- Roychowdhury, S. (2006): "Earnings management through real activities manipulation", *Journal of Accounting and Economics*, No. 42, pp. 335-370.
- Ruiz Barbadillo, E. y Gómez, N. (2003): "Evidencia empírica sobre los inductores del cambio de auditor: especial referencia a la situación financiera de la empresa", *Revista de Contabilidad*, Vol. 6, No. 12, pp. 139-167.
- Ruiz Barbadillo, E., Gómez Aguilar, N. y Carrera Pena, N. (2006): "Evidencia empírica sobre el efecto de la duración del contrato en la calidad de la auditoría: análisis de las medidas de retención y rotación obligatoria de auditores", *Investigaciones Económicas*, No. 30, pp. 283-316.

- Ryan, S.G., Herz, R.H., Lannaconi, T.E., Maines, L.A., Palepu, K. Schrand, D.J., Skinner, D.J. y Vincent, L. (2001): "Commentary. SEC auditor independence requirements: AAA Financial Accounting Standards Committee", *Accounting Horizons*, No. 15, pp. 373-386.
- Salas Fumás, V. (1992): "Incentivos y supervisión en el control interno de la empresa: implicaciones para la concentración del accionariado", *Cuadernos Económicos I.C.E.*, No. 52, pp. 127-145.
- Salas Fumás, V. (1999): "Gobierno de la empresa y competitividad", Colección de documentos y estudios de análisis económicos de Andalucía. En <http://www.centraldebalancesdeandalucia.org/aea/libros.htm>.
- Salas Fumás, V. (2002): "El gobierno de la Empresa", Servicio de estudios de la Caja de ahorros y pensiones de Barcelona. Barcelona.
- Sánchez, A. y Sierra, G. (2001): "El Informe de Auditoría y su Relación con las Características Corporativas", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. 30, No. 108, pp. 349-391.
- Servaes, H. (1991): "Tobin's q and the gains from takeovers", *Journal of Finance*, Vol. 66, No. 1, pp. 409-419.
- Shipper, K. (1989): "Commentary on Earnings management", *Accounting Horizons*, Vol.3, No. 4, pp. 91-102.
- Shivakumar, L.L. (2000): "Do firms mislead investors by overstating earning around seasoned equity offerings?", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, No. 3, pp. 269-280.
- Shivdasani, A (1993): "Board composition, ownership structure and hostile takeovers", *Journal of Accounting and Economics*, No. 16, pp. 167-98.
- Shleifer, A. y Vishny, R.W. (1986): "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, Vol.94, No. 3, pp. 461-488.
- Shleifer, A., y Vishny, R.W. (1997): "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, pp. 737-783.
- Siciliano, J.I. (1996): "The relationship of board member diversity to organizational performance", *Journal of Business Ethics*, Vol. 15, No. 12, pp. 1.313-1.320.

- Sierra, L. (2007): "Mecanismos de gobierno corporativo ante la manipulación contable: Un estudio empírico", Trabajo de investigación inédito, Universidad de Sevilla.
- Simunic, D.H. (1984): "Auditing, consulting y auditor Independence", *Journal of Accounting Research*, No. 22, pp. 679-703.
- Singh, V. y Vinnicombe, S. (2004): "Why so few women directors in top UK boardrooms? Evidence and theoretical explanations", *Corporate Governance*, Vol. 12, No. 4, pp. 479-489.
- Smith, A. (1776): "An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations", University of Chicago Press.
- Smith, E. (2007): "Gender influence on firm-level entrepreneurship through the power structure of boards", *Women in Management Review*, Vol. 22, No. 3, pp. 168-186.
- Song, J. y Windram, B. (2004): "Benchmarking audit committee effectiveness in financial reporting", *International Journal of Auditing*, Vol. 8, No. 3, pp. 195-205.
- Sraer, D., y Thesmar, D. (2006): "Performance and behavior of family firms: evidence from the French stock market", ECGI working paper.
- Stiles, P. y Taylor, B. (1993): "Benchmarking corporate governance: the impact of the Cadbury Code", *Long Range Planning*, Vol. 26, No. 5, pp. 128-150.
- Subramanyam, K.R. (1996): "The pricing of discretionary accruals", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, No. 1-3, pp. 49-281.
- Sun, J. y Cahan, S.F. (2012): "The economic determinants of compensation committee quality", *Managerial Finance*, Vol. 38, No. 2, pp. 188-205.
- Teoh S., Welch, I. y Wong, T. (1998): "Earnings management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings", *Journal of Financial Economics*, Vol. 50, No. 1, pp. 63-99.
- Trías, M. (2001): "Inversores institucionales OPA's y corporate governance". *Harvard-Deusto Finanzas & Contabilidad*, No. 39, pp.12-20.
- Trueman, B. y Titman, S. (1988): "An explanation for accounting income smoothing", *Journal of Accounting Research*, No. 26, Supplement, pp. 127-32.

- Tyson, L. (2003): "The Tyson report on the recruitment and development of nonexecutive directors", London Business School, UK. Disponible en <http://www.london.edu/tysonreport>.
- Vafeas, N. (1999): "Board structure and the informativeness of earnings", *Journal of Accounting and Public Policy*, No. 19, pp. 139-160.
- Vafeas, N. (2001): "On audit committee appointments", *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, No. 20, pp. 197-207.
- Van Der Walt, N. y Ingley, C. (2003): "Board dynamics and the influence of professional background, gender and ethnic diversity of directors", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 11, No. 3, pp. 218-234.
- Vance, S.C. (1983): "Corporate leadership: boards, directors, and strategy", New York: McGraw-Hill.
- Vander, H., Willekens, M. y Gaeremynck, A. (2003): "Audit firm size, public ownership and firm's discretionary accruals management", *The International Journal of Accounting*, No. 38, pp. 1-22.
- Vander, H. y Willekens, M. (2004): "Evidence on audit-quality differentiation in the private client segment of the Belgian audit market"; *European Accountign Review*, Vol. 13, No. 3, pp. 500-522.
- Voordeckers, W., Van Gils A. y J. Van Den Heuvel (2007): "Board composition in small and medium-sized family firms", *Journal of Small Business Management*, Vol. 45, No. 1, pp. 137-156.
- Wagner, W.G., Pfeffer, J. y O'reilly III, C.A. (1984): "Organizational demography and turnover in top-management groups", *Administrative Science Quarterly*, No. 29, pp. 74-92.
- Wang, Z. y Williams, T.H. (1994): "Accounting income smoothing and stockholder wealth", *Journal of Applied Business Research*, Vol. 10, No. 3, pp. 96-104.
- Wartfield, T.D., Wild, J.J., y Wild, K.L. (1995): "Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.20, No.1, pp. 61-91.

- Watts, R. L., y Zimmerman, J. L. (1978): "Towards a positive theory of the determination of accounting standards", *The Accounting Review*, Vol. 53, No. 1, pp. 112-134.
- Watts, R. L., y Zimmerman, J. L. (1979): "The demand for and supply of accounting theories: The market for excuses", *The Accounting Review*, Vol. 54, No. 2, pp. 273-305.
- Watts, R. L. y Zimmerman, J. (1981): "The markets for independence and independent auditors", Working Paper, University of Rochester.
- Watts, R. L., y Zimmerman, J. L. (1986): "Positive accounting theory", Ed. Prentice Hall, New York.
- Webb, E. (2004): "An examination of socially responsible firms' board structure", *Journal of Management and Governance*, No. 8, pp. 255-277.
- Weil, Gothshal y Manges (2002): "Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Members States"; Final Report (on behalf of the European Commission, International Market Directorate General). Final Report and Annexes. (http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part1_en.pdf).
- Waserman, N. (2006): "Stewards, agents and the founder discount: executive compensation in new ventures", *Academy of Management Journal*, Vol. 49, No. 5, pp. 960-976.
- Weisbach, M. S. (1988): "Outside directors and CEO turnover", *Journal of Financial Economics*, No. 20, pp. 431-60.
- Westphal, J.D. (1999): "Collaboration in the boardroom: behavioural and performance consequences of CEO-board social ties", *Academy of Management Journal*, Vol. 42, No. 1, pp. 7-24.
- Wilson, E., Khurana, I. y Albrecht, W. (1995): "Additional evidence on auditor changes: the effects of client financial condition", *Advances in Accounting*, No. 13, pp. 153-168.
- Worrell, D. L., Nemec, C. y Davidson, W. N. (1997): "Research notes and communications— one hat too many: key executive plurality and shareholder wealth", *Strategic Management Journal*, No. 18, pp. 499-507.

- Xie, B., DaDalt, P. J. y Davidson, W. (2003): "Earnings management and corporate governance: the roles of the board and the audit committee", *Journal of Corporate Finance*, No. 9, pp. 295-316.
- Yermack, D. (1996): "Higher market valuation of companies with a small board of directors", *Journal of Financial Economics*", No. 40, pp. 185-212.
- Yoshikawa, T. y Rasheed, A.A. (2009): "Convergence of corporate governance: critical review and future directions", *Corporate Governance: An International Review*, No. 17, pp. 388-404.
- Young, S. (1998): "The determinants of managerial accounting policy choice: further evidence for the UK", *Journal of Accounting and Business Research*, Vol. 25, No. 2, pp. 131-143.
- Young, M. N. y Buchholtz, A. K. (2002): "Firm performance and CEO pay: relational demography as a moderator", *Journal of Managerial Issues*, Vol. 14, No. 3, pp. 296-313.
- Zahra, A. y Pearce, J. (1989): "Board of directors and corporate financial performance: a review and integrated model", *Journal of Management*, Vol. 15, No. 2, pp. 198-212.
- Zanotti, A. y Cuomo, F. (2008): "Why adopt codes of good governance? A comparison of institutional and efficiency perspectives", *Corporate Governance: An International Journal*, Vol. 16, No. 1, pp. 1-15.

ANEXOS

ANEXO 1: Resumen en inglés – Abstract in English ³¹**INTRODUCTION**

The current context is characterized by an economic crisis which has affected the majority of countries around the world. This crisis exploded with the failed of real estate sector in United State in 2007, but its origins date back to the beginning of the 21th century.

The origin of the economic crisis has many causes. Firstly, Federal Reserve System of United States (FED) implemented during several years a wrong and weak economic policy. Secondly, since 2001 taxes were too low for companies and capital gains, thus producing the growing of fiscal deficit. Thirdly, Securities and Exchange Commission (SEC) allowed banks to increase their leverage in 2004. Finally, public companies paid a part of executive directors' remuneration with stock options, this was encouraging for accounting manipulation (Aspe, 2009).

