

INFORMACIÓN CONTABLE Y GOBIERNO CORPORATIVO (Accounting Information and Corporate Governance)

Juan Monterrey Mayoral
Catedrático de la Universidad de Extremadura

RESUMEN

El presente trabajo tiene por objeto analizar la relación existente entre Gobierno Corporativo y Contabilidad, desde la idea básica es que la información contable es en sí mismo un producto de la actividad de gobierno, pero al mismo tiempo constituye un input de ésta, al alimentar dicho proceso. Delimitamos el marco teórico de la relación entre Gobierno Corporativo e información contable, identificamos el origen de las imperfecciones existentes y discutimos el papel que pueden desempeñar los incentivos y la monitorización eficiente para mitigar aquéllas, entre las que se encuentran los comités de auditoría. Seguidamente examinamos la literatura más relevante sobre la cuestión y damos a conocer nuestra opinión sobre aquellos aspectos metodológicos que revisten mayor interés, así como algunas sugerencias para investigaciones futuras.

Palabras clave: contabilidad, gobierno corporativo.

ABSTRACT

The purpose of this paper is to analyze the relationship between Accounting and Corporate Governance, based on the contention that accounting information is both, a product of the governance function and one of its input, as it feeds Corporate Governance processes. The paper defines the theoretical framework of the relationship between Corporate Governance and accounting information, identifies the sources of the existing imperfections and discusses the role that incentives and monitoring mechanisms (among them, audit committees) may play in order to mitigate them. The most relevant contributions to the literature are then reviewed and, finally, a view on the most interesting methodological issues as well as some suggestions for future research are provided.

Keywords: accounting, corporate governance.

* Este trabajo ha sido preparado para su publicación en el número especial de Revista de Contabilidad "El contexto interdisciplinar de la Contabilidad", y puede considerarse parte de los resultados del Proyecto de Investigación PB98-0415, de la DGICYT del Ministerio de Educación y Cultura. Los comentarios de María Antonia García Benau, Manuel García-Ayuso, Vicente Salas, Amparo Sánchez y Matilde Suárez, así como las sugerencias recibidas de dos evaluadores anónimos, han contribuido a enriquecer significativamente su contenido. Los errores subsistentes son de mi exclusiva responsabilidad.

A Joaquín Pérez Campos, mi maestro y amigo,
en su jubilación, como testimonio de agradecimiento
por su ejemplo diario y apoyo constante.

*“Yo considero que la teoría de la Contabilidad es parte de la teoría de la firma.
Si esta idea comienza a ser reconocida, podemos esperar un crecimiento
de los estudios interdisciplinarios entre Economía y Contabilidad”.*

Ronald H. Coase (1990)
Premio Nobel de Economía 1991

1. INTRODUCCIÓN

El propósito de nuestro trabajo es analizar la relación existente entre Gobierno Corporativo y Contabilidad, en la creencia de que las buenas prácticas de gobierno favorecen la calidad y transparencia de la información contable, y con ello su credibilidad, y de que asimismo, la existencia tanto de una regulación como de una práctica contable adecuadas constituyen un elemento esencial e imprescindible para el gobierno eficiente de la empresa y en consecuencia, para la protección efectiva de los inversores. Así pues, nuestra idea básica es que la información contable es en sí mismo un producto de la actividad de gobierno, pero al mismo tiempo constituye un *input* de ésta, al alimentar dicho proceso¹.

Señala Tirole (2002) que las definiciones de Gobierno Corporativo suelen estar referidas a la defensa de los intereses de los accionistas. Así, desde una perspectiva financiera, Shleifer y Vishny (1997) lo definen como el conjunto de actividades orientadas a que quienes aportan recursos financieros a las corporaciones aseguren para sí mismos obtener el retorno de sus inversiones. Desde otra óptica más general, Becht *et al.* (2002) la caracterizan como la disciplina que se ocupa de dar solución a problemas de acción colectiva entre inversores dispersos y a reconciliar los conflictos de interés entre las diferentes partes vinculadas a las firmas.

