

## **CONTABILIDAD, FINANZAS EMPRESARIALES Y MANO VISIBLE** *(Accounting, Business Finance and Visible Hand)*

Juan José Durán Herrera

Catedrático de la Universidad Autónoma de Madrid

### **RESUMEN**

*En el ámbito de la Economía y Dirección de la Empresa, la Contabilidad y las Finanzas juegan un papel primordial por cuanto que, prioritariamente, se ocupan de la determinación del valor de la empresa y, respectivamente, de proporcionar y evaluar la información suplementaria necesaria para la formación de expectativas reales sobre el futuro de dicha organización. En la fuerte interdependencia de los programas de investigación de ambas disciplinas –Contabilidad y Finanzas– se entrecruzan los análisis respectivos de la naturaleza de los activos, del gobierno de la empresa como organización y del cálculo de los resultados alcanzados. La investigación contempla los cambios en las circunstancias (instituciones y organizaciones) en las que se desarrolla la función financiera y se aplica la contabilidad para medir e informar sobre la realidad de la empresa, evidenciándose el paralelismo, la complementariedad y las diferencias que se producen entre ambas disciplinas. El valor de la empresa como punto de encuentro manifiesta dos aproximaciones: el valor contable basado en datos históricos o en precios corrientes y el valor financiero que estima el valor actualizando los flujos de caja derivados del desarrollo del proyecto empresa. Palabras clave: contabilidad y finanzas empresariales, información contable y decisiones financieras, dirección financiera y contabilidad, mano visible de la empresa.*

### **ABSTRACT**

*The theory and practice of Accounting and Finance make possible to estimate the value of the firm and, respectively, both provide and evaluate supplementary information that constitutes inputs for the expectations about the nature of organization. The strong interdependence between the research programs in both academic disciplines are show in their own analysis about the nature of assets, the governance of the firm and the determination of the profitability of the corporation. The institutional changes influence the research programs of both disciplines. The accounting value is based on historical data or on current prices, while the financial value of the firm is based on the discounted future cash flows of the firm as a project.*

*The assymetry of information, the agency problems, the managerial power within the firm and the market power of the corporation are the main features of yhe visible hand as a mechanism of resource allocation within the firm and in the economy. The institucional framework, the social responsibility of firms and the ethical values of managers are the main constrains to minimize the non desirable behaviour of the visible hand of the economy.*

*Key words: Accounting and Finance, accounting information and financial decisions. The visible hand of the firm. Economic value of the firm.*

## 1. INTRODUCCIÓN

Frente al término de la “mano invisible” de Adam Smith (1776), empleado para referirse a la asignación eficiente de recursos que se puede lograr en una economía descentralizada, a través de la libre concurrencia en el mercado, se puede utilizar la acepción de “mano visible”, haciendo uso de la terminología acuñada por Chandler (1986, 1987) para referirse a la relevancia del proceso de dirección y gestión empresarial en la economía, así como también para significar, en la línea de Coase (1937), la asignación interna de recursos que realiza la empresa.

Las grandes empresas a través de sus decisiones de compra-venta de activos, de fusiones y adquisiciones y de la internacionalización de la producción y del comercio, no solamente transforman sectores y mercados sino que también condicionan el comportamiento —la supervivencia y expansión— de otras organizaciones de menor dimensión. Estas decisiones pueden, en muchas ocasiones, venir avaladas por la búsqueda de eficiencia mientras que en otras parecen estar condicionadas por motivos diferentes a los marcados por las “reglas” económicas en un Estado de Derecho y a las asociadas a los contratos implícitos de los directivos que han de conducir a la maximización del valor de mercado de la empresa.

La propia naturaleza de la empresa nos enfrenta a la asignación interna de recursos (de bienes intermedios) siempre que los costes de coordinación sean menores a los que se incurriría en el caso de que la asignación fuera realizada por el mercado (transacción o intercambio entre agentes independientes). En este sentido la empresa genera su propio mercado interno (especialmente notorio en los “grupos” de empresas domésticas y multinacionales), tanto en el ámbito real como en el financiero. En la asignación de bienes intermedios la “mano visible de la dirección” puede sustituir, en unos casos y complementar en otros, a la mano visible de las fuerzas del mercado.

La empresa en su relación con el mundo exterior puede distorsionar el mercado (el proceso eficiente de formación de precios) y por lo tanto puede afectar a los grupos de intereses (accionistas, directivos, trabajadores, acreedores, clientes, Hacienda Pública), favoreciendo a unos y perjudicando a otros.

En este sentido se entiende que el mercado competitivo, no regulado, falla cuando los precios no transmitan señales correctas a los consumidores y productores. Cuando existen comportamientos no maximizadores, la formación distorsionada de precios puede ser debida a ineficiencias del mercado, a malas prácticas de las empresas (poder de mercado, manipulación de la información para ocultar una mala gestión, etc.) y a las existencias de un sistema institucional no eficiente. La empresa, basándose en situaciones de asimetría de información, puede proporcionar (comunicar) señales incompletas o erróneas en el sentido de que distorsionan la formación de expectativas de los inver-

sores y generan comportamientos oportunistas<sup>1</sup>. A pesar de los costes que la sociedad impone por la actuación fuera de las normas, estas pueden ser violadas si los beneficios que el no cumplimiento proporcionan al individuo son suficientemente elevados.

La alteración o manipulación de los resultados periódicos de la empresa constituye una de las áreas de investigación de la Contabilidad y una fuente relevante de promulgación y aplicación de normas contables y de auditoría (Healy y Wahlen, 1999; Francis *et al.*, 1999).

Las instituciones establecen las normas y reglas de funcionamiento de una sociedad así como su deber de cumplimiento. Estas reglas y normas formales (políticas, económicas, jurídicas) e informales, (costumbres, códigos de conducta, etc.) y su grado de obligatoriedad de cumplimiento cambian en el tiempo de una manera gradual (incremental). El cambio institucional se debe a las “percepciones” que los dirigentes políticos y económicos (empresariales) tienen sobre la necesidad de lograr mejoras de eficiencia (de los derechos de propiedad) y de funcionamiento de la sociedad. En este sentido se puede mencionar la desregulación económica, los procesos formales de integración regional, la cooperación internacional, entre otros. En este contexto cabe encuadrar la necesidad “percibida” de una convergencia internacional de los principios contables que “supere” situaciones en las que una empresa arroja pérdidas si se aplican principios y normas de unas latitudes y beneficios cuando se aplican las de otras y, sobre todo, cuando la distancia entre unos resultados negativos y otros positivos sobre una misma realidad son muy acusados. Asimismo, se está produciendo un cambio institucional con las nuevas normas y recomendaciones sobre transparencia financiera y gobierno de las empresas que viene apareciendo en diversos países para hacer frente no solo al cambio económico producido sino también a los grandes escándalos publicitados sobre el oportunismo (y enriquecimiento) de muchos directivos y la manipulación de la información contable y no contable que han empleado en su propio beneficio. Las organizaciones (económicas, sociales, políticas, educativas) interaccionan con las instituciones y provocan el cambio de estas, aprovechando las primeras las oportunidades que brindaran las segundas (North, 1990, p.18). Las diferencias entre unas y otras y su dirección e interacción determinarán la dirección del cambio institucional.

La información contable veraz y los mecanismos de control reducen la asimetría de información y contribuyen a limitar la selección adversa y el riesgo moral. La

---

<sup>1</sup> En situaciones complejas que exigen la evaluación de diversas opciones la adopción de un planteamiento que compatibilice la maximización conjunta de múltiples recursos (objetos) puede conducir a un mayor poder explicativo que si se consideran modelos estrictamente económicos, psicológicos, sociológicos o políticos (Jensen y Meckling, 1994). En este contexto hay que contemplar los comportamientos de agentes que no están únicamente preocupados por las rentas monetarias o por el nivel de riqueza, ya que se puede pretender maximizar esta y preocuparse por el prójimo.

demanda de información contable y no contable se ve nutrida por los diferentes grupos de interés que conforman la actividad de la empresa. Así la información sobre los resultados alcanzados, el valor y estructura de los activos, el volumen y estructura de la deuda y aquella otra que ayuda a configurar las expectativas sobre el devenir futuro, es de interés no solo para los accionistas sino también para los prestamistas, empleados, clientes, proveedores y administraciones públicas. Una información de calidad, “objetiva” y “neutral” y por tanto “veraz” sería la deseada por el conjunto de grupos mencionados. Sin embargo, cuando se plantea conflicto de intereses, comportamientos oportunistas y asimetría de información surge la relevancia (y preocupación) sobre el proceso de confección de la información, su calidad y grado de transparencia. En este sentido, cobra carta de naturaleza el análisis institucional y el control y gobierno de la empresa, ambos asociados al poder de y en la empresa.

La mano visible puede también evidenciarse en el mundo académico, no sólo en lo referente al ámbito de la investigación sino también en los resultados de esta. Así, una cierta proporción de la investigación en Finanzas y en Contabilidad se realiza sobre los mercados organizados (acciones, renta fija, derivados) ya que es más fácil la obtención de datos. Ello además permite realizar lo que se considera un buen contraste empírico: existe una amplia base de datos a los que aplicar herramientas estadísticas sofisticadas. En cambio estudiar otras cuestiones relacionadas con la práctica totalidad de las empresas (micro, pequeñas y medianas) es más dificultoso y menos lucido ya que o bien las series de datos son cortas o la información, de existir está muy dispersa.

Por otra parte existe evidencia, y en muchos casos indicios, de que los datos son “mareados” (*data minig*) y probablemente manipulados. Como señala Ross (1993, p. 11) “*si torturas suficientemente los datos confesarán cualquier crimen*”, a lo que hay que añadir el exceso de publicaciones que carecen de interés (Black, 1993). Asimismo se puede admitir también la dificultad a que algunos se enfrenta de no caer en la tentación de ofrecer solo los datos que confirman sus hipótesis y silenciar los que las contradicen. A veces los anomalías financieras que aparecen en la literatura pueden ser en realidad debidas al azar o simplemente no existir (Black, 1993). La valoración de la calidad de la información de partida es fundamental para los resultados y discusión que se pueda extraer del estudio; como señala Gómez Bezares (2003) tan malo es que los errores sean estadísticos como contables. En ocasiones lo realmente relevante para el académico es que el trabajo esté en condiciones de ser publicado en una revista de prestigio con independencia de su interés práctico (profesional y académico).

Las transformaciones (incrementales o marginales) que va sufriendo el marco institucional en el que la producción y difusión del conocimiento juega un papel primordial afectan al comportamiento de las organizaciones y a los grupos de individuos

que las conforman. En este orden de ideas nos vamos a ocupar de subrayar el paralelismo, complementariedad y diferencias más notables entre la Contabilidad y las Finanzas empresariales en el análisis de una misma realidad: la empresa. Para ello vamos a proceder de la siguiente manera. En primer lugar estableceremos como punto de referencia de partida la naturaleza de la empresa, su razón de ser. A continuación manifestaremos cual es, a nuestro entender, el ámbito de análisis o perspectiva de la Contabilidad y de las Finanzas empresariales, lo que nos permitirá subrayar su lugar de encuentro y potencial de fertilización mutua o cruzada.

## **2. LA NATURALEZA DE LA EMPRESA. FACTORES DE COMPETITIVIDAD**

La misión de la empresa como institución es añadir valor a la economía, es decir, crear riqueza. Ello se consigue si, como norma o tendencia, el valor (precio) que la sociedad (el mercado) asigna (paga) por los bienes y servicios que la empresa produce es superior al valor (coste) de los bienes y servicios primarios e intermedios –insumos o inputs– que destruye, utiliza o transforma para dicha producción. En este sentido se puede ver a la empresa como una organización alternativa (y complementaría) al mercado en la asignación de recursos, cuya existencia viene explicada por los costes de transacción (Coase, 1937). La empresa será más eficiente cuando el coordinar jerárquicamente la asignación de bienes intermedios en el proceso de producción, distribución y comercialización de productos sea menos costoso que si dicha actividad fuera desempeñada de manera totalmente descentralizada por el mercado (por agentes independientes). Ello se produce cuando los costes internos de la empresa (de gestión, información y control) son inferiores a los costes de transacción (búsqueda, negociación y vigilancia en el cumplimiento) en que se incurriría si se utilizara el mercado.

La empresa es asimismo un instrumento (organización) que permite: a) superar (hacer frente de manera eficiente) al problema de especificidad de activos y al oportunismo postcontractual (Williamson, 1975, 1985), b) abaratar los costes de medición de la actividad económica (Barzel, 1982) y c) reducir la incertidumbre (Knight, 1920).