In addition, since 2001 Federal Reserve System' Bank reduced the rate of interest from 6,5% to 1%. As a consequence of the attacks of September 11, the outbreak of the companies “.com” and the risk of deflation by companies with low cost of production from foreign countries. Therefore, this low rate of interest for five years produced a big leverage for financial institutions together with the lack of regulation for banks imposed by the SEC in 2004.

Moreover, liquidity increased in United States because of the growing amount of money from Chinese economy and oil-producing Middle Eastern. This abundance of resources promoted the real estate sector market and reduced to zero domestic savings rates.

All these causes produced the growth of two bubbles. Both were referred to real estates and commodities. Nevertheless, real estates' bubble supposed the failure of United States' economy and they affected also the economy of other developed countries. As a consequence, this context was the beginning of a financial crisis.

Uncertainty in the markets was originated in 2007. This was due to the destruction of the financial system in United States which produced a worsening of capital markets

³¹ Consultar las referencias en el apartado BIBLIOGRAFÍA de la versión en inglés que antecede

and a crisis of liquidity. Thus, financial institutions stopped to lend money among them because, if they did it, they multiplied their risk. In addition, another problem was the growing price of petroleum and raw materials. Consequently, in the middle of 2009 the inflation rate jumped to a very high level in the majority of countries destroying the world economy. These conditions resulted in consumers had less money to spend. This situation forced the Central Bank of Europe to harden monetary policy.

However, this was not the only shock in the markets. Also the most important bank crashed in USA (Lehman Brothers) September 2008. This bank had bought mortgages with short time loans. Their assets were thirty times higher than their capital and their high profitability was produced by the growing level of leverage. Thus, the failure of real estate sector produced the crash of Lehman Brothers. This incident produced higher losses in markets, increased in risk premium and investors lost confidence, there were a lack of liquidity and high levels of rate of interest in short time.

Consequently, this context produced a high reduction of consumption and business investments and a big recession in the developed countries as well.

Accounting information has become a fundamental support for taking decisions in a context of economic uncertainty in the markets. Thus, investors have been promoting compliance with the standards of quality in order to avoid biases in accounting information. Nonetheless, in the last years many financial scandals occurred, these are for example the Enron fiasco, Parmalat and Worldcom, which produced the lack of investors. This led to authorities to make efforts for protecting investors and ensuring the transparency and quality of the information.

In order to guarantee the quality of accounting information, governments enhanced the production of international accounting standards. Therefore, listed companies from some European countries have had to prepare their accounting statements using International Financial Reporting Standards (IFRS) since 2005. Moreover, regulators of capital markets have had to promulgate also corporate governance codes about how managing a company. These codes are not a legal norm because they are of voluntary application. However in the majority of them it is recognized the principle to “comply or explain”, namely, companies that do not comply with the recommendations would have to explain the reasons behind their choice and the future measures to adopt to be compliant.

In spite of this legal enforcement, directors have some flexibility in the application of accounting principles and standards. This flexibility can affect the quality and reliability of financial information (Parte-Esteban y Gonzalo-Angulo, 2009). In this context, a crucial aspect in the analysis of financial information is the possible biases that can be introduced discretionary by directors in the information that they elaborate. Thus, as a consequence of financial scandals and the possible opportunistic behaviors of directors, earnings management has emerged as one of the most studied disciplines in recent years.

Literature has provided many definitions of earnings management, but the one provided by García Osma et al. (2005) is one of the most complete. This definition includes all aspects of previous definitions. These authors consider earnings management as any practice carried out intentionally by management that can act with opportunistic and/or informative purposes in reporting the accounting numbers.

Earnings management can be carried out in two ways. Firstly, through decisions that affect accounting aspects and, secondly, decisions which affect charges and payments. However, the first kind of decisions is less visible than the second one for both users and supervisors of financial information. Thus accounting research has paid more attention to the first one (Parte-Esteban y Gonzalo-Angulo, 2008).

There are several factors which push managers to do these changes in the financial statements, e.g. like pressures from markets or from contracts. Thus, until the current economic context is characterized by an economic crisis which affects the majority of developed countries around the world, there will be the possibility that this crisis enhances opportunistic behaviors of managers.

Economic theory considers companies as well-defined and rational economic agents, whose goal is profit maximization. However, the progressive increase of companies' size has produced a change in property structures. Particularly, while some years ago enterprises had a single owner, now there are many owners which delegate the task of leading the company to a group of people named "managers". This new concept of enterprises cannot be explained by neoclassical vision of the companies.

In order to explain relationships between owners and managers, agency theory could be very useful. This theory analyzes conflicts of interests between owners and managers as consequence of differences among their objectives (Jensen y Meckling, 1976). Moreover, these problems origin the so-called agency costs that should be reduced with

the implementation of corporate governance mechanisms with the aim to control managers.

However, agency theory has some limitations because it is referred only to the relationship between owners and managers without paying attention to the other stakeholders of the company. Thus, according to stakeholders theory, business decisions have to be taken considering the interests of different interest groups.

This research aims to study managers' behaviors related with earnings management, with particular attention to the current economic environment, and the capacity of corporate governance mechanisms to reduce managers' opportunistic behaviors. These issues are very common in the literature. However, previous research did not deal with these issues in a context of such as important economic crisis that is able to affect the majority of development countries around the world. In addition, economic crisis has disastrous consequences for markets. Thus, the decrease in the results of companies can lead managers to choose making up results for avoiding higher losses and the lost of confidence of investors. Therefore, knowing managers' behaviors in making accounting statements during economic crisis can be interesting for stakeholders because knowing if accounting statements are reliable or not can help them to take decisions. Thus, this research contributes to the knowledge about earnings management because we have considered economic crisis as an incentive for accounting discretionary. Besides, until now literature has not delved into the study of the influence of economic cycles in earnings management.

Also, we have tried to determine the effectiveness of corporate governance mechanisms during economic crisis. These mechanisms are established by the owners of companies with the objective to control the decisions-making of managers, thus, literature has showed that these mechanisms contribute to reduce earnings management. However, until economic recession is present, organizations will try to increase controls in order to avoid higher losses and survive. Therefore, it is very important for companies to know if the implemented control mechanisms actually exert such control, otherwise it could represent a cost for them. Thus, this research is focusing on earnings management, namely whether corporate governance mechanisms actually mitigate the discretionary accounting during the economic crisis.

This research has been structured in four chapters in which we have developed theoretical framework, literature review and results in order to achieve the objectives planned.

The aim in the first chapter is to compare some models of accruals and to test which of them is better to calculate discretionary accruals. For this purpose we will do a literature review about the definition of earnings management and theoretical frameworks of the research. In addition, we will review different models developed by literature to calculate accruals and we will compare some models with an empirical methodology in order to determinate which is the best model to calculate discretionary accruals. This will be carried out testing specification and power.

The aim in the second chapter is to determine if economic crisis conditions managers' opportunistic behaviors. In this chapter we review literature about motivations of managers for manipulation. In addition, we will also determinate theoretical arguments between earnings management and economic crisis.

We will consider the relationship between earnings management and corporate governance and the economic crisis effects as well in the third chapter. Additionally, we are going to define corporate governance and mechanisms developed by corporate governance for reducing earnings management.

Finally, we analyze our main conclusions, as well as some limitations of this research and some future research lines in the fourth chapter.

This research delves into one of the most prolific areas of research in recent years like earnings management and corporate governance. Moreover, we have incorporated two important aspects to this research: the influence of economic crisis and the analysis of institutional environment.

CHAPTER I: AN EVALUATION OF ACCRUALS MODELS

According to Jones (1991), accruals are accounting mechanisms for manipulation. Literature has used them for calculate discretionary accruals. It is considered that users of financial information can be deceived as a result of interpretation of accounting information by managers as a measure of economic performance (Fields et al., 2001). However, some authors as Fudenberg y Tirole (1995), Healy y Wahlen (1999), Dechow y

Skinner (2000) y Roychowdhury (2006) have discussed about the possibility of manipulation using accountings estimation if not with operational decisions³².

Accruals are calculated as the difference between profit and cash-flow, thus manipulation using accruals can be made with many accounting variables and this manipulation let to managers transfer profit from one year to other. There are some arguments in favor to use accruals for manipulating. Since the point of view of managers, accruals is a strategy less expensive than other and less visible for users as can be accounting policies changes about which it is necessary inform in the Memory (Moses, 1987). In addition, accruals can be determined to end of the accounting exercise when profit before-adjusted is known (before manipulation). While since the point of view of researchers, accruals refer in an only number the effect of many accounting decisions (Healy, 1985)³³.

In the other hand, it is possible to consider all accruals are not manipulated. Thus, there is a component which depends on economic condition or accounting rules (Healy, 1985)³⁴. Nonetheless, total accruals (TA) are divided into two components:

- Non-discretionary accruals (NDA), they are produced as consequence of the rational application of accounting rules.
- Discretionary accruals (DA), they are changes in cash-flow doing for managers.

Thus, based on previous arguments, total accruals are the sum of non-discretionary accruals and discretionary as showing expression [1].

$$TAC_t = NDA_t + DA_t \quad \text{Expression [1]}$$

Discretionary accruals have been considered as a representation of managers' opportunistic behaviors. Thus, they have been used to calculate earnings management.

McNichols (2000) argument the main element of earnings management is the measure of discretionary accruals. However, discretionary accruals are not observable and it is a problem. Thus, literature has developed some models to calculate discretionary

³² Main strategies to manipulate using operational decisions are: 1) price discounts to temporarily increase sales, 2) overproduction to obtain lower costs of goods sold and 3) decrease expenses in R & D to improve margins.

³³ It is possible accruals do not collect all discretionary component of profit because cash-flow can be manipulated.

³⁴ Change in accounts receivable and payable will depend on general evolution of economy, and in particular of industry and business because it depends on sales volume for the year. In addition, the regulations may require that such transfers to the inventory provisions are carried out on the basis of a certain market value.

accruals with the aim to let calculate relation between earnings management and economic aspects (DeFond y Jiambalvo, 1994; Rees et al., 1996; Teoh et al., 1998).

The first component of accruals model is total accruals which refer to the part of profit that not generate cash-flow. Literature has used two methods to calculate total accruals: using balance sheet or using the state of cash-flow. Nonetheless, almost all researchers used balance sheet because in the majority of countries is not mandatory elaborate the state of cash-flow. Thus, based on previous arguments, we use balance sheet to estimate total accruals. Specifically, total accruals are estimated following expression [2].

$$TAC_t = (\Delta AC - \Delta TES - \Delta IFT) - (\Delta PC - \Delta DEBT) - AMORT \quad \text{Expression [2]}$$

Where:

TAC_t = total accruals in year t,

ΔAC = Variation current asset,

ΔTES = Variation cash

ΔIFT = Variation in short term investments

ΔPC = Variation current liabilities

$\Delta DEBT$ = change in long-term debt maturing in the short term

AMORT = depreciation and amortization expense of long-term period

After calculating total accruals, the next step is to calculate the component of manipulation. This manipulation is represented by discretionary accruals. In order to calculate discretionary accruals literature has developed several models. García-Meca and Sánchez-Vallesta (2009) did a meta-analysis to relate some mechanisms of corporate governance to earnings management. Hence, these authors provided a literature review about this relationship showing that most of researchers used Jones modified model (1995) to calculate discretionary accruals. In addition, in order to determinate which model is more appropriate, we did a review of five relevant journals of accounting, such as European Accounting Review, Accounting and Business Research, Abacus Journal, Accounting and Finance and Journal of Accounting and Economics. The results of this review are showed in table 1.

Table 1. Results of the literature review

	MODELS					
	Jones (1991)	Some variations of Jones	Jones modified (1995)	Some variations of Jones modified	Dechow and Dichev (2002)	Kothari (2005)
Total	14	4	4	5	3	2

Table 1 shows that Jones model and Jones modified model (including some variations of them) are the most used in the literature. Moreover, Dechow et al. (2010) made a review about earnings management and found that the most used models to calculate discretionary accruals are Jones (1991), Jones modified (1995), Kothari (2005), Dechow and Dichev (2002) and Francis et al. (2005).

Thus, based on previous arguments, we used Jones model (1991), Jones modified model (Dechow et al., 2005) and Kothari model (Kothari et al., 2005) to estimate discretionary accruals.

Jones model, which is represented in expression 3, does a lineal regression of total accruals, changes in revenue ($\Delta VTAS$) and property, plant and equipment ($INMOV$). Changes in revenues control short-term non-discretionary accruals while property, plant and equipment control long-term non-discretionary accruals. Both variable and the constant are deflated for total asset at the beginning of year to avoid problems of heteroscedasticity³⁵.

$$\frac{ADT}{TA_{t-1}} = \frac{\beta_0}{TA_{t-1}} + \beta_1 \left(\frac{\Delta VTAS_t}{TA_{t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{INMOV}{TA_{t-1}} \right) + e \quad \text{Expression [3]}$$

Where:

e = Error term of accruals of the accrual model and it represents discretionary accruals

i and t = subscripts represent company and year.

Regarding to coefficients' sign, it will be negative for property, plant and equipment (β_2) because it represents non-discretionary accruals for amortization while the sign of coefficient for change in revenue (β_1), it is not clear because it depends on increase or decrease in current assets and liabilities, thus it can be positive or negative.

Literature has done some modifications to it for correct specification problems of this model because Jones used time series dates since Jones development his model. It has

³⁵ Peasnell et al. (2000) used Jones model without deflate variables because they argument there are not theoretical arguments to do it.

been introduced new models to calculate discretionary accruals. Time series dates have an important limitation. It is necessary a big number of observations in the sample and it introduces a survivorship bias because sample includes only companies with enough number of observations to obtain reliable estimations³⁶. Thus, in later studies researchers preferred to use cross-sectional dates (DeFond y Jiambalvo, 1994). Subramanyam (1996), DeFond y Subramanyam (1998) y Bartov et al. (2001) show that models which use cross-sectional dates are better specified than models which use time series dates. Thus, recent literature prefers use cross-sectional dates.

Dechow et al. (1995) developed a model to calculate discretionary accruals which knows as Jones modified model and it is represented in expression [4]. Original Jones model assumes that incomes for sales are non-discretionary, however this assumption has been questioned by different researchers as Dechow et al. (1995) because managers can modify these incomes through accounting adjustments, as for example anticipating sales. Therefore, Dechow et al. (1995) propose as modification to Jones model to correct change in revenues by changes in receivables. This modification try to considerer the possibility of sales are not be only non-discretionary.

$$\frac{ADT}{TA_{i-1}} = \frac{\beta_0}{TA_{i-1}} + \beta_1 \left(\frac{\Delta VTAS_t - \Delta REC_t}{TA_{i-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{INMOV}{TA_{i-1}} \right) + e \quad \text{Expression [4]}$$

Where:

ΔREC = Variation of receivables.

Regression coefficients have been calculated using Jones model.

Nevertheless, literature has discussed whether model proposed by Dechow et al. (1995) improves Jones model or if is an over correction of the model. Thus, Jeter and Shivakumar (1999) consider that the change in receivable are related to earnings management is unlikely.

Kothari et al. (2005) based on the idea that accruals are correlated with current and past performance of the company proposed a model based on Jones model which was introduced the variable ROA (return on assets). Kothari model is represented in expression [5].

³⁶ Prior research which use Jones model to calculate discretionary accruals used to need a minimum number of observations which usually be ten.

$$\frac{ADT}{TA_{t-1}} = \frac{\beta_0}{TA_{t-1}} + \beta_1 \left(\frac{\Delta VTAS_t}{TA_{t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{INMOV}{TA_{t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{ROA}{TA_{t-1}} \right) + e \quad \text{Expression [5]}$$

Sample, variables and methodology

The sample considers 33.410 observations for nonfinancial listed companies in the United States, United Kingdom, Korea, Japan, Italy, Germany, France, Spain, Canada and Australia over the period 2005-2009 (Table 2).

The choice of these countries was carried out according to democratic countries that are more economically representative of each continent. We did not choose any country from Africa because we consider in this continent there is not any developed country comparable in relation to others. Financial companies were excluded from the sample because they have specific regulations for the preparation of the annual accounts. Financial information was obtained from the Osiris database.

Table 2. Composition of the sample

Country	Companies	Observations
United States	3581	12840
United Kingdom	539	1771
Korea	1344	5393
Japan	1033	4035
Italy	200	806
Germany	501	1765
France	542	1907
Spain	176	662
Canada	771	2391
Australia	535	1840
Total	9222	33410

Total accruals (TA) are the dependent variable of accruals models, which are calculated as the difference between net profit and operations cash flow. Regarding the independent variables, they depend on the model used. Thus, for the model $\Delta VTAS$ Jones has defined as the change in net sales for the period t-1 to period t, property, plant and equipment is defined as total assets depreciable. To estimate the modified Jones model, we have defined as the variation ΔREC receivables in the period t-1 to period t. Finally, for the Jones model adjusted ROA, we defined the return on assets (ROA) as net profit divided by total assets (table 3).

Table 3. Definition of the variables

Abbreviation	Variable	Definition
--------------	----------	------------

TA	Total accruals	Difference profit or loss and cash flow operations
NDA	Non-discretionary accruals	Coefficients of linear regression
DA	Discretionary accruals	Error term of accruals models
Δ VTAS	Changes in revenue	Variation sales in the period t-1 to period t.
INMOV	Property, plant and equipment	Total asset depreciable
Δ REC	Receivables	Variation receivables in the period t-1 to period t.
TA	Total asset	Total asset year t-1
ROA	Return on total asset	Net profit/Total asset

Next step is apply specification and power test in order to determine which model makes fewer margin of error calculating discretionary accruals after calculating discretionary accruals based on the three models used (Jones model, Jones modified model and Kothari model),.

These tests are based on the calculation of the number of times that it is produced error type I and error type II for each estimated model, following the methodology of Brown and Waner (1980, 1985). Before proceeding, it is necessary to explain what is meant in statistics about these terms as are error type I and error type II. Thus, type I error is produced by not accepting the null hypothesis when it happens to be true, whereas type II error is produced by not rejecting the null hypothesis when it is false. In the context in which research is conducted, the null hypothesis on which we work is "no manipulation". There are different works which justify this methodology as Dechow et al (1995), Jeter and Shivakumar (1999), Peasnell et al (2000), among others. Quantification of each error type is used for different purposes: error type I is an indicator of good or bad specification of the models, while error type II reveal that model that provides better detection response handling the purposes of research.

Results

In this section we show results of test of specification and potency of each accruals models. Firstly, we calculated discretionary accruals with each of these models and secondly we developed some testing of specification and potency of each model. These tests refer to calculate error type I and error type II.

In one hand, specification test refers to number of times is committed error type I. Table 4 shows results of error type I, results test Z to calculate proportion for each accruals models and number of regression per each country. Our results show three

models are between optimal levels, which are established in 10%. Nevertheless, for Jones model in United States and Japan and Kothari in Canada, that limit did not satisfied. Thus, in order to determinate if the percentage of error was lower to 10% we applied another test. This test confirmed that these values were not higher that 10%. In conclusion, we can confirm that three models are well specified.

Table 4. Results specification test

Country	Number regressions	Jones		Jones Modified		Kothari	
		ET1*	Ho: P=0,1	ET1*	Ho: P=0,1	ET1*	Ho: P=0,1
United States	500	0,08**	0,07	0,09	0,46	0,12	0,18
United Kingdom	500	0,12	0,14	0,08	0,10	0,10	0,77
Korea	500	0,10	0,77	0,11	0,65	0,10	0,77
Japan	500	0,07**	0,05	0,12	0,23	0,12	0,18
Italy	500	0,11	0,5	0,11	0,55	0,11	0,55
Germany	500	0,09	0,65	0,10	0,77	0,11	0,65
France	500	0,11	0,37	0,12	0,14	0,09	0,30
Spain	500	0,10	0,88	0,09	0,30	0,11	0,37
Canada	500	0,09	0,37	0,09	0,65	0,07**	0,02
Australia	500	0,10	0,88	0,11	0,30	0,11	0,46
TOTAL	5000	0,10	0,57	0,10	0,85	0,10	0,42

* It is expressed as per-unit

** Null hypothesis is refused, thus we tested if it was lower than 0,1

In the other hand, potency test refers to number of time is committed error type II, namely, capacity each model to detect discretionary accruals. In order to calculate error type II, we manipulate variables used to calculate specification of each model. These variables were increased from 1% to 20% con respect to initial values. Table 4 shows Kothari model produced less percentage error type II because percentage error of this model is 32,8% respect to 33,1% and 34,4% of error that produce Jones model and Jones modified model respectively.