La empresa puede ser vista como un nexo de contratos, explícitos o implícitos, completos e incompletos (Hart, 1995; Harris y Ravis, 1991). En este sentido es posible admitir que todo aquello no establecido en los contratos define el ámbito de “libre” decisión de los propietarios últimos de la empresa, es decir, de los accionistas o de sus agentes (los directivos). Sin embargo, también hay que tener en cuenta las posibles situaciones ambiguas que se pueden presentar en el cumplimiento de contratos incompletos cuando se presentan situaciones no previstas, ni claramente definidas en las que se evidencian conflicto de intereses. En este sentido podemos recordar con Alchian y

Densez (1972) que en la empresa se encuentran múltiples propietarios y usuarios de recursos que de una y otra manera participan en el proceso de producción y venta de servicios. Las relaciones entre estos propietarios y usuarios se establecen a través de contratos explícitos y normas (usos consuetudinarios, leyes), mediante contratos de autoridad (empleo, franquicias, licencias, subcontratación, etc), reglas (reglamentos internos, estatutos, rutinas organizativas) y órganos de decisión (consejo de administración, junta de accionistas). A las situaciones imprevistas y no deseadas que no son solventadas por las relaciones contractuales citadas (y su cumplimiento) pueden verse contempladas (y decididas) por las decisiones judiciales (Arruñada, 1998) o por la negociación y arbitraje, a lo que habría que añadir el comportamiento moral del propio individuo que es quien evalúa en función de su propio código moral y deontológico.

La empresa para poder desarrollar su actividad, es decir, para sobrevivir y expandirse ha de ser competitiva, lo que se produce cuando es capaz de elaborar productos y prestar servicios más baratos o de mejor calidad (diferentes) que la competencia. Es decir, la competitividad de la empresa viene conformada por sus capacidades que, en terminología económica, podemos denominar capitales. Así el capital económico de la empresa viene constituido por el conjunto de bienes específicos, físicos o no, susceptibles de producir nuevos bienes. En este sentido, y atendiendo a su naturaleza, podemos clasificar el capital económico de la empresa de la siguiente manera: físico, tecnológico, comercial y directivo (ver cuadro 1). La economía es evolutiva (Nelson y Winter, 1986) lo que se manifiesta tanto en la generación y desarrollo de sectores de actividad como en su configuración internacional (Durán, 2001). Así, se ha venido pasando de una primacía de sectores claves en el crecimiento y desarrollo económico intensivos en capital físico (infraestructuras, minería, etc.) y bienes materiales (manufacturas) a una preponderancia de servicios y de activos inmateriales. Así, por ejemplo en la industria manufacturera de Estados Unidos en los años cincuenta el 80% del valor añadido era de carácter material y el 20% estaba basado en el conocimiento, mientras que a mediados de los noventa la proporción era del 30 y 70 respectivamente (Stewart, 1997). De una parte también se ha apreciado un significativo aumento de la proporción entre valor de los activos inmateriales y el correspondiente a los activos físicos que a título ilustrativo se puede situar entre cinco y dieciséis a uno (Edvinson, 1997). Esta evidencia también se puede apreciar para el caso español (Espitúa y Salas, 1986).

Los activos físicos relevantes son los específicos para desarrollar actividades concretas y que no son susceptibles de usos distintos o alternativos para los que han sido creados sin sufrir, en su caso, elevados costes de transformación. El grado de especificidad de los activos está correlacionado con un elevado coste de reemplazamiento.

Los capitales tecnológicos, comerciales y directivos, debidamente valorados se agrupan como activos inmateriales de la empresa. Estos activos pueden ser codificables

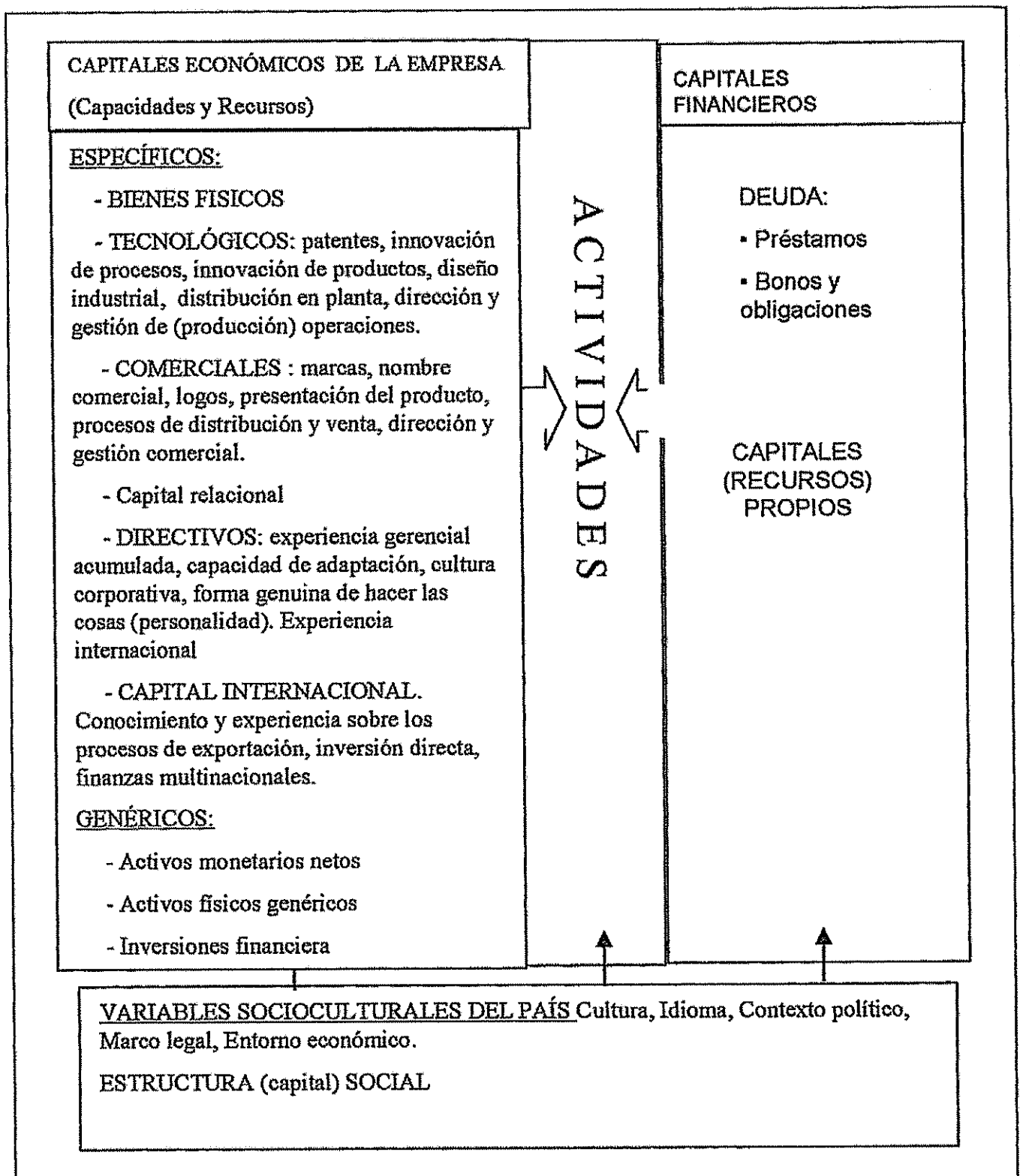
y por tanto ser susceptibles de registrarse como patentes, marcas, nombres comerciales, diseño, software. Los activos inmateriales lo son también de carácter tácito o no codificables. Los activos tácitos son producto de la experiencia de la organización, son difíciles de imitar y de transferir a otros agentes independientes y por lo tanto no susceptibles de compraventa fuera de la organización que los ha creado. Podemos decir que existe conocimiento tácito cuando sabemos más de lo que podemos decir o codificar. Se generan mediante la acumulación implícita de habilidades producidas mediante el aprendizaje basado en la experiencia (Kogut y Zander, 1993) y son difíciles de transmitir en un lenguaje formal o sistémico (Simonin, 1999).

El capital tecnológico viene configurado por las capacidades de la empresa para la producción de bienes y servicios. En su acepción de intangible ha de combinarse con los correspondientes activos físicos tanto específicos (instalaciones, maquinaria) como genéricos. Comprende tanto los conocimientos codificados (patentes) como los tácitos (formas de hacer las cosas, distribución en planta, calidad y cualidades intrínsecas de los productos y procesos y la organización de estas formas). El capital comercial se manifiesta tanto en una vertiente relacional derivada de las cualidades de la interacción con otros agentes e instituciones, de la reputación, confianza y lealtad, como en su dimensión intelectual (conocimiento sobre mercados y sus segmentos, procesos de distribución y comercialización). Su dimensión histórica le dota de contenido tácito y especificidad contextual (Srivastava *et al.*, 2001). En su vertiente codificada se manifiesta como marcas, logotipos, nombres comerciales.

Por último, el capital directivo viene configurado por la calificación y calidad del equipo directivo (Dirección General) y por las habilidades, aproximaciones organizativas y procesos decisionales acumulados a través de la experiencia. Básicamente tiene un carácter humano y organizacional (Torner, 1987). Por su naturaleza intrínseca es fundamentalmente de índole tácito y contextual. Desde el punto de vista de la clasificación que hemos realizado el capital directivo tiene un cierto carácter residual ya que representa el capital humano no directamente contabilizado como capital tecnológico o comercial. Para que el capital tecnológico y comercial pueda desencadenar actividades productivas de manera coordinada es necesaria la existencia de capacidad de gestión específica (capital directivo).

A los efectos de ofrecer una mayor generalidad y adecuación a la realidad habrá que incluir dentro del capital económico de la empresa los activos materiales de carácter genérico y los activos monetarios netos (activos monetarios menos pasivos monetarios sin coste explícito) ya que, en mayor o menor medida, forman partidas permanentes de las cuentas de las empresas. Asimismo también hemos incluido en el recuadro las inversiones financieras que no implican control efectivo de las decisiones de la empresa participada y cuyo valor puede venir determinado por la aplicación del llama-

**Tabla 1**  
**Capitales económicos y financieros de la empresa**



Fuente: Elaboración propia



do criterio de puesta en equivalencia que mide el valor en función de la variación de riqueza que sufre la empresa participada o en base al valor razonable de mercado, como luego comentaremos. En el caso de participaciones con control efectivo, si se trata de sociedades conjuntas, se incorporaran las correspondientes proporciones de los activos y pasivos de dicha sociedad mientras que cuando la participación es mayoritaria se procederá a la integración total en las cuentas de la empresa inversora.

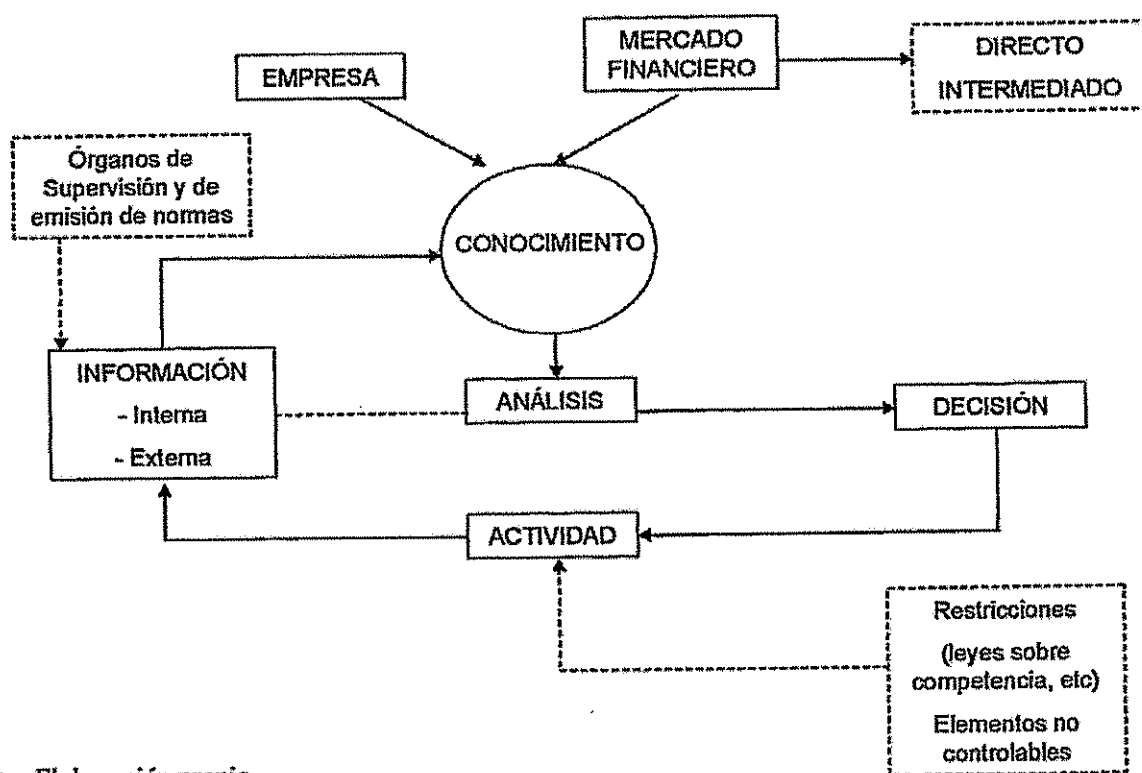
El capital financiero que administra la empresa constituye el ahorro invertido en la actividad real que desarrolla y que en síntesis responde a dos contratos genéricos: de deuda y de socio capitalista. El primero especifica la cuantía allegada a la empresa y la forma de su remuneración: tipo de interés nominal, periodicidad del pago del servicio de la deuda, garantías, forma de devolución. El segundo viene constituido por las aportaciones de los accionistas (socios) y por la variación de riqueza acumulada y reinvertida en la empresa. El valor de los capitales propios y de la deuda puede ser explicitado según los libros de contabilidad de la empresa o bien según de los mercados financieros, sean estos directos o intermediados (entidades de crédito).