Regarding to results show in table 5, it is important the high power of Kothari model to detect discretionary accruals for Australia because it only produces a 5,6% of error. On the other hand in Spain the percentage of error is only 16,4%. However, in Korea Kothari model does not obtain a good approximation to discretionary accruals because the percentage of error is 70,7%. In the other countries percentage error II is around mean of Kothari model (32,8%).

Table 5. Results potency test

Country	Jones		Jones Modified		Kothari	
	Number regressions	ET2*	Number regressions	ET2*	Number regressions	ET2*
United States	20000	0,086	20000	0,328	30000	0,261

United Kingdom	20000	0,218	20000	0,239	30000	0,247
Korea	20000	0,597	20000	0,592	30000	0,707
Japan	20000	0,499	20000	0,522	30000	0,359
Italy	20000	0,598	20000	0,616	30000	0,586
Germany	20000	0,375	20000	0,117	30000	0,397
France	20000	0,537	20000	0,372	30000	0,201
Spain	20000	0,212	20000	0,173	30000	0,164
Canada	20000	0,022	20000	0,214	30000	0,300
Australia	20000	0,163	20000	0,264	30000	0,056
TOTAL	200000	0,331	200000	0,344	300000	0,328

* It is expressed as per-unit

Thus, regarding previous results, we can conclude Kothari model is better for calculate discretionary accruals respect to Jones model and Jones modified model. Therefore, these results confirm results obtained by Jara (2009), because this author use the models that us to calculate discretionary accruals and shows evidence about superiority of Kothari model to calculate discretionary accruals.

CHAPTER II: ECONOMIC CRISIS AND EARNINGS MANAGEMENT

The asymmetries in the access and processing of accounting information due to the separation between the ownership and the control in companies, and the discretionary leeway in accounting rules and principles have made possible the existence of earnings management practices or altering the results, along with other circumstances.

The manipulation of accounting information is located within the framework of the agency theory. There is a problem of agency that derives from the separation of ownership and management, resulting in differences of interest between shareholders and managers. The former seek to maximize the value of the company, while the latter may deviate from this objective for their own interests (Jensen and Meckling, 1976, Fama 1980, Fama and Jensen, 1983). Sometimes, these interests lead them to develop opportunistic behavior in which accounting information plays an important role and therefore may become subject to manipulation.

The agency theory model shows a tense relationship conflict of interests (Berle and Means, 1932, Jensen and Meckling, 1976; Jensen, 1986). Firstly, there is a contract between the parties in order to align their objectives. However, these contracts cannot

eliminate all agency costs. First, contracts cannot be complete. And, secondly, often the contracts are based on economic indicators (Watts and Zimmerman, 1986), which provide incentives for the recognition of gains and the choice of an aggressive accounting method. Therefore, the accounting information plays a fundamental role in those contracts, as in cases where a variable remuneration is established for the manager tied to corporate profit. The purpose of these contracts is to reduce discrepancies between the interests of the principal and the agent, since they tie the utility of the agent to the achieving of the objectives of the principal. However, Wartfield et al. (1995), Dye (1988) or Watts and Zimmerman (1986) as pointed the establishment of this type of clause also creates incentives for management to carry out manipulative practices of results or earnings management that allow them to declare financial data in accordance with the requirements in the contract, but these do not reflect the economic reality of the company.

In addition, at present time, the economy is in a very volatile environment, characterized by an economic crisis that affects countries the worldwide. In this situation it is very important for companies to remain competitive and they have to try adapting to current economic context. It is therefore interesting to know if the economic situation can lead managers to manipulate accounting data.

Although it would be logical to think that economic conditions have an important bearing on the accounts submitted by companies, there are few studies that have addressed this relationship.

Guenther and Young (2002) studied how the differences between how accounting systems of various countries affect the relationship between accounting and macroeconomic conditions. To this end, they determined the correlation between the ratio of profitability and economic growth represented by the Gross Domestic Product (GDP) for each country under study. Therefore, they concluded that in the Anglo-Saxon countries there is a relationship between the results shown by the companies and the underlying economic reality, since in this group of countries the main purpose of accounting information is to meet the needs of shareholders. This reduces the information asymmetry between them and management, so the results would be meaningless. While in continental European countries there are incentives to reduce the volatility of results.

In this sense, Jin (2005) conducted a related work that studied the relationship between the economic cycle and the accounting manipulation. The author tried to find evidence on whether accounting manipulation varies depending on the business cycle. In this paper, it is considered that an aggregate index is a surrogate of manipulation, the

evidence obtained suggests that accounting manipulation varies depending on the real economic activity, so that this decreases when GDP increases to a certain level, after which both increase. Thus, he suggests that in periods of strong growth, management will try to reduce (smooth) the results of the company through negative discretionary accruals. However, in times of recession, they also used negative discretionary accruals in order to reduce the result to allow improving the result in the next years.

Lin and Shih (2003) studied the effect that periods of recession have on the practice of the manipulation of results. To do this, there were estimated discretionary adjustments for the period 1990-1991 (there is economic recession). The paper used the Jones model. The results show that accruals are negative when a very high growth or a recession very strong. In most of the remaining cases occur primarily positive discretionary adjustments.

However, creative accounting and accounting manipulation are tools used by companies in order to artificially make up their results and solvency margins in times of economic crisis (Garcia Osma, 2008). Thus, the hypothesis to be tested is:

H1 = Facing an economic crisis increases the earnings management practices.

Sample, variables and methodology

The sample used in this chapter is showing in table 6. It is the same sample that in chapter one, however in this chapter sample was reduced as consequence of lack of information of some variables from some companies. Information on the institutional environment in different countries was obtained from the work of Kaufmann et al. (2009).

Table 6. Composition of the sample

Country	Companies	Observations
United States	2780	9587
United Kingdom	533	1727
Korea	1303	4601
Japan	1025	3840
Italy	200	781
Germany	492	1638
France	530	1860
Spain	175	628
Canada	695	1956

Australia	419	1453
Total	8152	28071

- Discretionary accruals

Our results in chapter one showed Kothari model produced less error to calculate discretionary accruals. Thus, in order to the test null hypothesis we used Kothari model to calculate discretionary accruals.

- Economic Crisis

The onset of economic crisis has been determined based on macroeconomic variables that determine the country's growth as income per capita and the unemployment rate (Navarro y Madrid, 2009; Guenther y Young, 2002; Jin, 2005, Lin y Shih, 2003).

Table 7. Evolution macroeconomic variables

Country	Variable	Variation 05-06	Variation 06-07	Variation 07-08	Variation 08-09	Mean variation
United States	Income per capita	0,050	0,039	0,012	-0,027	0,019
	% unemployment	-0,098	0,000	0,261	0,376	0,135
United Kingdom	Income per capita	0,065	0,143	-0,061	-0,231	-0,021
	% unemployment	0,152	-0,019	0,019	0,312	0,116
Korea	Income per capita	0,123	0,099	-0,115	-0,120	-0,003
	% unemployment	-0,081	-0,059	0,000	0,111	-0,007
Japan	Income per capita	-0,042	0,003	0,115	0,032	0,027
	% unemployment	-0,068	-0,049	0,026	0,200	0,027
Italy	Income per capita	0,042	0,127	0,077	-0,094	0,038
	% unemployment	-0,117	-0,103	0,098	0,141	0,005
Germany	Income per capita	0,051	0,119	0,078	-0,003	0,061
	% unemployment	-0,072	-0,165	-0,128	0,026	-0,085
France	Income per capita	0,049	0,138	0,090	-0,085	0,048
	% unemployment	0,000	-0,091	-0,075	0,187	0,005
Spain	Income per capita	0,075	0,148	0,089	-0,097	0,054
	% unemployment	-0,076	-0,024	0,361	0,372	0,159
Canada	Income per capita	-0,140	0,432	0,045	-0,138	0,050
	% unemployment	-0,074	-0,048	0,017	0,265	0,040
Australia	Income per capita	0,061	0,123	0,189	-0,148	0,056
	% unemployment	-0,040	-0,083	-0,045	0,250	0,020

Table 7 shows evolution of macroeconomic variables. This table shows both macroeconomic variables are been affected since the beginning of economic crisis.

However, the beginning of economic crisis is not the same in each country, thus for example, in United States it starts in 2007, in Spain it begins in 2008 and in Australia and France it is in 2009.

Thus, it is introduced the variable CRISIS as a dichotomous variable that has the value 0 if the country is not affected by the crisis and the value 1 otherwise.

- Institutional variables

Although accounting standards traditionally have been considered in the literature as the primary determinant, the empirical evidence documented in recent studies (Ball et al., 2000, Leuz et al., 2003, Bushman et al., 2004, Ball and Shivakumar, 2005) shows how this attribute depends on more than the rules themselves and how institutional-grade infrastructure for the protection of investors, the pressure from capital markets, type of legal system, the level of compliance, etc., also have a significant effect on the accounting quality.

So, based on the work of Kaufmann et al (2009), we selected three macroeconomic categories. The construction of these variables is detailed in Kaufmann et al. (1999).

- Quality of legal system

This is the Government capacity to formulate and implement legal regulations that permit and promote private sector development.

- Principle of legality

The extent to which the government of each country is able to enforce order and impose sanctions, enforcing, in general, the rules of society, and in particular the quality of contract enforcement, property rights, police and courts.

- Control of corruption

This means the extent to which public authorities exercise their power to eradicate corruption.

- Control Variables

- Company size (LNTAB)

The firm size variable is the most widespread one in the literature on manipulation as a control variable, because it allows controlling the effects of the size of the company on accounting choice. Authors generally expect and often prove a negative relationship between firm size and handling, and that larger firms are expected to have more sophisticated control systems, qualified advisers and are subject to an increased monitoring by investors and analysts.

Following Sanchez and Sierra (2001) and Navarro and Martinez (2004), it has been used the natural logarithm of total assets as a measure of company size.

- Leverage (DTBA)

According to Dechow et al. (1995), Balsam et al. (2003), we introduce financial leverage as a determinant of earnings management. Or high debt leverage is associated with the risk of over-indebtedness (Press and Weintrop, 1990), which motivates the accounting manipulation to hide the information problem.

- Growth Opportunities (MTB)

McNichols (2000) showed that growing businesses are characterized by significant measures of accruals. In addition, Gul et al. (2000) concluded that managers of firms with investment opportunities manage the results Companies with a high ratio-to-book market are characterized by a large proportion of assets in relation to investment opportunities. If the price of the shares of their companies is more sensitive to deviations from the expected results, then the managers can be highly motivated to use discretionary accruals to achieve results.

Table 8. Definition of variables

Abbreviation	Variable	Definition
ADD	Discretionary accruals	Error term of Expression [5]
RQ	Quality of legal system	Ratio added legal variables
RL	Principle of legality	Ratio added variables related to legal compliance
CC	Control of corruption	Ratio added corruption variable
ROA	Return on total asset	Net profit /Total asset
MTB	Ratio market-to-book	Market value of equity / Book value of equity
LNTAB	Company size	Logarithm of total assets
DTBA	Leverage	Book value of debt /Total asset

Therefore, in order to test null hypothesis we used linear regression to determine if economic crisis affects the level of manipulation. The dependent

variable was the absolute value of discretionary accruals. We also used a test of means to test the null hypothesis to distinguish between “before and during the crisis”.

Results

We carried out a linear regression between the dependent variable (discretionary accruals calculated using Kothari model) and the independent variables for each country of the sample in order to test the null hypothesis about if the economic cycles influences in earnings management. Thus, table 9 shows results of linear regression for each country of the sample. In all countries except Canada and Australia, the economic context, in our work determined by the variable CRISIS, influences the level of accruals. Therefore, in all sample countries except Canada and Australia, the null hypothesis is accepted on that earnings management practices differ by economic cycles.

The institutional environment variables related to the quality of the quality of legal system (RQ), principle of legality (RL) and control of corruption (CC) do not identify any trend, but it depends on each country, although in general institutional environment contribute to reduce earnings management. In relation to the variable RQ, except in Australia, has a significant relationship with the level of accruals, although depending on the country, the quality of legal system is able to reduce the discretionary accounting or, conversely, to further their growth. According to the variable RL, except in the United States and Canada, significantly influences the level of earnings management, contributing in some countries to reduce earnings management because in United Kingdom, Japan, Italy and France the sign of the relationship is negative. Finally, the variable CC in the most of countries is related to discretionary accruals, but the sign of this relationship depends on the control measures of corruption introduced by the governments of each country. Therefore, a priori, it can be argued that the institutional environment on each country has a significant influence on discretionary accruals, however, depending on the country contributes or not to mitigate earnings management.

Regarding to the relationship between discretionary accruals and control variables, the results support those obtained previously in the literature. Respecting ratio market-to-book our results confirms the results obtained in the literature previously, thus opportunities for business growth can lead to opportunistic behavior among managers. Regarding to size of the company this shows a negative relationship with discretionary accruals, which means that small enterprises manipulate more than large companies.

While leverage ratio has a significant positive relationship, i.e. the more indebted organizations are greater the tendency of managers to increase discretionary accruals. All regressions have been controlled by the industry and for the year.

Table 9. Result linear regressions by countries

Asterisks denote statistically significant level, where, *** indicates a significance level less than 1%, **less than 5% and * less than 10%.

	United States	United Kingdom	Korea	Japan	Italy	Germany	France	Spain	Canada	Australia
Crisis	0,116**	-0,169***	0,004***	0,041***	0,028***	-0,183***	-0,010*	0,041***	-0,006	0,006
RQ	-0,092*	0,206***	-0,013***	-0,044***	-0,020***	0,026**	0,014**	0,039**	-0,006*	-0,004
RL	-0,165	-0,046***	0,035***	-0,014***	-0,028***	0,158***	-0,014*	0,023**	0,000	0,005**
CC	-0,029	-0,038**	0,002***	0,013***	-0,043***	0,020**	0,005	-0,009	-0,007*	0,008**
MTB	-0,004	-0,002	0,000	0,000***	0,000***	0,000	0,000	0,003**	0,000	0,000
LNTAB	-0,032**	-0,004	-0,001***	-0,000**	-0,000*	-0,015***	-0,006***	0,002	-0,007***	-0,006***
DTAB	-0,835***	0,154***	0,015***	0,001	0,000	0,063***	0,048***	0,126***	0,052***	0,040***
Control sector	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI
Control year	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI

To test empirically if manipulation is greater before or during economic crisis we did a test of means for each country. Table 10 shows results obtained. Our results shows that in the United States, Korea, Japan, Italy and Spain, discretionary accruals are higher during the crisis than before it, while in the rest of countries (UK, France and Germany) the trend is reversed.

Table10. Result mean test country

Panel A											
United States			United Kingdom			Korea			Japan		
Before	After	Sig.	Before	After	Sig.	Before	After	Sig.	Before	After	Sig.
0,601	0,683	0,037	0,233	0,090	0,000	0,028	0,031	0,001	0,059	0,101	0,000
Panel B											
Italy			Germany			France			Spain		
Before	After	Sig.	Before	After	Sig.	Before	After	Sig.	Before	After	Sig.
0,147	0,176	0,000	0,286	0,084	0,000	0,091	0,081	0,045	0,101	0,125	0,017

However, after ranking countries into those in which manipulation is higher during the crisis than before it and those the trend is opposite, we wanted to know which of our variable originated this discrimination. Therefore, firstly, in order to explore this issue

split the sample into two groups according to the size of the company is greater or less than the average value for this variable takes the sample set.

Table 11 shows that during the crisis smaller size companies manipulate more, since the average value of discretionary accruals is much higher in small size firms (0.484) relative to large size firms (0.231) being such a significant relationship, which is consistent with the literature, since smaller size companies manipulate more than those of larger size because they have less control mechanisms.

Table 11. Test media result for company size and market-to-book variables

Company size						Market-to-book					
Higher mean			Lower mean			Higher mean			Lower mean		
Before	After	Sig.	Before	After	Sig.	Before	After	Sig.	Before	After	Sig.
0,139	0,231	0,000	0,309	0,484	0,000	0,250	0,466	0,000	0,194	0,332	0,000

Regarding to those countries where manipulation is higher before crisis than during it their companies are smaller, except in the case of Spain, where enterprises are bigger. However, those countries where manipulation is lower before crisis than during it their companies are larger (table 12). The fact that in bigger companies have decreased the level of manipulation as a result of the economic crisis can be a consequence of in large companies there are greater control systems than smaller companies and, therefore, these controls are higher at the moment due to economic environment and the reduction of accounting numbers.

Table 12. Medium size and medium market-to-book ratio by countries

Panel A							
United States		United Kingdom		Korea		Japan	
LNTAB mean	MTB mean	LNTAB mean	MTB l mean	LNTAB mean	MTB mean	LNTAB mean	MTB mean
11,681	2,737	12,950	2,106	11,930	1,158	11,927	1,037
Panel B							
Italy		Germany		France		Spain	
LNTAB mean	MTB mean	LNTAB mean	MTB mean	LNTAB mean	MTB mean	LNTAB mean	MTB mean
11,700	1,466	12,452	2,241	13,212	1,687	13,492	2,451

For the specific case of Spain, the variable market-to-book is also significant and has a relative high value to the mean value for this variable for the sample. Thus, in relation to literature, firms with greater market opportunities are those with higher levels

of manipulation, which occurs in Spain and therefore explain that in this country the discretionary accruals are higher during the crisis that before it.

Finally, we have done a test of means for institutional environment variables to determine if the value of these variables for each country is related with the level of manipulation or not. The results obtained are shown in table 13, which shows that in countries where the level of accruals is greater during the crisis that before it are characterized by weak institutional measures. However, Korea has chosen to increase more the control of corruption and reduce the quality of the legal system and legal principle. Regarding to Japan, during the crisis it has been made efforts to strengthen the legal system and control of corruption.

Table 13. Result mean test for institutional environment variables by country

Panel A																	
Korea									Japan								
RQ			RL			CC			RQ			RL			CC		
Before	After	Sig.	Before	After	Sig.	Before	After	Sig.	Before	After	Sig.	Before	After	Sig.	Before	After	Sig.
0,006	0,025	0,000	0,006	0,025	0,000	0,006	0,031	0,000	0,070	0,101	0,000	0,048	0,048	0,000	0,060	0,087	0,000
Panel B																	
Italy																	
RQ			RL			CC											
Before	After	Sig.	Before	After	Sig.	Before	After	Sig.									
0,156	0,169	0,000	0,156	0,156	0,000	-	-	-									

Thus, the sample countries, only Canada and Australia do not found relationship between discretionary accruals and economic crisis. For all other countries there is such a relationship, but in the United Kingdom, Germany and France companies manipulate more before economic crisis that during it.

In the case of the United States, Korea, Japan, Italy and Spain, earnings management during economic crisis are higher than before this, which is a consequence of that in these countries during the crisis size of firms is lower than the sample mean and, as evidenced by the results obtained in this work and in which they had previously developed in the literature, smaller companies manipulate more than bigger size companies, because small size companies have less control systems. In the case of Spain,

this can be explained by the high ratio value market-to-book ratio. Moreover, Korea, Japan and Italy also are characterized by weak institutional control systems which lead to increase earnings management.

CHAPTER III: CORPORATE GOVERNANCE AND EARNINGS MANAGEMENT

In recent years the literature on corporate governance shows up the interest that it has been generated for researchers and practitioners. Corporate governance is a discipline which aims to reduce the problems owners and management as consequence of their differences of goals. In order to fulfill that objective corporate governance has developed some mechanisms, which are prepared by the competent authority in each country and collected in codes of good governance, which are different between countries. However, all countries agree to distinguish a number of common mechanisms such as those related to achieving independence of corporate boards, including the independence of the audit committee and remuneration committee.

It is possible differentiate between internal and external mechanisms of corporate governance. The first are those implemented voluntarily by the company based on the code of good governance of the country. Meanwhile, external mechanisms are those beyond the control of the company, because they are carried out by the functioning of the markets or the environment of the company.

Thus, corporate governance is a monitoring tool for business owners, therefore, in its attempt to control the direction is closely related to the safeguarding of accounting information in such a way as to prevent opportunistic behavior by directors.

Throughout the literature are a few studies have studied the relationship between some corporate governance mechanisms and quality of accounting information, focusing mainly on the level of manipulation (García Osma, 2008; Jara, 2009; Peni and Vähämaa, 2009, Marra et al. 2011; Chiang et al., 2011). Accountants recognize the importance of the board as a crucial mechanism of internal control (Marra et al., 2011). The most studied have focused on the structure and composition of the board of directors. In particular they have paid attention to the existence of an audit committee and the presence of outside directors.