Si las garantías reales condicionan el endeudamiento de las empresas se puede admitir que la naturaleza de los activos de una empresa condiciona su estructura financiera. Así parece razonable pensar que una empresa con mayor dotación de activos inmateriales ha de estar más capitalizada que una que posee una mayor proporción de activos físicos, que tendrá un mayor nivel de endeudamiento. De hecho, existe bastante evidencia que apoya esta idea (Barclay y Smith, 2001) y que se formaliza en la denominada teoría del trade-off para explicar el endeudamiento empresarial. Este planteamiento estático, condicionado por una visión de recuperación del capital financiero invertido, ha de contemplarse con una visión de garantías vía flujos de caja, lo que fundamenta la evaluación del proyecto empresarial (de inversión) y la naturaleza de alternativas financieras (capital riesgo, préstamos participativos...).

De una manera simplificada se admite que las decisiones empresariales, dada las expectativas, se basan en información y que las implicaciones de dichas decisiones generan nueva información. Este proceso de retroalimentación puede representarse según exponemos en la figura 1.

El conocimiento como elemento que define el saber hacer, las capacidades y recursos de los agentes decisores es el que permite analizar, la información disponible. Es decir, los poseedores de conocimiento (la empresa y el mercado y los agentes que las conforman) deciden en base a la información asociada a la empresa, sea esta generada internamente o producida externamente. La difusión y transmisión de la información puede hacer que esta sea asimétrica para los agentes decisores, lo que puede dar lugar a oportunismos y selección adversa. La existencia de información asi-

**Figura 1**  
**Proceso de decisión empresarial**



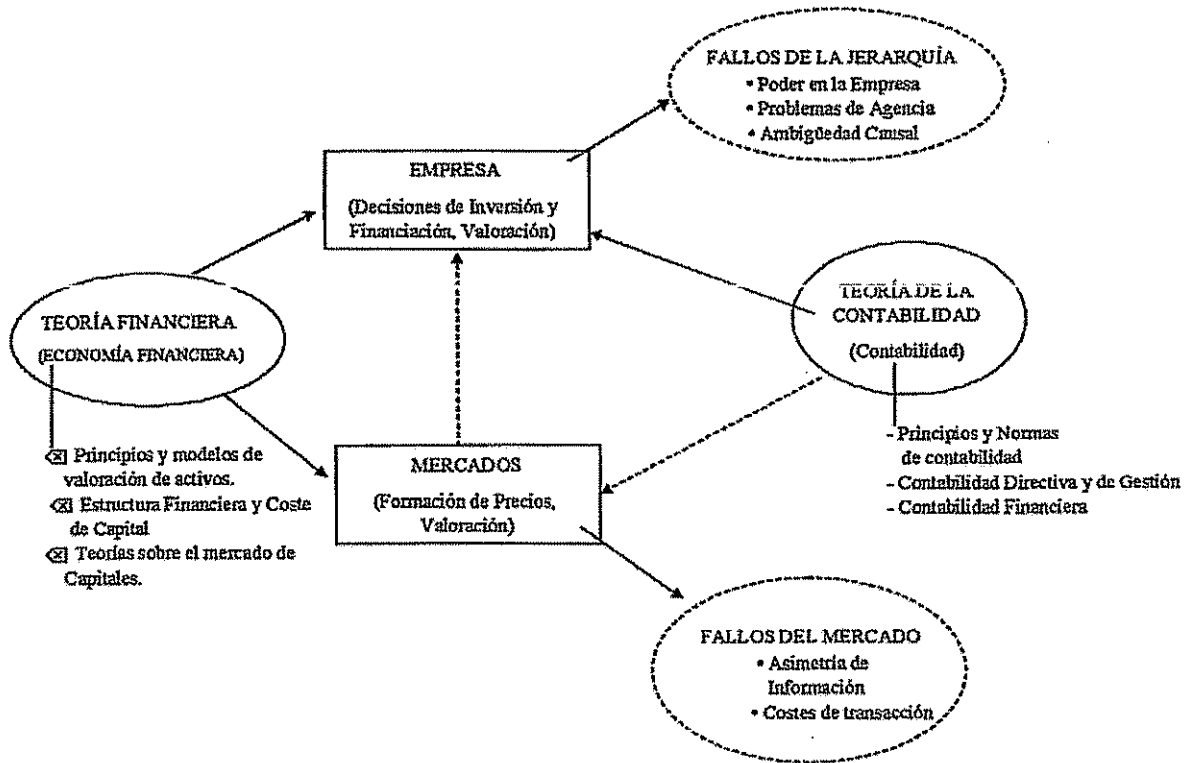
Fuente: Elaboración propia

métrica fundamenta la no independencia de las decisiones de financiación e inversión y la relevancia de la estructura de capital de la empresa.

### 3. LA (INTER) RELACIÓN CONTABLE Y FINANCIERA EN EL ANÁLISIS DE UNA MISMA REALIDAD EMPRESARIAL

La Economía Financiera puede descomponerse en dos grandes ramas: Finanzas Empresariales (también denominada Finanzas Corporativas o Dirección Financiera) y Finanzas de Mercado (ver figura 2). En uno y otro caso son de aplicación las aportaciones de la Teoría Financiera, que podemos sintetizar en los principios y modelos de valoración de activos (Flujos de Caja descontados, CAPM/APT, valoración de opciones financieras y reales,...) las oportunidades sobre estructura financiera y coste de capital de la empresa y las tareas sobre los mercados financieros (directos e intermediados). En este mismo sentido situamos a la Contabilidad Empresarial, que informa sobre las decisiones de la empresa y las del mercado, y que a los efectos de este trabajo estructuramos en tres grandes áreas o cuerpos de doctrina que responden a sendos

**Figura 2**  
**Contabilidad y decisiones financieras**



Fuente: Elaboración propia

programas de investigación: Principios y Normas de Contabilidad; Contabilidad Directiva y de Gestión; y Contabilidad Financiera<sup>2</sup>.

La información contable se produce internamente en la empresa y en la interacción de esta con el mundo exterior, debiendo ser elaborada y comunicada siguiendo las normas contables, legales o coercitivas. Las normas y principios contables emitidos por organismos (públicos o privados) que definen el contenido de la información contable, recogen hechos o prácticas comúnmente realizadas, sometiéndose en este sentido al “filtro de la práctica” (Cañibano y Gonzalo 1995, p. 269). Estas normas contables se producen asimismo como resultado de la interacción de la teoría y de la práctica. La justificación teórica de las normas contables aplicadas se apoya en la investigación

<sup>2</sup> Esta clasificación la realizamos por su paralelismo con la apreciación tenemos de la Economía de la Empresa y de la Economía Financiera en su relación fundamental con la Contabilidad. En este contexto podemos citar los programas de investigación analizados por Cañibano y Gonzalo (1996): a) Legalista (Códigos y Leyes, Plan General de Contabilidad y Marco conceptual o teleológico). b) Económico (beneficio verdadero, comportamiento del decisor y Teoría Positiva). c) Formalizado (Axiomatización, Análisis circulatorio, Teoría de la agencia, Economía de la información y Modelo CAPM).

contable que contempla, obviamente, los avances producidos en otras disciplinas (Finanzas, Economía, Estadística, Econometría etc...). Es decir, en este proceso de investigación se analiza el contenido empírico de la información contable (Monterrey y Pineda, 1995) y, en consecuencia, su influencia en los distintos mercados (financieros, de productos, de factores) La propensión a suministrar información contable segmentada ha de depender de los costes que para la empresa tenga la elaboración y difusión de esta información (Giner y Reverte, 1999; Giner *et al.*, 2003); así como de la estrategia y beneficios de imagen (reputación) que puede generar dada la posible reacción de los inversores (a las buenas y notan buenas noticias). La estructura de propiedad, el tamaño y el sector de actividad puede ser relevante.

En relación con la información contable hay que incluir los estudios sobre la armonización y convergencia contable internacional (García Benau, et al. 1998; Cea, 2001; Haller, 2002; Zeff, 2002; Zorio, 2002), tanto a nivel de integración regional (UE, por ejemplo) como de ámbito mundial (UE y EE.UU. y de estos con sus áreas de influencia). Estos programas y líneas de investigación, evidencian, a nuestro entender, una estrecha relación entre cultura, mercado, y contabilidad (Taylor Zarzeski, 1996). En este sentido se puede señalar un cierto paralelismo con las finanzas, y muy concretamente con el análisis de la incidencia de la cultura en la estructura de capital (Chui, *et. al.*, 2002), o en los costes de transacción y negocios en general (Hofstede, 1991, Dunning y Bansal, 1997).

La Contabilidad Directiva y de Gestión, que constituye un programa de investigación fructífero (Bhimani, 2002) para la Economía de la Empresa y para las Finanzas, facilita la planificación y control en la empresa, la estimación de costes y la asignación interna de recursos. Especialmente es relevante el tema de los precios internos o de transferencia en las transacciones intraempresa (entre unidades técnico-jurídicas de un grupo de empresas, nacional o multinacional). Los precios de transferencia asignan recursos (interna y externamente), constituyen un mecanismo de control y juegan un papel relevante en la función financiera de la empresa (Dunning, 1993; Rugman y Eden, 1985; Durán 2001).

Asimismo, el análisis contable centrado en los mercados financieros es también una muestra de la influencia de la Teoría Financiera en este programa de investigación (Dumontier y Raffournier, 2002), que básicamente se preocupa por la reacción de los mercados a la información contable y la presión que aquellos ejercen en esta (Fama y French, 1995). Por tanto en su análisis del corto plazo (efecto la publicidad de la información contable anual o relativa a periodos inferiores) o del largo plazo (efecto en el valor de la empresa) se trata de evidenciar el grado de eficiencia de los mercados y la utilidad y credibilidad de los datos contables. También la intersección entre finanzas y contabilidad posibilita la investigación, por ejemplo sobre el

potencial de arbitrariedad y manipulación contable ante determinadas señales financieras (Healy y Wadalen, 1999; Fields *et al.*, 2001; Azofra *et al.* 2002) y salvedades de auditoría sobre las empresas (Antle *et al.*, 1997; Lennux, 1999; García Benau y Vico, 2003).

Un mercado es eficiente cuando incorpora a los precios la información relevante, tanto la histórica como la actual bien sea esta pública o la privada. En el primer caso se habla de forma débil de eficiencia, mientras que en los otros nos referimos a sus formas intermedia y fuerte respectivamente (Fama, 1970). En este contexto cabe también situar la utilidad de la información contable (y no contable) en el análisis financiero (fundamental y técnico), así como el poder explicativo de los datos consolidados en los grupos de empresas (tanto domésticas como multinacionales). Por último, hay que señalar la vigencia de la tradicional pregunta: ¿qué tipo de información contable debe publicarse y cual no?