Corporate governance mechanisms and earnings management

Board size

Size of the board of directors has been used as a measure of the efficiency of the board or as the ability of the board to supervise or control and prevent opportunistic behavior. The effort of researchers has been to determine the optimum number of directors. However, there are researchers that do not agree about an optimum number because size of boards of directors depends on the structure of each company. Thus, size of the board can have a positive or negative influence in the capacity of board to perform their functions. It is considered positive because with a greater number of directors is easier to perform the functions, since there is a greater variety of opinions (Pearce and Zahra, 1992). However, it could also be a negative influence because greater number of directors are less effective due to problems of coordination and information that may arise in the process of decision making and to control managers (Jensen, 1993).

Meanwhile, when studying the relationship between the size of the board and earnings management, there are opposite conclusions. Thus, Beasley (1996) found a direct relationship between the size of the board and the possibility of accounting fraud, while Xie et al. (2003) conclude that there is a negative relationship between the size and the manipulation of the result. In connection with the above arguments, in our work we propose the following hypothesis:

H1: There is a negative relationship between earnings management and size of board of directors until an optimal size where that relationship is positive.

Composition of boards of directors

Monitoring managers is the principal function of outside directors because they have great independence of the company and therefore they are able to evaluate and control managers (Fama, 1980; Klein, 2002).

The independence of the board is related to the quality of accounting information, thus Loebbecke et al. (1989) and Bell et al. (1991) show that weak internal control measures to generate greater opportunities discretionary to managers. It is responsibility of the board to establish internal control mechanisms and other control systems. Thus, more independence of the board there are more control and they reduce manipulation (Beasley, 1996; Dechow et al., 1996, Klein 2002). In addition, Klein (2002) found a negative relationship between board independence and the level of manipulation. Also,

Cornett et al. (2008) obtained the same results, i.e. that accounting discretion is reduced in the presence of independent directors. Thus, in our work we propose the following hypothesis:

H2a: There is a negative relationship between earnings management and independence of boards of directors.

Considering demographic diversity we can distinguish race diversity into the board of directors, i.e., the presence of foreign directors. This feature has not been studied in the literature, in fact, there are no studies that relate these boards with companies' result. However, despite the lack of literature on this kind of diversity, we believe that the presence of foreign boards help to reduce discretionary accruals because they usually hold these positions on behalf of foreign companies, which, to engage in business ensure the smooth running of the company. Therefore, based on the above arguments in our work we propose the following hypothesis:

H2b: There is a negative relationship between earnings management and foreign directors.

Boards of directors are composed by different members, who comprise a diverse group working. Another feature that generates diversity within that group attends to gender diversity.

There are behavioral differences between men and women, which have been shown in the literature (Maddux and Brewer, 2005; Huse, 2008; Adams and Ferreira, 2009). Therefore, risk aversion and the ethical behavior of women may have important implications for companies results. Peni and Vähämaa (2010) conclude that the presence of women effectively reduces discretionary accruals because women directors usually adopt conservative accounting policies. In connection with the above arguments, in our work we propose the following hypothesis:

H2c: There is a negative relationship between earnings management and gender diversity into the board of directors.

Duality

Duality does more effective control function of the board (Cornett et al., 2008; Johari et al., 2008). Meanwhile, Bowen et al. (2002) established that the lack of duality is an important element in preventing earnings management. In this line, Mohd et al., (2005),

Abdul Rahman and Mohamed (2006), Chtourou et al., (2001) obtained the same conclusions. However, the fact that one person can be CEO and chairman of the board of directors has the advantage of knowledge developed about the company and its environment (Mahdi et al., 2012). Thus, in our work we propose the following hypothesis:

H3: There is a positive relationship between earnings management and duality.

Activity of the board of directors

Jensen (1993) argues that boards usually are inactive relatively, forcing them to maintain greater control and have meetings more often until problems. Number of meetings often can be the result of a more active and effective advice in board supervisory. This increased effectiveness get results according to shareholder's interests. However, empirical evidence suggests that more meetings may be the natural reaction to poor performance benefit and cannot be a reaction for increase monitoring and taking strategic decisions to long-term strategic measures (Vafeas, 1999). Furthermore, a frequency of meetings may also be indicative of increased activity to do practice for get private benefits (Jara, 2009). Therefore, based on the above arguments in our work we propose the following hypothesis:

H4: There is a positive relationship between earnings management and frequency of boards' meetings.

Remuneration's board

Most studies which linking remuneration's board with earnings management do it the point of view of the remuneration received by the CEO. Laux and Laux (2009) conclude that compensation based on stock is positively associated with accruals. In this line, Burns and Kedia (2006) and Peng and Roell (2008) provide the same evidences. However, these conclusions are not consolidated because Erickson et al. (2006) finds no relationship. Cornett et al. (2008) studied the relationship between remuneration and earnings management. These authors conclude that CEO compensation is an incentive for opportunistic behaviors of managers. However, manipulation decreases with the presence of institutional investors and outside directors.

In this paper we seek to establish the relationship between earnings management and compensation of outside directors because we consider these kinds of directors have not any private interest in the company rather than looking after the interests of the owners and the literature has shown his presence on the boards reduces discretionary

accruals. Therefore, a priori, it is conceivable that their payment may be an incentive to perform more checks on the address. In connection with the above arguments, in our work we propose the following hypothesis:

H6: There is a negative relationship between earnings management and remuneration of outside directors.

Audit committee and remuneration committee

Previous literature has not reached any consensus about the role and effectiveness of the audit committee in relation to earnings management. Thus, Beasley (1996) indicates that the existence of this committee does not significantly affect the likelihood of occurrence financial fraud. Peasnell et al. (2005) did not find evidence about the presence of an audit committee directly affect, upward or downward, to the manipulation of the result for a sample of United Kingdom companies.

However, Klein (2002) contrasted for a sample from the United States that existence of an independent audit committee reduced earnings management. In this line, Xie et al. (2003) concluded that earnings management is lower in companies whose audit committee actually performs the functions for which it was founded and whose members have business experience. Also, Jaggi and Leung (2007) and Lin et al. (2006) obtained the same conclusion, obtaining a negative effect between the existence of the audit committee and the accounting manipulation, which means that this committee contributes to reduce these practices. In addition, Bedard et al. (2004) argue that the existence of an audit committee limited earnings management. Thus, in our work we propose the following hypothesis:

H7a: There is a negative relationship between earnings management and Independence of audit committee.

Regarding to the relationship between the independence of the remuneration committee and earnings management there is no empirical result. Laux and Laux (2009) suggest that a relationship exists between directors belonging to both the audit committee and the remuneration committee and the remuneration policy for directors. Thus, these authors state that when members of the remuneration committee are also members of audit committee, they prefer to reduce the remuneration of the CEO to facilitate earnings management because the control over the direction is not as intensive.

Sun and Cahan (2012) provide evidence on the composition of the remuneration committee so that although the commission is composed of independent directors, the quality of this committee varies depending on company's characteristics. The authors also explain that the quality of the audit committee is also related to institutional investors, growth opportunities and firm size.

Meanwhile, Hutchinson and Bich (2012) conclude that for risk management is important to have into the company a remuneration commission whose members are independent. In the case of the United States, the Sarbanes-Oxley reflects that companies must have a fully independent nominating committee, whose members are not employees of the company or have some sort of relationship with it. In connection with the above arguments, in our work we propose the following hypothesis:

H7b: There is a negative relationship between earnings management and Independence of remuneration committee.

Initial public offering (IPO)

The announcement of an initial public offering (IPO) is characterized by the existence of asymmetric information between managers and investors (Leland and Pyle, 1977) and between informed and uninformed investors (Rock, 1986; Beatty and Ritter, 1986).

Some studies have shown that the level of earnings management increases when increases information asymmetries. For example, Dye (1988) and Trueman and Titman (1988) show that it is necessary that exist information asymmetries between managers and owners for earnings management because owners cannot know the result of the company and their evolution in an environment where they have less information. Therefore, in such circumstances managers can use this flexibility to manage business results. Moreover, discretionary accruals increase when increases information asymmetries between managers and shareholders. In this sense, Richardson (2000) also provides empirical evidence, establishing that the degree of information asymmetry is positively related to earnings management.

Teoh et al. (1998) study whether the accounting policies adopted during an IPO is for information or, conversely, opportunistic, concluding with opportunistic purposes

In addition, the fact that there is an IPO for the company is an incentive for manipulating results, since higher incomes will mean greater business value and therefore

a higher purchase price. Moreover, the reputation of managers depends on the success of the IPO (Chen et al., 2005). Thus, IPO create an incentive for earnings management in order to exhibit a greater ability to create value and stimulate investor expectations (Hong et al. 1998a, 1998b; Rangan 1998; Ericsson and Wang 1999; Perry and Williams 1994). Therefore, in our work we propose the following hypothesis:

H8: There is a positive relationship between earnings management and initial public offering (IPO).

External auditor and earnings management

The external auditor responsible for auditing the financial statements of the companies is considered in the literature a determinant factor of the quality of accounting information. DeAngelo (1981) and, in the case of Spanish listed companies, Monterrey and Sanchez-Segura (2008) show that the size of the auditor firm as suitable approach to their quality because large audit firms have a wider number of customer and diverse which making them less economically dependent on their customers that small audit firms. Therefore, large audit firm are not pressured by their customers to "hide" certain accounting inconsistencies. Moreover, the size of the audit firm is associated with his reputation, thus protecting that reputation creates incentives for audit firms to be strict with their customers. In connection with the above arguments, in our work we propose the following hypothesis:

H9a: There is a negative relationship between earnings management and external auditor who auditing each company be one of the big audit firms.

As for the number of years that the audit firm provides services to a company, Davis et al. (2002) and Casterella et al. (2002) show that the quality of the report issued by the auditor decreases over the number of years that it provides services to the company. Meanwhile, Carcello and Nagy (2004) conclude that during the first three years is more likely to occur in fraudulent practices issued reports. Monterrey and Sanchez-Segura (2008) provide evidence for the case of Spain that the duration of the audit firm in the company is negatively related to the quality of information. Thus, in our work we propose the following hypothesis:

H9a: There is a negative relationship between earnings management and the number of years that external auditor audit accounting statements of each company.

Majority shareholders and earnings management

Some works in the literature in relation to corporate governance establish that these mechanisms are best implemented when the ownership structure is not concentrated in a number of shareholders. Specifically, Claessen et al. (2000) and Fan and Wong (2001) provided empirical evidence that ownership concentration leads to weak enforcement of corporate governance mechanisms and also favors earnings management.