El desencadenamiento y desarrollo de un proyecto empresarial requiere la realización de inversiones a largo y corto plazo. El desempeño del proyecto genera una corriente de ingresos y costes que conformaran el resultado alcanzado. Este resultado se calcula de manera periódica lo que permite evaluar los logros alcanzados. Ahora bien la elaboración del propio cálculo de cada periodo considerado implica proceder a la realización de estimaciones como son los correspondientes al coste de uso (consumo) de las inversiones a largo plazo (que se recuperan en varios ejercicios o periodos). También surge la realidad de estimar las cantidades de ingresos o de costes que tienen un carácter multiperiodo. Igualmente se puede referir a casos en los que la empresa genera interiormente inversiones en activos específicos (construcción o creación interna en comparación con la adquisición en el mercado externo). En este contexto de asignación y valoración interna de recursos puede crear cierto margen de discrecionalidad (asignación de la mano visible) en la aplicación de normas, técnicas y principios y de un cierto contenido de subjetividad cuya bondad vendrá condicionada por la formación técnica y por el comportamiento moral del trabajador y de su relación jerárquica en la organización (conflicto de intereses).

La alteración o manipulación de los resultados periódicos puede ir encaminada a influir en la percepción del mercado de capitales (por ejemplo, previa a la emisión de nuevas acciones); a favorecer la remuneración (e intereses en general) de los directivos; atender (cumplir) a las exigencias contractuales (por ejemplo ratios de deuda). También pueden establecerse “juicios contables” que condicionen: la cuantía y naturaleza de las operaciones fuera de balance, la valoración de intangibles, la dotación de provisiones o la valoración de activos (inventarios). Los juicios contables y el cálculo del resultado periódico puede influir en la asignación de recursos (Healey y Wahelen, 1999).

#### 4. RENTABILIDAD ECONOMICA, RENTABILIDAD FINANCIERA Y CREACION DE VALOR

El beneficio económico de un periodo viene determinado por la diferencia de los dos corrientes de signo contrario que genera la empresa en el desarrollo de su actividad durante dicho horizonte temporal: ingresos derivados de la venta de sus productos y servicios y los costes asociados como expresión monetaria de los consumos necesarios para la producción objeto de dicha venta, valorados en términos de oportunidad. Este beneficio relativizado por la inversión (activos) afectada a la actividad real de la empresa nos lleva a hablar de rentabilidad económica. Si los activos se valoran al coste de reposición entonces la rentabilidad económica vendrá medida en términos reales.

La rentabilidad económica ha de destinarse a la remuneración del ahorro invertido en la empresa y lógicamente no empleado en otros usos alternativos. Así la rentabilidad económica ha de distribuirse en función de lo establecido en los correspondientes contratos financieros: deuda y capital propio (de los accionistas). La naturaleza de estos contratos indica el carácter prioritario que tiene el servicio de la deuda, por lo que si la rentabilidad económica es superior al coste efectivo (después de impuestos) de la deuda nos encontramos con la existencia de un efecto apalancamiento positivo o amplificador de la rentabilidad financiera del accionista. Efectivamente, si la rentabilidad económica es superior al coste de la deuda se produce un margen financiero que hace que se incremente la rentabilidad financiera del accionista. Si a la rentabilidad económica real se le detrae el coste real de la deuda entonces obtendremos un margen financiero medido también en términos reales. Este margen financiero contribuye a que el beneficio distribuible para el accionista se vea incrementado en comparación con el que existiría en ausencia de deuda. Este beneficio relativizado por el valor de los capitales propios nos permite obtener la rentabilidad financiera del capital propiedad. La rentabilidad financiera junto al riesgo (no diversificable) asociado a los capitales propios de la empresa determinara, en relación con estos mismos datos del conjunto de las empresas susceptibles de inversiones financieras alternativas, la decisión (racional) del accionista para continuar en la empresa o deshacerse de su inversión.

En base a lo anteriormente apuntado puede argumentarse que una empresa que sea rentable económicamente (generadora de beneficios) añade valor a la economía. En términos económicos será el mercado y el grado de competencia del sector, lo que nos indicará si dicho beneficio y rentabilidad son suficientes o no. Asimismo una empresa rentable puede enfrentarse a problemas si está mal financiada. Por ello otro indicador de cierta relevancia sobre el nivel de beneficios generados por una empresa vendrá dado por la rentabilidad financiera (competitiva con inversiones alternativas) del capital-propiedad.

En este sentido se admite que el objetivo primario de la empresa es la maximización del beneficio económico. Ahora bien, dado que en general no existen óptimos libres, sino condicionados por diversas restricciones (técnicas, económicas, legales y autoimpuestas), este objetivo puede ser redimensionado en su consecución con la concepción de la empresa desde la óptica de sus grupos de intereses o estamentos (stakeholders) y, por lo tanto, desde la perspectiva de la responsabilidad social de la empresa. Dicho esto, es posible establecer, siguiendo nuestra argumentación anterior, que desde el punto de vista financiero el objetivo de la empresa es la maximización del valor de la inversión del accionista, esto es, la creación de valor para el accionista o maximización del valor de mercado de la empresa. De esta manera la empresa cumple con su función social (económica) ya que remunera a todos los factores que intervienen en el proceso productivo, incluido el ahorro. Efectivamente esto ocurre cuando la empresa acepta proyectos de inversión con valores actuales netos positivos. En la medida que las inversiones proporcionan valores actuales positivos, se están generando recursos por encima de la remuneración a los participantes en la actividad desarrollada en base a dichas inversiones. Es decir, se crea valor para la economía y para el accionista.

En base a lo expuesto anteriormente se puede decir que el excedente financiero generado por la empresa viene determinado por la diferencia entre el beneficio económico menos el coste del capital financiero empleado (estructura financiera óptima objetivo), medido a precios de mercado. Esta magnitud es diferente a la que se obtiene mediante el denominado valor económico añadido (EVA, economic value added) utilizado en el mundo profesional que se mide restando al beneficio contable (antes de intereses y después de impuestos) el coste promedio de los recursos financieros (del capital) según datos contables de la empresa.

Si admitimos que el beneficio tiene una correlación directa con la formación del precio de las acciones, su cálculo contable ha de estar presidido por el rigor conceptual y por la objetividad. De ahí, que se deba presentar en su magnitud escalonada para aislar los efectos fiscales y de endeudamiento, los resultados extraordinarios y la imputación de partidas sometidas a un cierto poder discrecional e interesado (dotaciones a provisiones y amortizaciones). En este punto hay que señalar que el denominado principio contable del devengo señala que los ingresos y gastos han de imputarse en función de la corriente real de bienes y servicios que los generan y ello con independencia de cuando se produzcan los flujos de caja derivados de las correspondientes transacciones. La periodificación de los ingresos y gastos conforman los resultados de los diferentes ejercicios económicos. De hecho las prácticas de alisado de beneficio (quizá la técnica de manipulación más utilizada) son una manifestación clara que tiene la denominada mano visible, a través del maquillaje contable (Amat y Olial, 2002; Bartov *et al.*, 2001). Este suele ser un punto en el que puede ejercerse un cierto poder dis-

crecional de la "mano visible" de la empresa, cuando se decide sobre la imputación o no de ingresos y costes a uno u otro periodo o cuando se pueden o no capitalizar gastos o pasar resultados reales directamente al balance sin que se reflejen en la cuenta de pérdidas y ganancias. En cualquier caso hay que recordar que el beneficio periódico es una magnitud relativa y lo es por la dificultad de cuantificar los costes de la empresa y a veces por las repercusiones externas (fiscales, legales, etc.) en la imputación de determinadas partidas (provisiones, amortizaciones) o las derivadas de la capitalización de gastos, por ejemplo, es decir, la cuantificación del beneficio periódico depende a veces de criterios discutibles. Desde el punto de vista financiero si bien el beneficio es una magnitud relevante se reafirman los flujos de caja periódicos como variable básica para la valoración financiera.

## 5. NORMAS CONTABLES E INFORMACION FINANCIERA

La información contable ha de ser veraz (en consecuencia creíble) y por tanto ha de ser útil para los usuarios, es decir, para los grupos de interés. En este sentido entendemos que el sistema de información contable ha de proporcionar una imagen fiel (Túa, 1999) de la situación patrimonial, financiera y económica de la empresa en funcionamiento, así como de los resultados periódicos (trimestrales, anuales, ...) alcanzados como consecuencia de la gestión realizada de su actividad real y financiera.

La información contable es de gran utilidad para la economía empresarial y los grupos de intereses en la empresa y por lo tanto también para el derecho y la gestión de los derechos de propiedad. En este orden de ideas aparece como relevante en una sociedad la transparencia de la información ya que, entre otras cosas, genera confianza, lo que se puede traducir en un mejor funcionamiento de la economía y en consecuencia en una reducción de los costes de transacción.

El sistema contable mide variables fondo (activos y pasivos) y variables flujo (resultados o variación de riqueza y flujos de caja). En el primer caso hablamos básicamente del balance como proceso de agregación y tratamiento contable de los intercambios externos e internos que conducen a estructurar los diferentes activos que administra la empresa y cómo se distribuye la titularidad financiera del valor de los activos. El balance y la cuenta de pérdidas y ganancias (resultados) constituyen el sistema de información contable fundamental, al que hay que añadir como elemento suplementario la información que se acompaña en la denominada Memoria de la empresa (generalmente de carácter anual). Las normas contables suelen aceptar, en general, que cuando concurren circunstancias excepcionales que evidencien que la aplicación de los principios contables establecidos no conducen al establecimiento de la imagen fiel han



de explicitarse los nuevos principios aplicados para esos casos (solución adoptada), junto a su justificación en la correspondiente memoria de la empresa (informe anual de la gestión realizada) y la incidencia cuantificada correspondiente por tal motivo.

Para proceder a la elaboración de la información económica relevante han de interpretarse y valorarse adecuadamente los diferentes hechos económicos de la empresa. Para ello, es relevante la formación y deontología y profesional de los expertos (empleados, directivos) y las normas y recomendaciones de carácter institucional que se formulen sobre este particular.

Los principios contables son emitidos por organismos nacionales e internacionales. El grado de solvencia (reputación) y de generalización de su adopción confiere credibilidad y proporciona seguridad jurídica a los participantes en la actividad empresarial. Esta seguridad en los datos contables se verá reforzada si la aplicación de los principios y normas conduce, para cada caso, a una solución única que se fundamente en la racionalidad económico-financiera del hecho en cuestión. En los casos en que esto no fuera factible sería deseable reducir la arbitrariedad oportunista del gestor.

La contabilidad y consecuentemente los principios contables vienen determinados por el entorno legal, económico-empresarial, institucional y cultural del país de donde emanan (Cea, 2001; Zeff, 2002; Zorio, 2002). El marco conceptual de los principios contables es relevante, tanto para su elaboración como para su aplicación en el mundo real. En este sentido cabe señalar una cierta convergencia (desaparición de las diferencias de fondo) entre los principios emanados de diferentes instituciones, tal y como se aprecia en los pronunciamientos del Financial Accounting Standard Board (FASB) y el International Accounting Standard Board (IASB). Ahora bien la comparabilidad internacional de balances y cuentas de pérdidas y ganancias de las empresas no será sencilla mientras subsistan los dos grandes modelos reguladores IASB y FASB, ya que según los principios aplicables de ambos a una nueva empresa ofrece datos diferentes<sup>3</sup>. En relación con el IASB y su proceso de convalidación por los diferentes países de la UE hay que señalar los siguientes extremos<sup>4</sup>. En primer lugar hay que men-

---

<sup>3</sup> A título ilustrativo podemos mencionar el caso de las empresas españolas que cotizan en el mercado de Nueva York que informaron sobre sus resultados del periodo de 2001, que en el caso de Telefónica y de acuerdo con los principios de contabilidad generalmente aceptados estadounidenses, supusieron una pérdida de 7.182 millones de euros, mientras que aplicando los principios vigentes en España se evidenciaban unos beneficios de 2.106,8 millones de euros. En este mismo orden de ideas las diferencias entre los beneficios manifestados en EE.UU. por Endesa, Repsol-YIPF, BBVA y SCH fueron inferiores respectivamente en un 30,1 %, un 44,4 %, un 71,2 % y un 12,5 % a los informados en España.

<sup>4</sup> El cambio institucional en torno a la información contable se viene produciendo progresivamente, aunque con saltos o momentos radicales derivados de importantes crisis financieras (por ejemplo 1929 en EE.UU.) y de fraudes contables (Ley Sarbanes-Oxley de 2002, mediante la que se reforman instituciones de gobierno interno y de supervisión o vigilancia de auditoría). En España se puede mencionar la ley Financiera de 2002 y la propuesta de reforma del plan contable para su adaptación a la normativa internacional (IASB) que va adoptar la EU (Libro Blanco).

cionar que no todas las normas contables aprobadas hoy en día ofrecen una única solución contable (existen normas del IASB que ofrecen un tratamiento de referencia y otro alternativo). Una solución única generalizable para cada hecho económico fomentaría la objetividad y el automatismo de los datos contables evitándose en consecuencia los juicios de valor y la propuesta de soluciones interesadas (Cea, 2002).