Meanwhile, Murhadi (2009) studied the relationship between earnings management and some corporate governance mechanisms, concluding that the fact that the ownership of the company being mainly in professional institutions, supposing a reduction of manipulation of accounting statements as consequence of these institutions control financial activity.

Liu and Lu (2007) conducted a study in which studied the effect of corporate governance on earnings management, particularly, one aspect is ownership structure. These authors concluded that the board is not only a control mechanism in the preparation of financial information, board also serves to control the actions of the majority shareholders so that they cannot harm minority shareholders. Thus, in our work we propose the following hypothesis:

H10: There is a positive relationship between earnings management and the presence in the company of majority shareholders.

Sample, variables and methodology

The sample used in this chapter is showing in table 14. It is the same sample that in chapter two, however in this chapter sample was reduced as consequence of lack of information for some companies of some variables. In addition, in this chapter we reduce our sample to United States, United Kingdom, Japan, Italy, France and Spain³⁷. Information on corporate governance from different countries was obtained from Datastream database and from informs elaborate by SpencerStuart.

Table 14. Composition of the sample

Countries	Companies	Observations
------------------	------------------	---------------------

³⁷ In this chapter are removed from the sample companies from Australia, Canada and Korea. Specifically, Australia and Canada has not been taken into account because there is no relationship between earnings management and the economic crisis. And, in the case of Germany and Korea has been a lack of information on corporate governance.

United States	317	1233
United Kingdom	169	653
Japan	187	765
Italy	113	384
France	70	299
Spain	133	497
Total	989	3831

Ooghe and De Langue (2002) have done a classification of countries based on systems of corporate governance. These authors distinguish between the Anglo-Saxon model and the Continental model. Therefore, in our sample to understand corporate governance mechanisms implemented in each country we use this classification. Thus the United States and United Kingdom are based on Anglo-Saxon model while the other countries, Japan, Italy, France and Spain, are based on Continental model.

Then we explain in detail variables used in the empirical development.

- Discretionary accruals

Our results in chapter one showed Kothari model produced less error to calculate discretionary accruals. Thus, in order to the test hypothesis of research we used Kothari model to calculate discretionary accruals.

- Board of directors

In order to test the hypotheses of research defined in this chapter regarding to the board's characteristics, we have defined the size of the board TAMCAD as the number of board members. Regarding the composition of the board, CICAD is the percentage of outside directors. Also DUACAD concerns to duality, namely, whether chairman and president of the company (CEO) are the same person or not. It is a dummy variable that takes value 1 if the chairman of the Board and CEO of the company is the same person and 0 otherwise. Another variable relating to the composition of the board is EXTRCAD, which refers to the diversity of nationality within the board and represents the percentage of foreign directors. In addition, in relation to diversity has also been included the variable FEMCAD which represents the percentage of women about the total number of directors.

Regarding to the activity of the board of directors we have considered the number of meeting of the board REUNCAD, which is an approach to the performance of the

activities of the board. Finally, we consider directors' remuneration, we have regarded the remuneration of outside directors REMCI. This variable has been considered in the literature an incentive for earnings management.

- Audit committee

To determine the independence of the audit committee, firstly we consider the presence of an audit committee in the company CA, which is a dummy variable that takes value 1 if the company has an audit committee and 0 otherwise. As for the independence of this, the variable defined is INDCA which represents all members of the audit committee are independent. Therefore, this is a dummy variable which takes value 1 if 100% of the members of the committee are independent and 0 otherwise.

- Remuneration committee

To determine the independence of the remuneration committee, firstly we consider the presence of a remuneration committee in the company CR, which is a dummy variable that takes value 1 if the company has a remuneration committee and 0 otherwise. As for the independence of this, the variable defined is INDCR which represents all members of the remuneration committee are independent. Therefore, this is a dummy variable which takes value 1 if 100% of the members of the committee are independent and 0 otherwise.

- Initial public offering (IPO)

Another variable related to earnings management initial public offering. For inclusion in our study we have created the variable dummy OPA, which takes value 1 if in that year there has been an initial public offering on the company and 0 otherwise.

- External auditor

To collect audit firm we have defined the variable AUDITOR, which is a dummy variable that takes value 1 if the auditor is one of the big four firms (Deloitte Touche, Ernst & Young, KPMG and PricewaterhouseCoopers) and 0 otherwise.

In addition, we also considered the number of years the audit firm has audited each sample company. This relationship is recognized by the variable TENURE, which takes numerical values depending on how many years the audit firm provides audit services to the company.

- Majority shareholders

Regarding the ownership structure we have paid attention to the presence of controlling shareholders. We have created the variable PROP, which is a dummy variable that takes value 1 if the company has a shareholder with a participation rate greater or equal to 51% and 0 otherwise.

- Economic crisis

The onset of economic crisis has been set based on macroeconomic variables that determine the country's growth as income per capita and the unemployment rate. So, it is introduced the variable CRISIS as a dichotomous variable that has the value 0 if the country is not affected by the crisis and the value 1 otherwise.

- Institutional variables

Although accounting standards traditionally have been considered in the literature as the primary determinant, the empirical evidence documented in recent studies (Ball et al., 2000, Leuz et al., 2003, Bushman et al., 2004, Ball and Shivakumar, 2005) shows how this attribute depends on more than the rules themselves and how institutional-grade infrastructure for the protection of investors, the pressure from capital markets, type of legal system, the level of compliance, etc., also have a significant effect on the accounting quality.

So, based on the work of Kaufmann et al (2009), we selected three macroeconomic categories. The construction of these variables is detailed in Kaufmann et al. (1999). However, in this chapter we only use the control of corruption because in chapter two we established that only this variable were related with discretionary accruals.

- Control of corruption

This is the extent to which public authorities exercise their power to eradicate corruption.

- Control Variables

- Company size (LNTAB)

The firm size variable is the most widespread in the literature on manipulation as a control variable, because it allows controlling the effects of the size of the company on accounting choice. Authors generally expect and often prove a negative relationship

between firm size and handling, and that larger firms are expected to have more sophisticated control systems, qualified advisors and are subject to an increased monitoring by investors and analysts.

Following the work of Sanchez and Sierra (2001) and Navarro and Martinez (2004), this work has used the natural logarithm of total assets as a measure of company size.

- Growth Opportunities (MTB)

McNichols (2000) showed that growing businesses are characterized by significant measures of accruals. In addition, Gul et al. (2000) concluded that managers of firms with investment opportunities manage the results Companies with a high ratio-to-book market are characterized by a large proportion of assets with respect to investment opportunities. If the price of the shares of their companies is more sensitive to deviations from the expected results, then the managers can be highly motivated to use discretionary accruals to achieve results.

Table 15. Definition of variables

Abbreviation	Variable	Definition	Sign
ADD	Discretionary accruals	Error term of Expression [5]	
TAMCAD	Board size	Number of directors on the board	-
TAMCAD ²	Board size quadratic	Number of directors on the board quadratic	+
CICAD	Outside directors	Percentage outside directors	-
EXTRCAD	Foreign directors	Percentage foreign directors	-
FEMCAD	Women directors	Percentage women directors	-
DUACAD	Duality	Chairman and CEO is the same person	+
REUNCAD	Meeting of board	Number of meeting per year	-
RENCI	Remuneration outside directors	Logarithm of outside directors' remuneration	+
CA	Audit committee	There is audit committee	
CR	Remuneration committee	There is remuneration committee	
INDCA	Independence audit committee	100% percent of members of audit committee are outside directors	-
INDCR	Independence remuneration committee	100% percent of members of remuneration committee are outside directors	-
IPO	Initial public offering	It has been an IPO on the company	+
AUDITOR	External auditor firm	Audit firm is one of four big audit firms	-
TENURE	Number of years relationship with	Number years audit firms audit the company	-

	auditor		
PROP	Majority shareholder	There is a shareholder who has company's control	+
CC	Control of corruption	Ratio added corruption variable	-
MTB	Ratio <i>market-to-book</i>	Market value of equity / Book value of equity	+
LNTAB	Company size	Logarithm of total assets	-

Methodology

The aim of this chapter is to test whether some corporate governance mechanisms influence in earnings management and the impact of economic crisis in this relationship, in order to determining the effectiveness of corporate governance mechanisms. In addition, we also attend to the institutional environment and the characteristics of the company because in the second chapter of this research we obtained empirical evidence regarding the institutional environment variables and control variables influencing the accounting discretion. Thus, to test hypothesis of research established in this chapter, we have used panel data.

Results

The goal of this chapter is to determine the influence of the economic crisis on the relationship between some corporate governance mechanisms and earnings management. Thus, according to the characteristics of our sample, we have developed a study with panel data. Also, to simplify the results and until the inability to establish lines of behavior between countries, we have distinguished two groups of countries into our sample following the results of the second chapter of this research. In the first one we have differentiated between those countries where manipulation is higher during the crisis that before it and in the second one those countries in which manipulation is lower during economic crisis that before it. Thus, the first group includes the United States, France, Italy and Japan, while the second group includes France and United Kingdom. The other distinction that we have done has been based on the classification made by Ooghe and De Langue (2002) in terms of corporate governance models, therefore, distinguish between the Anglo-Saxon model, consisting of the United States and United Kingdom, and the continental model, composed of France, Italy, Japan and Spain.

To testing our goal in the analysis with panel data was used as the dependent variable discretionary accruals calculated using Kothari model, while independent variables were each corporate governance mechanisms we defined previously. Also, in order to control the influence of the economic crisis in the relationship between earnings management and corporate governance has been introduced the variable CRISIS multiplied for each variable of corporate governance. In addition to contract research objectives have also been introduced control variables related to firm size and growth opportunities and, in relation to the institutional environment the control of corruption. We have chosen these control variables because in the second chapter of this research work we provided empirical evidence that is affecting discretionary accruals. Table 16 shows the results obtained using empirical data panel.

The results of the empirical analysis show keeping the corporate governance mechanisms in working order during the economic crisis because many of them have helped to reduce earnings management. In addition, the contribution of these mechanisms to reduce discretionary accruals has been better in countries where the level of accruals is lower during economic crisis than before it and in Anglo-Saxon countries environment. Regarding to Anglo-Saxon countries, the effectiveness of these mechanisms may result from the structure of its markets and businesses, which are characterized by markets where the priority is the protection of investors and companies' property structure is dispersed. Therefore, in the Anglo-Saxon context it is very important to ensure that the law of markets is upheld and, in consequence, there is more control over managers of companies.