Como ya hemos recordado anteriormente en el cálculo del beneficio contable es relevante la periodificación e imputación de gastos e ingresos en general y de aquellos que no implican flujos de caja en particular. Esta relevancia no solo viene dada por una estimación fiel de lo imputable (ingresos plurianuales, amortizaciones y depreciaciones...), sino de manera especial porque pueden ser objeto de manipulación oportunista. Así, el grado en que el mercado de capitales restrinja las posibilidades del oportunista condicionará que la empresa periodifique con criterios de eficiencia (Dechow, 1994). En este contexto es posible establecer que los directivos optaran por seguir procedimientos contables que adelanten y aumenten los beneficios contables cuando, caeteris paribus, sus retribuciones dependan del nivel de beneficios y la percepción del riesgo financiero esté correlacionada con el volumen del beneficio contable. También cabe esperar que cuando los costes políticos son altos se plantee la conveniencia de postponer el reconocimiento de los beneficios (Watts y Zimmerman, 1886; Scott, 1997).

A través de la Auditoría se puede mejorar la fiabilidad de los estados contables revisados por ella, al fundamentarse en la idea de verificar que la contabilidad expresa la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera de la empresa<sup>5</sup>. Ahora bien, como la realidad se encarga de recordarnos, una auditoría no implica que se tenga garantía de detectar fraudes contables si se oculta información, simulan operaciones o se falsifican documentos.

Los escándalos financieros y contables que se han conocido en los últimos años y referentes a grandes empresas han salpicado a los auditores hasta el punto de ser una profesión en crisis: la mano visible ha actuado de una manera descarada y con unos costes considerables. En este sentido los organismos nacionales e internacionales están actuando para recuperar una pérdida de confianza y cada vez más se están planteando mayores exigencias y nuevas responsabilidades del auditor. Estas acciones están en línea con los puntos de discrepancia entre lo que el auditor cree que es su trabajo y lo que la sociedad espera de él, es decir lo que se conoce por el "audit expectations gap" (García-Benau, 2002)

---

<sup>5</sup> Es el segundo de los aspectos en los que se apoya la credibilidad social de la información contable. Además de exigir que la información contable se elabore siguiendo principios generalmente aceptados, es necesario, que su contenido este avalado por terceros, profesionales independientes, que asumen el papel de verificadores; nos estamos refiriendo a la figura del Auditor.

Tanto la Contabilidad como la Auditoría constituyen instrumentos de información y gestión y pueden proporcionar señales imprescindibles para el conocimiento de la economía empresarial, pero no establecen en sí mismas ninguna opinión sobre la viabilidad del proyecto empresarial, ni sobre la calidad de la gestión del equipo directivo y de su estrategia. A través de ellas de la calidad interpretación de su información, se puede facilitar este menester.

Asimismo para velar por la calidad del análisis bursátil es necesario que no se produzcan conflicto de intereses, como ocurre cuando una empresa (un banco de inversión, por ejemplo) realiza simultáneamente las funciones de análisis de inversiones y se ocupa de la venta o colocación de los mismos activos financieros que recomienda adquirir. Es decir para lograr la credibilidad de los analistas como fuente de información fiable sobre empresas hay que eliminar los conflictos de intereses y evitar la utilización de información privilegiada (seguramente separando jurídica y económicamente las funciones bancarias y las de análisis)<sup>6</sup>.

La existencia de garantías jurídicas, mediante un sistema judicial ágil y eficaz, junto a un marco de principios y normas contables a aplicar, bien fundamentadas, puede ser una condición necesaria para trasladar a los usuarios de la información contable, en definitiva a los mercados, una cierta garantía de objetividad en la elaboración y contenido de esta información aumentando así la credibilidad (y en consecuencia la confianza) sobre las magnitudes que miden la eficiencia y la calidad del gobierno de la empresa. La razón suficiente ha de venir acompañada de una clara independencia de auditores y analistas financieros, por cuanto que estos participan en el proceso de formación de precios de los activos financieros, y por lo tanto de las empresas. La protección de los derechos de los inversores ha de interpretarse como una condición necesaria para el buen funcionamiento y desarrollo de los mercados financieros.

La formulación de la teoría o marco conceptual de los principios y normas contables y los fundamentos que han de guiar su aplicación ha de responder a los siguientes planteamientos que, siguiendo a Scout (1941), pueden servir también para explicitar la ética:

Honestidad. Presentación insesgada e imparcial de la información.

Justicia. Igualdad de trato a todas las partes interesadas (grupos de interés)

---

<sup>6</sup> En este sentido es oportuno recordar la multa impuesta (diciembre de 2002) a una docena de bancos de inversión residentes en EE.UU. por connivencias demostradas entre sus funciones de analistas y bancarias que costaron miles de millones de dólares a los inversores. Además de estas sanciones monetarias las empresas estaban obligadas a realizar cambios radicales en su modo de actuar, como crear un sistema de mayor transparencia en su análisis y dedicar una cierta cantidad de recursos a financiar los análisis de pequeñas entidades independientes. En este mismo orden de ideas se puede citar la importante cantidad que tuvieron que pagar, a mediados de la década de los noventa, una treintena de brokers por la manipulación de las cotizaciones de las acciones en el mercado Nasdaq.

Verdad. Contenido veraz y preciso.

Estas tres vertientes pueden claramente ser de aplicación a la configuración, elaboración y difusión de la información financiera.

## 6. VALOR CONTABLE, VALOR DE MERCADO Y VALOR RAZONABLE

En el marco de los principios y normas de aplicación generalmente aceptadas la Contabilidad informa sobre la situación y estructura del activo y del pasivo referidos a momentos del tiempo concretos, así como de los resultados alcanzados en ejercicios pasados a través de la evolución de los activos y pasivos, es decir, manifestando la variación de riqueza producida. En cambio, la Economía y la Estrategia analizan y evalúan la empresa pensando en el futuro, para lo cual es relevante la información contable, las señales del mercado y el desarrollo institucional y de las organizaciones. Las Finanzas, desde una perspectiva ecléctica, y por su íntima relación con las disciplinas citadas, analizan lo realizado (análisis económico-financiero de la información contable), evalúa los proyectos a realizar y valora la empresa.

Supongamos que se desea establecer el valor de realización potencial (de mercado) de una empresa, tanto siguiendo el criterio del coste histórico como de acuerdo el criterio del principio del coste de reposición y precio de mercado. Asimismo asumimos que las inversiones financieras se valoran de idéntica manera, con independencia de la valoración efectuada de los activos materiales. En este contexto, tal y como se establece en el cuadro número 2, la cuantía del fondo de comercio difiere según el principio de valoración utilizado para los activos, observándose cómo el fondo de comercio "económico-financiero" (FCE) es cuantitativamente diferente del que hemos denominado "contable" (FCC) debido a los "desfases o diferencias de valoración" (DV) producidas al ajustar los activos a su precio de reposición (AFR), es decir,  $FCE = FCC - DV = AI$ , mientras que  $AFR = AFC + DV$

Así, según lo establecido anteriormente nos enfrentaríamos al hecho de que el fondo de comercio, cuando no se ajustan los activos a su precio de reposición, incorpora lo que hemos denominado diferencias de valoración. Estas diferencias son en realidad las plusvalías potenciales de los activos físicos e inmateriales, cuyo reflejo se produciría en un incremento de los fondos propios (capital propiedad) potenciales.

El valor de los activos, como es obvio, es exactamente igual al valor de los capitales financieros. Ahora bien en términos de valor potencial de mercado (para empresas cuyas acciones cotizan en el mercado bursátil) o valor razonable (fair value) como estimación del precio de compraventa de las empresas no cotizadas, es posible enfrentarse a diferencias cuando comparamos estos valores con los activos que los respaldan.

**Tabla 2**  
**Valoración de activos y valor de intercambio**

VALORACIÓN A PRECIO HISTÓRICO	VALORACIÓN A COSTE DE REPOSICIÓN
<p><b>ACTIVOS FÍSICOS:</b></p> <p>(Diferentes edades físicas y tecnológicas)</p> <p>Valoración: Precio de adquisición Coste de producción</p> <p>AFC</p>	<p><b>ACTIVOS FÍSICOS:</b></p> <p>Valoración a Coste de Reposición</p> <p>↑ DV</p>
<p>FONDO DE COMERCIO "CONTABLE" FCC</p>	<p>↓ AFR</p> <p>ACTIVOS INMATERIALES (FONDO DE COMERCIO ECONÓMICO) FCE = AI</p>
<p>ACTIVOS MONETARIOS NETOS AMN</p>	<p>ACTIVOS MONETARIOS NETOS AMN</p>
<p>INVERSIONES FINANCIERAS IF</p>	<p>INVERSIONES FINANCIERAS IF</p>
<p>VALOR RAZONANABLE O DE REALIZACIÓN, (como empresa en funcionamiento) DEUDA + CAPITALS PROPIOS = VM (Valor de Mercado)</p>	

Fuente: Elaboración propia

Para que estas diferencias puedan proporcionar explicaciones económicas relevantes es necesario que ambas magnitudes estén expresadas en los mismos términos de poder adquisitivo, esto es, que las dos estén valoradas a precios corrientes. Para ello es necesario que los activos se ajusten a su precio de reposición, es decir, a lo que costaría en la actualidad reponer el conjunto de activos en sus condiciones tecnológicas y de uso en las que se encuentren. Estas estimaciones pueden realizarse según la metodología aplicada en lo que se viene llamando Contabilidad e inflación así como de acuerdo a estimaciones fundamentadas en la Economía y en las Finanzas empresariales (Durán, 1992, Espitia y Salas, 1986).

La denominada "q" de Tobin (Espitia, 1986) relaciona el valor potencial de mercado de la empresa (deuda más capitales propios), en situaciones de equilibrio o estabilidad financiera (es decir, no nos referimos a valores obtenidos en momentos coyunturales de carácter especial) con los activos valorados a coste de reposición. Si este cociente es superior a la unidad se puede interpretar que la empresa crea valor para el accionista,

y no devalúa el valor de la deuda, informándonos además del valor que los mercados otorgan a los activos inmateriales no incluidos en los activos del denominador de la ratio, que viene dado por la proporción del valor de "q" por encima de la unidad.

La comparación del valor contable de la acción con su correspondiente valor de mercado proporciona cierta información que se puede ver acrecentada si se descompone en otros dos indicadores, el denominado PER y la rentabilidad financiera (según libros).

La ratio "book to market" (valor según libros respecto del valor de mercado) puede ser considerada como una variable "proxy" sobre las expectativas del mercado de las oportunidades de crecimiento de la empresa. En cualquier caso, en mercados con cierto grado de eficiencia ha de descontar la información contable y tener incorporado en el precio el pasado de la empresa.

En este contexto aparece nuevamente como un elemento relevante de investigación, tanto para las finanzas como para la contabilidad, los datos contables y la respuesta del mercado a la publicación de los mismos (Fama y French, 1995).

En relación con la utilización del denominado valor razonable (traducción del fair value) para empresas que no cotizan y por tanto de las que no se dispone de un valor "objetivo" de mercado, o cuando los mercados son estrechos o inexistentes (para activos muy específicos) hay que subrayar la dificultad de estimar estos valores<sup>7</sup>. En estas situaciones es posible ofrecer un abanico de posibles "valores razonables", lo que puede explicitar el riesgo de que se realicen certificaciones de valor por encargo de los directivos. Para evitar que esta información, susceptible de subjetividad, juicios de valor y resultado de intereses particulares, pueda distorsionar las decisiones de inversores y perjudicar a determinados grupos (empleados, proveedores, clientes) no deberá de formar parte del sistema nuclear de la información contable (balance y cuenta de resultados) sino que deberá de explicitarse en la Memoria anual de la empresa, como información suplementaria, dando a conocer los criterios y valores utilizados para su determinación (Cea, 2002). En cualquier caso hay que subrayar la relevancia contable que conlleva la aplicación del valor razonable. Así, por un lado, se pasa del criterio de fiabilidad al de relevancia y, por otra parte, en la cuenta de resultados y otros estados financieros (como por ejemplo, el estado de variación de los recursos), que recogen parcialmente esta nueva información, se contendrán beneficios no realizados, lo que contrasta con la situación generalizada en la actualidad que contempla los beneficios realizados.

---

<sup>7</sup> En el año 2001 La Unión Europea publicó una modificación de las directivas contables permitiendo el uso de valor razonable para ciertas partidas.

## 6.1. Activos inmateriales, valoración y contabilización

La creación de activos intangibles específicos de la empresa es la resultante de un proceso acumulativo, organizado (I+D, investigación de mercados, etc.) y no organizado (organización informal, experiencia individual y colectiva), basado en gran medida en el aprendizaje y el trabajo en equipo, cuyo grado de eficiencia es función de la organización del proceso y de la gestión del conocimiento. La valoración global de dichos activos no es tarea fácil, –salvo en el caso de empresas cotizadas en mercados eficientes,– como tampoco lo es la estimación del valor de sus diferentes componentes: tecnológico, comercial y gerencial (ver figura 1). La proporción y relevancia de unos y otros varía según la empresa, produciéndose una necesaria complementariedad entre todos ellos y con los activos físicos específicos, en el caso de existir.

Los activos intangibles explicitados por la empresa en su contabilidad se manifiestan, bien por la adquisición de otras empresas o debido a las inversiones propias para la generación interna de dichos activos. En el primer caso se habla del Fondo Comercio, cuya cuantía viene determinada por la diferencia entre la cantidad pagada por la empresa en cuestión y el valor (aceptado) por los activos adquiridos menos las deudas asumidas. Asimismo también la empresa puede adquirir activos inmateriales concretos (patentes, marcas). En los casos citados anteriormente es a través del intercambio como se determina el valor de los intangibles, bien a nivel agregado (Fondo de comercio) o nivel individualizado. En otros casos cuando los activos son generados internamente se pueden valorar según los principios o normas aplicables, cuando así se exigen. En este punto hay que manifestar que una perspectiva muy conservadora (principio de prudencia) por parte de algunas organizaciones hace que esta solución sea muy restrictiva.

Desde el punto de vista de las normas contables de aplicación, en nuestra opinión, constituye un avance conceptual la emitida en julio de 2001 (Goodwill and other Intangible Assets) por el Financial Accounting Standards Board (FASB, nº 142) estadounidense, ya que contribuye a que el beneficio contable sea un mejor estimador de la variación periódica de la riqueza de la empresa. Esta norma propone calcular la variación del valor de los activos intangibles y cuando de dicha estimación se deduzca que estos se han depreciado se propone reflejarlo en los resultados del periodo. La depreciación surge cuando el valor razonable (fair value) o cuantía por la que la empresa pudiera ser comprada o vendida sea inferior al valor de esta según libros, incluido el Fondo de Comercio (según la contabilidad). De esta manera, la depreciación, que no-amortización, así calculada se llevaría a resultados cuando el activo inmaterial en cuestión haya sufrido una pérdida de valor. En consecuencia, el Fondo de Comercio según los principios de contabilidad generalmente aceptados estadounidenses es impercedero y está sometido a la “prueba de pérdida de valor”. Desde el punto de vista práctico esto puede representar un

riesgo informativo, por responder a un cálculo incierto y discrecional cuando hablamos de mercados financieros estrechos o de empresas que no cotizan en mercados eficientes. Los activos inmateriales son en lo fundamental idiosincrásicos de cada empresa.

Desde el punto de vista de los gastos de investigación y desarrollo el IASB recomienda su imputación directa a resultados, no considerándolos en general activables, aunque los correspondientes a la fase de desarrollo sí lo podrían ser en ciertas condiciones. Esta solución distorsiona la información y perjudica (desincentiva) a empresas con déficit de capital tecnológico. Comentario similar cabría hacerlo en el caso del capital comercial (Úbeda, 2002).

En este tema nos encontramos nuevamente con la relevancia del mercado de capitales en el caso de una minoría de firmas (las cotizadas) respecto de la población total de empresas. Así quedaría en manos de los profesionales de las finanzas y de la contabilidad la estimación del valor razonable para un potencial de más del 99 por ciento de las empresas. En consecuencia, el proceso de generalización de la aplicación del valor razonable deja también, en nuestra opinión, un amplio margen para de la actuación de la mano visible.

## **7. LOS PROBLEMAS DE AGENCIA EN LA EMPRESA Y LA ASIMETRÍA DE INFORMACIÓN**

En el proceso de formación de precios (oferta, demanda, calidad de la información) los mercados financieros demandan transparencia e información veraz tanto sobre la realidad alcanzada como sobre los planes estratégicos de la empresa y por tanto sobre sus expectativas de generar beneficios en un horizonte de largo plazo. En este sentido hay que entender como información relevante los planes estratégicos de la empresa, su proyección en el entorno en el que actúa (marco regulador, competencia, progreso técnico) sus medidas de gobierno y de tipo organizativo.

La información contable veraz y de calidad permite medir la eficacia en la gestión así como diseñar y cuantificar en base a ella, y junto a la que proporcionan los mercados, sistemas de incentivos y de control (interno y externo). Se dice que puede existir un problema de agencia cuando el bienestar de una de las partes depende de lo que haga la otra. Así, si se produce simultáneamente asimetría de información entre el principal (accionistas) y el agente (directivos) y divergencia de intereses se puede afirmar que existe un problema de agencia. La asimetría de información que se produce entre los accionistas de referencia, accionistas minoritarios, prestamistas, empleados y directivos hace difícil el proceso de control en las decisiones, para que estas sean adoptadas según las reglas económicas y contractuales establecidas.



Se dice que una información es relevante cuando una vez conocida puede condicionar las decisiones de compra-venta de activos que un decisor racional pudiera tomar. En este mismo orden de ideas conviene recordar que se habla de información privilegiada cuando no siendo pública se entiende que podría influir de forma apreciable en el precio de los activos si se hubiera difundido (hecho pública). En estas situaciones puede aparecer nuevamente una de las acepciones utilizadas de la mano visible.

Cuando la cantidad y calidad de la información producida e intercambiada (difundida) no es óptima se puede argumentar conjuntamente que existen fallos del mercado y que los directivos poseen un cierto poder monopolístico derivado de la asimetría de información. Esta asimetría puede generar costes cuando existe separación entre propiedad y control. También pueden generarse costes cuando existe divergencia de intereses entre los aportantes de fondos: accionistas de control, accionistas minoritarios y acreedores. En las empresas con concentración de la propiedad el problema de agencia se diluye ya que los accionistas de referencia tienen incentivos suficientes para controlar a los directivos. El problema entonces se puede trasladar a los accionistas minoritarios en comparación con los mayoritarios o de referencia. Estos por la función de control que ejercen pueden obtener rentas (de control) a través de su poder decisión en la empresa en relación a transacciones realizadas con otras organizaciones en que también poseen inversiones, y también en base a sus programas de retribución (monetaria y en especie) como directivos o administradores. Estas rentas podrían ser consideradas como el coste de control que los pequeños accionistas pagan. Se argumenta que el grado de protección de los inversores condiciona el nivel de concentración accionarial (mayor o menor protección) y el desarrollo del mercado de capitales (más escaso a más concentración) en comparación con el predominio del modelo bancario. Así, se asocia una mayor transparencia y veracidad de la información contable y la protección legal de las inversiones a los sistemas en que predomina el mercado directo (ver La Porta, et. al., 1998). Asimismo, se observa una mayor financiación interna (autofinanciación) en sistemas financieros en que predomina el crédito, en comparación con aquellos en que estén más desarrollados los mercados capitales (La Porta, et al., 1997).

La asimetría de información puede conducir a infravaloraciones de las acciones y crearse situaciones de selección adversa. Es más la existencia de información asimétrica fundamenta la no independencia de las decisiones de financiación e inversión y la relevancia de la estructura de capital de la empresa<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Las grandes empresas cuyas acciones cotizan en mercados de capitales están sometidas a la evaluación de analistas, inversores y otras organizaciones. Estas empresas suelen tener en su estructura de organización formal un departamento especializado en relaciones con los accionistas y con los mercados en general, lo que junto a los denominados "cuidadores" de los mercados puede influir, al menos coyunturalmente, en el precio de las acciones.

Los directivos pueden ser más adversos al riesgo que los accionistas si estos optan por diversificar el riesgo mientras que los primeros ven ligado su bienestar a la marcha de la empresa. Los objetivos de los directivos pueden evidenciarse a través del crecimiento y diversificación empresarial ya que les puede permitir lograr unas mayores remuneraciones mediante, por ejemplo, compensaciones extrasalariales (seguros de vida, protección médica, costes de vivienda, uso de aviones o coches de la empresa y otras remuneraciones en especie, opciones sobre acciones y uso de instrumentos derivados para protegerse sobre la caída del precio de las acciones), además de una mayor reputación y prestigio frente a sus colegas y sociedad en general. La teoría de la agencia, desde la óptica de la responsabilidad social de la empresa, puede ser establecida atendiendo no sólo a los beneficios del accionista sino también desde la óptica de los intereses de otros colectivos como por ejemplo los empleados, clientes y proveedores en función de los correspondientes contratos de estos con la empresa.

En este contexto puede establecerse que los directivos para favorecer sus propios intereses y los de los empleados adoptan decisiones de inversión y financiación no muy arriesgada y/o poco rentables que faciliten el crecimiento y diversificación de la empresa. Así, si se actúa ineficientemente si se aceptan proyectos de inversión con valores actuales positivos pero conducentes prioritariamente al crecimiento y diversificación y con un nivel de deuda inferior al que correspondería de acuerdo al objetivo de maximización del valor de mercado de la empresa. Esta situación puede conducir a decisiones no óptimas tanto a través de decisiones de sobreinversión como también de subinversión (renunciando a proyectos de inversión rentables) pero con un nivel de riesgo no deseado por los directivos, lo que genera costes de agencia derivados de la relación entre accionistas y directivos (Myers, 1977). En esta misma línea argumental pueden establecer un orden de jerarquía en la financiación: primero la autofinanciación, después la deuda y, por último, las ampliaciones de capital (Myers y Majluf, 1984).

En este sentido se puede también argumentar como empresas con oportunidades de crecimiento ante necesidades de financiación, pueden necesitar emitir señales positivas al mercado (dividendos, buenos resultados, adecuadas previsiones...). Esta necesidad puede generar incentivos para manipular la información contable (discrecionalidad contable) y no contable. Además el crecimiento y las expectativas que este puede generar favorecen la remuneración de los directivos.

La deuda disminuye los costes de agencia entre la propiedad y la dirección de la empresa (Zwiebel, 1996). Sin embargo, en este contexto hay que mencionar la existencia de directivos riesgófílos puros o amantes de la megalomanía y la huída hacia delante en pos de un éxito arriesgado y difícil (y de sus propios intereses materiales). También en situaciones de nuevas actividades (telecomunicaciones e internet, por

ejemplo) se han evaluado proyectos basados en unas expectativas infladas (ensoñadas) y favorecedoras de intereses personales que conducían claramente a valores actuales netos positivos. Lo mismo sucede con la adopción de algunas decisiones de fusión y/o adquisición de otras empresas basadas en lo que se ha denominado hipótesis del “orgullo arrogante” de los directivos (Roll 1994)).

La emisión de deuda, a partir de ciertos límites, puede reducir el poder discrecional de los directivos ya que el servicio de la deuda disminuye el flujo de caja de libre disposición y desmotiva las decisiones subóptimas de inversión. Asimismo se argumenta en la literatura teórica y empírica que la deuda está condicionada, hasta cierto punto al menos, por los efectos impositivos (de carácter positivo), por los costes de quiebra (efectos negativos) y por las posibles reacciones no favorables del mercado ante las ampliaciones de capital y frente a la permuta (sustitución) de deuda por acciones. Así se puede argumentar que la emisión (aumento) de deuda puede constituir una señal positiva que puede redundar en un incremento del precio de las acciones. En este sentido hay que señalar que un aumento de los recursos propios a través de la autofinanciación crea, vía multiplicador, capacidad de endeudamiento, dado un coeficiente de apalancamiento.

Ahora bien los conflictos de intereses entre directivos y accionistas y entre accionistas y obligacionistas son interdependientes (Douglas, 2002). Así, si el nivel de deuda es bajo (riesgo reducido) realmente no se generan costes de agencia derivados de la relación deuda-accionistas. En cambio niveles de endeudamiento elevados (deuda arriesgada) provocaría una reducción de las rentas de los directivos, lo que reduciría el coste de agencia entre estos y los accionistas pero, en cambio, aumentaría el coste de agencia entre accionistas y obligacionistas dado un alto grado de riesgo financiero. Si la reducción de los costes de agencia entre directivos y accionistas es superior a los costes de agencia entre accionistas y obligacionistas la correspondiente estructura financiera tendría un efecto positivo en el valor de la empresa.