It is important pay special attention to outside directors to reduce earnings management. Until now diversity of nationalities within the board had been an irrelevant issue in the literature, however, our study provides empirical evidence of the relevance of these directors in performing the function of control assigned to the board. In addition, it is relevant the work done by audit firms, since during the crisis have become a main mechanisms to reduce discretionary accruals, which demonstrates the effectiveness of the audit work

Table 16. Results corporate governance mechanisms and earnings management

	All countries	More manipulation	Less manipulation	Anglo-Saxon model	Continental model
TAMCAD	-0,0041**	-0,0049***	-0,0125**	-0,0084*	
Crisis	-0,0016***	-0,0010*		-0,0023*	
TAMCAD ²		0,0001*	0,0006**		

	Crisis	0,0001**	0,0001**			
CICAD				-0,0005**	-0,0010***	0,0003***
	Crisis				-0,0001**	0,0002***
EXTRCAD		-0,0001*	-0,0002***		0,0002***	
	Crisis	-0,0002***		-0,0003***	-0,0001**	-0,0002**
FEMCAD		-0,0004*	-0,0008***		-0,0007***	
	Crisis	-0,0003*		-0,0015***	-0,0003*	
DUACAD					-0,0147***	
	Crisis			-0,0378***		
REUNCAD					-0,0010***	
	Crisis	-0,0009***		-0,0027***		
INDCA			-0,0115*			
	Crisis	-0,0060**			-0,0081***	
INDCR		-0,0161***	-0,0254***		-0,0208***	
	Crisis	-0,0072**		-0,0140*	-0,0073**	
REM			-0,0031*		-0,0071***	
	Crisis				-0,0010***	
OPA					0,0313**	
	Crisis					
AUDITOR		0,0205***	0,0145***			0,0301***
	Crisis	-0,0114***		-0,0242***	-0,0086***	-0,0162***
TENURE						
	Crisis		0,0007*	-0,0018**		
PROP		-0,0097***	-0,0096**		-0,0113**	
	Crisis					

Table 16 shows results obtained concerned to the variables control of corruption, market-to-book and size of company. This table shows the number of times each variable is significant and the sign. It is necessary considering we have done 13 panels, one for each variable of corporate governance defined in this chapter.

Regarding to institutional environment table 17 shows control of corruption developed by governance helps to reduce earnings management. Our results are consistent with result obtained by Johnson et al. (2000). These authors consider that lack government measures in relation with government of a company produce falling of markets. However, our results show in continental countries the control of corruption is only significant one time. Thus the lack of government controls can explain corporate governance mechanisms in these countries have been as efficient as they should be.

Table 17. Results institutional environment, control variables and earnings management

		All countries	More manipulation	Less manipulation	Anglo-Saxon model	Continental model
CC	Sig. -	11	13	6	7	1
	Sig. +					
MTB	Sig. -					
	Sig. +				1	
LNTAB	Sig. -	4	5			9
	Sig. +	1				

Meanwhile, the variable market-to-book is not significant although in the second chapter of this research were obtained empirical evidence about this variable is an incentive for managers to "make up" the financial statements.

Finally, regarding to firm size, we conclude that in larger companies is reduced discretionary accruals. However, our results only show this evidence in the case of those countries where the level of accruals is larger during economic crisis than before it and in those countries of continental environment. Therefore, it is possible to think that as consequence of these results, namely, reducing effectiveness of corporate governance mechanisms and increasing earnings management, directors and owners have opted to increase controls on managers, because in big companies is easier control than in smaller organizations.

CONCLUSIONS

In this epigraph we are going to show the main conclusions of this research work as well as some limitations and further research in relation to the topic analyzed. In this paper we have proposed three objectives. Firstly, it was determined, using three models of accruals, which of them estimated the best approximation to the true level of earnings management. Regarding the second, it was considered if economic crisis is an incentive for managers' opportunistic behaviors. And thirdly, it was determined the capacity of corporate governance mechanisms to reduce earnings management, moreover, we considered economic crisis's effects.

Regarding the first objective, it has been determined based on three models in the literature for the calculation of discretionary accruals, which of them got the best approximation to the real value of this quantity. Thus, we compared Jones model, Jones modified model and Kothari model. Firstly, we calculated discretionary accruals with each of these models and secondly we developed some testing of specification and potency of

each model. These tests are referring to calculate error type I and error type II. Meanwhile, the sample considers 33.410 observations from non-financial listed companies in the United States, United Kingdom, Korea, Japan, Italy, Germany, France, Spain, Canada and Australia over the period 2005-2009.

In one hand, specification test refers to number of times is committed error type I. Our results show three models are between optimal levels, which are established in 10%. Nevertheless, for Jones model in United States and Japan and Kothari in Canada, that limit did not satisfied. Thus, in order to determinate if the percentage of error was lower to 10% we applied another test. This test confirmed that these values were not higher that 10%. In conclusion, we can confirm that three models are well specified.

In the other hand, potency test refers to number of times are committed error type II. Our results show that Kothari model has a lower percentage of error with respect to Jones model and Jones modified model.

Thus, regarding previous results, we can conclude Kothari model is better for calculating discretionary accruals in relation to Jones model and Jones modified model. Therefore, in next chapters of this research work we use this model for calculate discretionary accruals.

In the second chapter, we have studied if economic crisis was an incentive for managers' opportunistic behaviors. We used discretionary accruals as dependent variable and economic crisis and variables relation with institutional environment like independent variables. We used linear regression to test the hypothesis of research. Meanwhile, the sample considered 28.071 observations for nonfinancial listed companies in the United States, United Kingdom, Korea, Japan, Italy, Germany, France, Spain, Canada and Australia over the period 2005-2009.

Our results showed that there is not any relationship between earnings management and economic crisis in Canada and Australia. However, in the other countries we find a relationship. Specifically, accruals are higher during the economic crisis than before it in United States, Korea, Japan, Italy and Spain. Nevertheless, in United Kingdom, Germany and France accruals are lower during economic crisis than before it.

In addition, on one hand, our results about regarding to United States, Korea, Japan and Italy can be explained because in these countries companies have small size in relation to the sample mean. Literature shows that small size companies manipulate more than large size companies. These evidences are consequence of in large size enterprises there are more control systems than in small size enterprises. On the other hand, Spanish companies have high level of market-to-book during economic crisis and these opportunities of growth increase earnings management for the enterprises from Spain.

However, we need to paid attention to institutional environment to explain our results. Thus, in Korea, Japan and Italy there are weakly rules in relation to the other countries of our sample. Nonetheless, in Korea and Japan the governments have increased the control of corruption during the economic crisis.

Finally, in the third chapter, we have researched if corporate governance mechanisms reduce earnings management and their effects during the economic crisis. We used panel data analysis to test these objectives of research. Regarding to independent variable, we used discretionary accruals and as dependent variables we used different variables refer to corporate governance mechanisms, economic crisis and control of corruption in each country of the sample. Meanwhile, the sample considers 3.831 observations for nonfinancial listed companies in the United States, United Kingdom, Japan, Italy, France and Spain over the period 2005-2009. In addition, as we had many independent variables regarding to corporate governance and we could not give conclusive results, we clustered countries in two groups. Firstly, we distinguished between countries with high accruals during economic crisis and countries with low level accruals during economic crisis. And secondly, we distinguished between Anglo-Saxon environment and Continental environment.

Concerning to our results, corporate governance mechanisms reduce discretionary accruals during economic crisis. Besides, there are differences between the two groups of countries. In countries where discretionary accruals are lower during economic crisis and Anglo-Saxon countries, corporate governance mechanisms are more effective to reduce accruals.

It is necessary to pay special attention to foreign directors and external auditors. Previous literature has not paid attention to foreign directors like a corporate governance mechanism. However our results show they can reduce discretionary accruals. It can be a consequence of the majority represent foreign companies and these companies will practice more control on managers because organizations have experience in business

management and, consequently, the increasing in control reduce earnings management. Besides, external auditors also have contributed to reduce discretionary accruals during economic crisis, thus our results justified the effectiveness of external auditors in the development of their functions.

In addition, it is important that some governments did not pay attention to institutional environment and it has contributed to increase earnings management.

In this research work we have paid attention to managers' behaviors during economic crisis with respect to earnings management and to the importance of corporate governance mechanisms to avoid opportunistic behaviors of directors. Economic crisis has disastrous consequences for markets, thus the decrease in companies results can lead managers to choose making up results for avoiding higher losses and the lost of confidence of investors. Therefore, knowing managers' behaviors in making accounting statements during economic crisis can be interesting for stakeholders because knowing if accounting statements are reliable or not can help them to make decisions. Thus, this research contributes to the knowledge about earnings management because we consider economic crisis as an incentive for accounting discretionary. Besides, until now literature did not delve into the study of the influence of economic cycles in earnings management.

Also, we have tried to determine the effectiveness of corporate governance mechanisms during economic crisis. These mechanisms are established by the owners of companies with the objective to control the decisions-making of managers, thus literature has showed that these mechanisms contribute to reduce earnings management. However, until economic recession is present, organizations will try to increase controls in order to avoid higher losses and survive. Therefore, it is very important for companies to know if the implemented control mechanisms actually exert such control, otherwise it could represent a cost for them. Thus, this research aims to address this issue focusing on earnings management, namely whether corporate governance mechanisms actually mitigate the discretionary accounting during the economic crisis.

Nonetheless, this research has some limitations in relation to the period time and sample. Firstly, period time we have used cannot be appropriate for years of economic crisis because in some countries, as United Kingdom and Australia, we considered only economic crisis in the year 2009. However, we could not use next years because when we stated this research there were not financial dates and we had to make or do this research with this limitation. And secondly, another limitation refers to the sample because in

France we only have information about corporate governance for 299 observations which can be a reduce number due to in France there are 240 listed companies.

Finally, regarding to future lines of research, it would be interesting to deepen in the causes that have produced corporate governance mechanisms and they did not reduce earnings management in those countries with high accruals and Continental countries during economic crisis.

In addition, another future line of research refers to cognitive aspects of directors because these features influence in their decisions making and explain business performance during economic crisis and, consequently, help to explain our results about differences between countries. Business knowledge and experience of different directors is a current line of research in the literature because they are responsible of many of the decisions making in the companies. Also, this along with the special attention paid to literature task that directors provide advice to managers assume a new research line and possibly very prolific for future research.