El no cumplimiento de los compromisos de las obligaciones asumidas en los contratos de deuda (cumplimiento de determinados ratios o no sobrepasar un cierto nivel y estructura de la deuda, etc...) <sup>9</sup> puede dar el derecho a los obligacionistas a renegociar y penalizar al prestatario, lo que conlleva costes. Estos costes podrían ser

---

<sup>9</sup> Una revisión de la literatura sobre este tipo de investigación puede verse en Fields et al. (2001). Asimismo sobre el impacto en el coeficiente de endeudamiento de la preeminencia del mercado o de la banca véase Rajan y Zingales (1992 y 1996), Andrés *et al.* (1996). En estos trabajos se contemplan las empresas de países desarrollados (generalmente del grupo de los siete (G-7) diferenciando el mundo anglosajón del denominado de Europa Continental y Japón, no encontrándose diferencias significativas subrayándose la convergencia de ambos sistemas.

evitados mediante la manipulación contable. Sin embargo el grado de discrecionalidad de la manipulación contable podría variar de si la deuda es bancaria (y muy concentrada en una o pocas instituciones y si son accionistas de referencia o no) o es adquirida mediante emisión de bonos. En general cabe esperar que el grado de discrecionalidad contable disminuya con el nivel de concentración de la propiedad (Azofra *et al.*, 2002)

El funcionamiento del mercado de capitales puede contribuir significativamente a que las decisiones de la empresa sean eficientes (Fama, 1980) puesto que en caso contrario se vería reflejado en el precio de las acciones, lo que podría motivar una oferta pública de adquisición de acciones y, en consecuencia, al cambio del equipo directivo. Es decir si se asume la existencia de un mercado de control de empresas se reducirían los costes de agencia. En esta misma línea se puede mencionar que la existencia de un mercado de directivos maximizadores de beneficios puede actuar como mecanismo de control o de reducción de los costes de agencia. Sin embargo estos supuestos son difíciles de asumir en una vertiente reguladora fuerte, dadas las imperfecciones existentes en dichos mercados, aunque se pueden vislumbrar ciertos perfiles realistas en sistemas institucionales y organizativos desarrollados.

En este contexto, hay que tener en cuenta que los métodos o mecanismos de control son limitados e imperfectos. Así, por ejemplo, una OPA puede venir motivada por el crecimiento y el poder personal y económico asociado al tamaño y no por la eficiencia, dada la existencia de asimetría de información y las posibilidades financieras (endeudamiento, ratios PER favorables, etc.) y contables (manipulación de la información para ocultar errores de gestión). Desde el punto de vista de los incentivos hay que mencionar aquellos que ligan la remuneración de los directivos al valor de mercado de la empresa como, por ejemplo, entrega de títulos de propiedad, de opciones sobre acciones o la participación en los beneficios. Ahora bien este aspecto hay que ligarlo con el mercado de directivos por lo que hay que tener en cuenta que los contratos que estos pueden firmar suelen ser de larga duración, con importantes indemnizaciones (blindaje) y además la edad de muchos de ellos (escaso tiempo para poder pensar en jubilarse) junto a los programas incompletos de opciones sobre acciones hace que en sus decisiones prime pese el corto plazo y no una proyección más dilatada de la empresa como horizonte temporal relevante para sus propios objetivos.

Para que un programa de remuneración de directivos sea consistente y conduzca a su alineamiento con los objetivos de los accionistas hay que lograr una relación directa de estos con los resultados de la empresa a corto plazo (anuales, que pueden incentivar el trabajo) y con el desempeño de la empresa a largo plazo (parte diferida de la remuneración). Para ello, las bases de cálculo (medidas de evaluación) para poder establecer un sistema de recompensas y castigos (Jensen y Meckling, 1995) no han de

ser manipulables. La combinación de información contable y de mercado son cruciales para el diseño y cálculo de los incentivos.

### **7.1. La remuneración de los directivos. Las opciones sobre acciones**

La descomposición de la remuneración a los directivos en dos partes, una fija y otra variable, puede reducir el problema de agencia entre accionistas y directivos. El sistema de incentivos puede ligar o conectar el corto plazo (resultados del periodo) con el largo plazo (valor de la empresa). El diseño del sistema de incentivos habrá de basarse en el binomio rentabilidad-riesgo que caracteriza a la empresa o al que se pueda enfrentar en el futuro. En este sentido se podrían enmarcar la remuneración variable basada en la entrega bien acciones o de opciones sobre acciones. En el primer caso la remuneración del directivo es una función lineal del valor de mercado de la empresa mientras que en el segundo no lo es, dependiendo del precio del ejercicio prefijado. En ambos casos habrá que estar a lo estipulado sobre las condiciones (años y cantidad) en que los directivos se pueden desprender de las acciones o bien de los vencimientos o momentos en que se puedan ejercer las opciones.

Hay quien argumenta que como las opciones sobre acciones concedidas a los directivos es información pública no es tan relevante que se contabilicen como coste si los analistas hacen bien su trabajo. Pero aún así las cosas bien hechas bien parecen y si las opciones se consideran que son remuneración a los directivos (y empleados) hay que concluir que una información veraz exige que se explicita ese coste. Pero además no todos los analistas hacen igual de bien su trabajo y si existe dificultad técnica para estimar el coste de este tipo de remuneración también pueden crearse dudas no sólo sobre la adecuación (objetividad) del precio de ejercicio establecido sino también sobre el énfasis puesto por el analista en la recomendación de las inversiones financieras en la acción subyacente.

Teóricamente las opciones sobre acciones entregadas (asignadas) a los directivos sirven para que estos alineen sus decisiones con los intereses de los accionistas y por lo tanto que sean facilitadoras del aumento del precio de las acciones. Ahora bien hay que tener en cuenta que el precio de la acción depende no solo de las decisiones de la economía real de la empresa y de un marketing financiero facilitador de la venta de títulos al alza, sino que también viene conformado por variables independientes como son los niveles de tipos de interés, los impuestos y la política monetaria, por ejemplo. Si el precio de mercado de la acción no es superior al precio de ejercicio de la opción el directivo obviamente no ejercería su derecho, pero los accionistas verían mermado su capital. Sin embargo, estos programas han motivado la consideración de un horizonte del corto plazo por parte de los directivos, lo que junto a situaciones denomina-

das como de "irracionalidad o exuberancia" de los mercados, ha hecho que se este dispuesto a exagerar los beneficios (declarar beneficios ficticios) y ocultar deuda para que así pueda aumentar el precio de la acción y les generen importantes plusvalías. Estos programas también pueden haber provocado la adopción de decisiones "excesivamente" orientadas al corto plazo como por ejemplo, la venta de activos y divisiones con importantes plusvalías actuales pero con dudas sobre los posibles daños estratégicos para el desarrollo de largo plazo de la empresa. De esta manera además se pueden cumplir las previsiones de los analistas financieros (mejora de resultados, aumento del precio de la acción) fundamentado en parte la creación de expectativas falsas. Estas situaciones, desde el punto de vista de la evaluación y selección de proyectos de inversión, podrían conducir a primar el criterio de plazo de recuperación o "pay-back" en lugar del valor actualizado neto.

La valoración financiera de las opciones es posible gracias a las aportaciones de Black y Scholes (1976), dada la disponibilidad de datos y estimaciones estadísticas sobre volatilidades. En este sentido, consideramos oportuno resaltar una de las posibilidades recomendadas por el Financial Accounting Standards Board (FASB) estadounidense y es la conveniencia de contabilizar el valor de las opciones sobre acciones entregadas a los directivos como gasto del ejercicio. La norma del FASB ha optado por continuar con una situación dual ya que, como alternativa a la contabilización como gasto, permite que no se reflejen en la cuenta de resultados sino que hagan mención de ello en la memoria de la empresa, como nota a los estados financieros. De esta manera no se está reconociendo que la empresa ha entregado, como remuneración, un activo financiero con valor económico positivo, tanto en su parte intrínseca como en su componente de valor tiempo. En cualquier caso y aunque de manera diferente, como calidad de información, y gracias a los modelos de valoración de opciones, es posible inferir el posible impacto que estos activos pueden tener en los beneficios por acción proforma. Ahora bien hay que seguir dejando constancia de la no existencia de una norma clara en el tratamiento contable de las opciones sobre acciones, aspecto que creemos se debe clarificar de forma radical en el futuro.

Varias empresas, especialmente las denominadas tecnológicas, han manifestado su oposición a que las opciones sobre acciones se contabilicen como gastos, argumentando que se reducirían los incentivos para la innovación, ya que el efecto negativo que tendría en los resultados disminuiría los nuevos proyectos. El efecto en los resultados es claro y en algunas estimaciones<sup>10</sup> de cierta entidad pero eso no justifica distorsionar

---

<sup>10</sup> Según estimaciones hechas públicas por Lehman Brothers la contabilización de las opciones sobre acciones como gasto habría reducido en un 21 por 100 los beneficios del año 2001 de las empresas que componen el índice Standard & Poors 500. Según Goldman Sachs Microsoft hubiera visto disminuidos sus beneficios en un

la realidad y la transparencia de la información por la conveniencia, en esta medida de los directivos. De otra parte si de lo que se trata es de que no se deben romper las expectativas de enriquecerse en muy poco tiempo entonces se estaría fomentando la investigación en contabilidad creativa y favoreciendo la mala asignación de recursos de la "mano visible" no deseada.

## **8. A MODO DE CONCLUSIONES**

La asignación de recursos en la economía viene dada por tres mecanismos: la mano visible (la jerarquía), la mano invisible (el mercado) y el proceso político (el gobierno en sus diferentes niveles: local, nacional, regional y supranacional). También hay que apuntar las diferentes formas híbridas que pueden establecerse entre empresas y el gobierno y que se concretan en alianzas estratégicas y cooperación. La economía de nuestros días, especialmente en el ámbito del mundo más avanzado o desarrollado, se caracteriza por la realización de intercambios complejos entre agentes económicos que están en gran medida internacionalizados.

En este contexto se observa como las instituciones (especialmente las normas formales, y en gran medida también las informales, y algunas organizaciones y organismos) van cambiando; cambio que aunque de forma incremental se esta produciendo en menores espacios de tiempo en los últimos años. Es decir, se va apreciando un nuevo marco institucional, no solo derivado de la profundización de los procesos de integración regional y de mundialización de la economía, sino también del progreso técnico, de las actuaciones de las empresas y de la complejidad de las transacciones.

En el funcionamiento de las empresas, dado un marco institucional, juega un papel crucial los derechos de propiedad y el comportamiento y grado de cumplimiento de los contratos que asumen los accionistas, acreedores, directivos, analistas y auditores. La actuación e incidencias de la denominada mano visible vendrá conformada por los incentivos de cada grupo citado, por la eficiencia de las instituciones y por la estructura y dinámica de los mercados, lo que condicionara los niveles de costes de transacción y las opciones estratégicas.

En el futuro inmediato los reguladores y expertos contables y financieras deberán delimitar más las alternativas de contabilización y valoración en las siguientes áreas principales<sup>11</sup>:

---

31% y Oracle en un 18%. En este mismo sentido Intel pasaría de unos beneficios de 1.300 millones a solamente 254. Asimismo los directivos y empleados de Microsoft realizaron 46.500 millones de dólares entre 1993 y 2001.

<sup>11</sup> A efectos divulgativos, véase *The Economist* (2003). A las áreas citadas se añade otra correspondiente a Fondos de Pensiones.

- Estados financieros "pro forma".
- Los denominados instrumentos y vehículos fuera de balance.
- Opciones sobre acciones.
- Reconocimiento de ingresos.

El acierto en la nueva regulación limitaría los posibles efectos perniciosos de la "mano visible". Además siempre cabe la esperanza de caminar eficazmente hacia un mundo en el que la estética sea indisociable de la ética y del compromiso moral.

## BIBLIOGRAFÍA

- ADLER, P.S. y KWON, W. (2002): "Social Capital: Prospects for a New Concept", *Academy of Management Review*, vol. 27, No. 1, p. 17-40
- ALCHIAN, A. H. y DEMESETZ, H. (1972): "Production, Information Costs, and Economic Organization", *American Economic Review*, No. 62 (5), p. 777-795.
- AMAT, O. y OLIAR, S. (2002): "Maquillajes contables en las empresas del IBEX 35", UPF, Working Papers Series, Universidad Pompeu Fabra.
- ANTLE, R. P.; GRIFFIN, D. WILLIAMSON, O. (1997): *An economic analysis of auditor independence for a multi-client, multi-service public accounting firm* AICPA (<http://www.aicpa.orgmembers/div/secps/isb/white.htm>).
- ARRUÑADA, B. (1998): *Teoría contractual de la empresa*, Marcial Pons, Madrid.
- AZOFRA, V.; CASTRILLO, L. y DELGADO, M. M. (2002): "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 (número especial).
- BARCLAY, M. J., SMITH, C. W. (2001): "The Capital Structure Puzzle: Another Look at the Evidence" en CHEW, D.H. (ed.), *The New Corporate Finance*, Mc Graw-Hill, Nueva York, p. 197-209.
- BARTEL, Y. (1982): "Measurement Cost and the Organization of Markets", *Journal of Law and Economics*, 25, p. 27-48
- BARTOV, E.; GUAL, F. A. y TSUI, J. S. L. (2001): "Discretionary-accrual Models and Audit Qualifications" *Journal of Accounting and Economics*, vol.30, p. 421-452.
- BELKAOUI, A. (1992): *Accounting Theory*, Academic Press, Londres.
- BHIMANI, A. (2002): "European Management Accounting Research: Traditions the Making", *European Accounting Review*, vol.11, No. 1, p. 99-117.
- BLACK, F. (1993): "Beta and Return", *Journal of Portfolio Management*, Otoño, p.8-18.
- BUSINESS STUDIES: vol. 33, No.1, p. 99-127.
- CAÑIBANO, L. y GONZALO, J. A. (1995): "Los programas de investigación en Contabilidad" en CAÑIBANO, L.: *Teoría actual de la contabilidad*, ICAC, Madrid.
- CARMONA, S. y GUTIÉRREZ, I y CÁMARA M. (1999): "A Profile of European Accounting Research: Evidence from Leading Research Journals", *European Accounting Review*, vol.8, No. 3, p. 463-80.
- CEA GARCÍA, J.L. (2001): *Armonización contable internacional y Reforma de Contabilidad Española*, Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid
- \_\_\_\_\_ (2002): "En el umbral de la reforma de la regulación contable española ante la adaptación del modelo IASB. Algunas reflexiones desde una disidencia parcial pero sustancial con el Libro Blanco de la reforma", *Revista de Contabilidad y Tributación*, No. 236, (noviembre) p. 253-298.



- COASE, R.H. (1937): "The Nature of the Firm", *Economica*, 4.
- \_\_\_\_\_ (1960): "The Problem of social cost", *Journal of Law and Economics*, 3.
- CUADRADO, A. y VALMAYOR, L. (1998): *Metodología de la investigación contable*. Mc Graw Hill, Madrid.
- CHANDLER, A. (1986): "From the Visible Hand" en Putterman, L.(Ed.). *The Economic Nature of the Firm*. Cambridge: Cambridge University Press.
- \_\_\_\_\_ (1987): *La mano visible. La revolución en la dirección de la empresa norteamericana*, Ministerio Trabajo y Seguridad Social, Madrid (versión inglesa de 1977).
- CHUI, A. C. W.; LLOYD, A. E. y KWOK, CH. C. Y. (2002): "The Determination of Capital Structure. Is National Culture a Missing Piece of the Puzzle?" *Journal International Business Studies*, vol. 33, No. 1, p. 99-127.
- DECHOW, P.M. (1994): "Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: the Role of Accounting Accruals", *Journal of Accounting and Economics*, (Julio) p. 3-42.
- DOUGLAS, A.V.S. (2002), "Capital Structure and the Control of Managerial -Incentives", *Journal of Corporate Finance*, 8, p. 287-311.
- DURÁN HERRERA, J.J. (1992): *Economía y Dirección Financiera de la Empresa*, Pirámide, Madrid.
- \_\_\_\_\_ (2001): *Estrategia y Economía de la Empresa Multinacional*, Pirámide, Madrid.
- DUMONTER, P. y RAFFOURNIER, B. (2002): " Accounting and Capital Markets: a Survey of the European Evidence", *European Accounting Review*, vol.11, No.1, p. 119-151.
- DUNNING, J.H. y BANSAL, S. (1997): "The Cultural Sensitivity of the Eclectic Paradigm", Discussion Paper in International Business and Management, Universidad de Reading.
- ESPITIA, M. (1986): "El ratio q como instrumento de análisis financiero", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, No. 49, p. 133-156.
- FAMA, E. (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, Mayo.
- \_\_\_\_\_ (1980): "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal Political Economy*, Abril, p. 288-307.
- \_\_\_\_\_ y FRENCH, K. R. (1995), "Size and Book to- Market Factors in Earnings and Returns", *Journal of Finance* (Marzo), p. 131-155.
- \_\_\_\_\_ y \_\_\_\_\_ (1996): "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies", *Journal of Finance*, marzo, p. 55-84.
- FIELDS, D.; LYS, Z. y VICENT, L. (2001): "Empirical Research and Accounting Choice", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 31, p. 255-307.
- FRANCIS, J. R. ; MAYDEW, E. L. y SPARKS, H. C. (1999): "The Role of Big G' Auditors in the Credible Reporting of Accruals", *Auditing A Journal of Practice & Theory*, vol. 18, No.2, otoño, p. 17-34.
- GARCÍA BENAÚ, M. A.; LAÍNEZ, J. A. y MONTERREY, J. (1998): *Contabilidad para la empresa multinacional*, Pirámide, Madrid.
- \_\_\_\_\_ y ZORIO GRIMA, A. (2002): "El camino hacia el valor razonable" *Revista de Contabilidad*, Vol. 5, No.9, junio, p. 57-88.
- \_\_\_\_\_ y VICO MARTÍNEZ, A. (2003): "Los escándalos financieros y la auditoría: pérdida y recuperación de la confianza en una profesión en crisis", *Revista Valenciana de Economía y Hacienda*, No. 7, p. 25-48.
- GINER, B. y REVERTE, C. (1999): "The Value Relevante of Earnings Disaggregation Provided in the Spanish Profit and Loss Account", *European Accounting Review*, vol, 8, No. 4, p. 609-629.
- \_\_\_\_\_ ; ARCE, M.; CERVERA, N.; RUIZ, A. (2003): "Incentivos por la divulgación voluntaria de información; evidencia empírica sobre la información segmentada", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 12, No.4, p. 69-86.
- GONZALO, J. A. y TUA, J. (1997): "Introducción" a *Las Normas Internacionales de Contabilidad*,

Instituto de Auditores-Censores Jurados de Cuentas, Madrid

- GÓMEZ-BEZARES, F. (2002): "Una nota crítica sobre la actual investigación en Finanzas", <http://www.acede2003.org/gomezbezares.doc>.
- HALLER, A. (2002): "Financial Accounting Developments in the European Union: Past Events and Future Prospects", *European Accounting Review*, vol.11, No. 1, p. 153-190.
- HARRIS, M. y RAVIS, A. (1991): "The theory of Capital Structure", *Journal of Finance*, p. 297-356.
- HART, O. E. (1995): *Firms, contracts and financial structure*, Oxford University Press, Londres.
- HEALY, P. M. y WAHLEN, J. M. (1999): "A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standards Setting", *Accounting Horizons*, vol. 13, No.4, p. 365-383.
- HOFSTEDE, G. (1991): *Cultures and Organisations. Software of the Mind*, McGraw Hall, Nueva York.
- JENSEN, M. C. y MECKLING W. H. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3.
- \_\_\_\_\_ y \_\_\_\_\_ (1994): "The Nature of Man", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol.7, No.2. (verano), p. 4-19.
- \_\_\_\_\_ y \_\_\_\_\_ (1995): "Specific and General Knowledge, and Organizational Structure", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol.8, No. 2, p. 4-18.
- KNIGHT, F. (1921): *Risk, Uncertainty and Profit*, Houghton Mifflin, Boston.
- KOEPPEN, D. R. (1988): "Using the FASB's Conceptual Framework: Fitting the Pieces Together", *Accounting Horizons* (junio).
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, R.; SCHLEIFER, A. y VIGHNY, R. (1997): "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, No. 52, p. 1131-1150.
- \_\_\_\_\_ (2001): "Investor Protection and Corporate Valuation", *Journal of Finance*.
- \_\_\_\_\_ (1998): "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, No. 106, p. 1113-1155.
- LENNOX, C.S. (1999), "Non Audit Fees, Disclosure and Audit Quality", *European Accounting Review*, p. 239-252.
- LÓPEZ, J.C. (2000): "Accounting and Financial Harmonization in the European Union" *European Accounting Review*, vol. 9, No. 4, p. 643-54.
- MONTERREY MAYORAL, J. y PINEDA GONZÁLEZ, C. (1995): Los modelos de la investigación contable orientada al mercado de capitales. Un análisis económico, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, No. 83 (abril-junio), p. 417-445.
- \_\_\_\_\_ (1998): Un recorrido por la contabilidad positiva, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, Vol. 27, No. 95 (abril-junio), p. 427-469.
- MYERS, S. (1977): "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, vol. 19, p. 147-176.
- \_\_\_\_\_ y MAJLUF, N. (1984): "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have", *Journal of Financial Economics*, 26, p. 187-21.
- NORTH, D. C. (2001): *Instituciones, cambio institucional y desempeño económico*, Fondo de Cultura Económica, México.
- PRIETO MORENO, B. y PÉREZ ARNAIZ, M. J. (1992): "La Teoría de la Contabilidad positiva en el transcurso de una década", *Actualidad Financiera*, No.47 (diciembre), p. 21-27.
- RAJAN, R.G. y ZINGALES, L. (1995): "What do we know about Capital Structure? Some Evidence Form International Data", *The Journal of Finance*, vol. 50, No. 5, p. 1421-1459.
- ROLL, R. (1994): "The Hubris Hypothesis or Corporate Takeovers" en Gaughan, P.(ed), *Readings in Merger and Acquisition*, Blackwell, Cambridge (Maass), p. 44-61. Existe traducción al español, en *Análisis Financiero*, No. 68, 1996, p. 22-38.
- ROSS, S. A. (1993): "Is Beta Useful?", en HARRINGTON y KORAJCZ y K. (Eds.): *The CAPM Controversy: Policy and Strategy Implications for Investment Management*, A.M.R., Charlottesville, USA, p. 11-15.

- RUGMAN, A. M. y EDEN, L. (eds) (1985): *Multinational and Transfer Pricing*, (room Helm, Londres).
- SCOTT, D. R. (1941): "The Basics of Accounting Principles", *The Accounting Review*, (Diciembre), p. 341-349.
- \_\_\_\_\_ (1997): *Financial Accounting Theory*, Prentice-Hall, Upper Saddle River.
- [www.globalreporting.org](http://www.globalreporting.org): "Global Reporting Initiative".
- SHEIFER, A. y VISHNY, R. W. (1997): "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, No. 52, p. 737-783.
- SMITH, A. (1776): *The wealth of nations*, (Hay traducción española por Aguilar. 1961-2ª edición).
- TAYLOR ZARZESKI, M. (1996): "Spontaneous Harmonization Effects of Culture and Market Forces on Accounting Disclosure Practices", *Accounting Horizons*, vol.10, No. 1, p. 18-37.
- THE ECONOMIST (2003): "The Special Report: The Future of Accounts", *The Economist*, 26 de Abril, p. 57-60.
- TÚA, J. (1983): *Principios y normas de contabilidad*, Instituto de Planificación Contable, Madrid.
- ÚBEDA, F. (2002): "Valoración de marcas" en Durán, J.J., *Las Marcas Renombradas Españolas. Un activo estratégico para la internacionalización de España*, Mc Graw-Hill, Madrid.
- WILLIAMSON, O. E. (1975): *Markets and Hierachies: Analysis and Antitrust Implications*. Free, Press, Nueva York.
- \_\_\_\_\_ (1985): *The Economic Institutions of Capitalism*, Free Press, Nueva York.
- ZEFF, S. A. (2002): "Political Lobbying on Proposed Standards: a Challenge to the IASB", *Accounting Horizons*, vol. 16, No. 1, p. 43-55.
- ZORIO, A. (2002): IASC ¿adaptarse o morir? *Técnica Contable*, No. 639, marzo, p. 169-186.
- ZWIEBEL, J. (1996): "Dynamic Capital Structure under Managerial Entrenchment", *American Economic Review*, vol 86, p. 1197-1215.