La información fraudulenta tiene consecuencias económicas y sociales significativas: los casos de fraude contable destapados han alimentado las dudas sobre la credibilidad del proceso completo de información financiera, así como del papel desempeñado por auditores, reguladores, analistas y consejeros de empresas. Es posible que el escándalo

¹ En nuestra opinión, esta relación simultánea, con las únicas excepciones de Bushman *et al.* (2000), Bushman y Smith (2001) y Sloan (2001), no ha sido suficientemente reconocida en la literatura, lo que en ocasiones ha podido afectar a la metodología empleada y con ello a la evidencia empírica obtenida.

Enron haya sido el punto de inflexión a partir del cual cristalice una decidida voluntad para mejorar la transparencia de las compañías y devolver a los mercados, y a la sociedad en su conjunto, la confianza perdida. En la búsqueda de explicaciones, no parece especialmente complicado enumerar las causas que han favorecido la escalada de prácticas fraudulentas; de un lado, las enormes presiones de los mercados de capitales, que fuerzan a las compañías a exhibir los resultados que se esperan. Así, Healy y Palepu (2002) describen cómo las prácticas de manipulación son una consecuencia directa del esfuerzo de los directivos por estar a la altura de las expectativas que marcan los pronósticos de los analistas, en muchas ocasiones poco o nada realistas, y sostener así los precios bursátiles. De otro, la creciente complejidad de los negocios, envueltos en gigantescas adquisiciones y tomas de control, alianzas estratégicas, operaciones financieras estructuradas, recursos híbridos, remuneraciones basadas en opciones sobre acciones, que en acertada opinión de Demski (2002) han llegado de hecho a desdibujar las fronteras de las empresas.

Pero además, las dificultades inducidas por las presiones de los mercados y la sofisticación de la gestión empresarial han contado con un importante aliado: la regulación contable (y la que no lo es), que lejos de dar respuesta a esta nueva realidad ha permitido una enorme discreción, o acaso laxitud, y que tras el espejismo de argumentos como la flexibilidad o la relevancia han sido el mejor caldo de cultivo para la manipulación fraudulenta de la información. Basta con dar un breve repaso por las debilidades más sobresalientes en el plano internacional (fondo de comercio, opciones sobre acciones, investigación y desarrollo, derivados, criterios de consolidación, provisiones para coberturas de riesgos genéricos, reguladores que permiten cargar gastos contra reservas, etc.) para deducir razonablemente que al menos en alguna medida, la regulación contable no ha estado a la altura de las circunstancias. Por añadidura, la ausencia de integridad no es una cuestión que ocasione efectos exclusivamente privados, sino que sus consecuencias se proyectan mucho más allá de las fronteras de las firmas implicadas: se cuestiona la legitimidad de todo un sistema. De aquí que, en nuestra opinión, el Gobierno Corporativo se erija, junto a una regulación eficiente, como un mecanismo fundamental para salvaguardar la integridad de la información contable, y por ello debe ser objeto del mayor interés político y potenciado en aras tanto del interés privado como del público.

La preocupación por las cuestiones de Gobierno Corporativo no es ajena a nuestro país, que se ha sumado a la tendencia general de emisión de Códigos de Gobierno que se iniciara en el Reino Unido con el Informe Cadbury (1992). Las recomendaciones de los informes Olivencia (CEECECAS, 1998) y Aldama (CNMV, 2003), así como las contenidas en el Libro Blanco (2002) están orientadas a asegurar el adecuado desempeño de las funciones de supervisión y control, con la finalidad última de que los inversores depositen su confianza en los mercados, subrayando el fundamental papel de la Contabilidad en este contexto.

En nuestra opinión, la calidad e integridad de la información contable sólo tendrán una efectiva salvaguarda si las prácticas de gobierno están diseñadas con una adecuada combinación de mecanismos de monitorización e incentivos; la evidencia empírica acumulada hasta la fecha es suficientemente contundente e invita a creer que los beneficios privados que pueden obtenerse del control de las corporaciones, amparados en la fuerte asimetría de información existente entre el interior y el exterior de éstas, son muy tentadores, y pueden alimentar conductas claramente expropiatorias. Los resultados del estudio de Beasley *et al.* (1999) revelan inequívocamente la magnitud del problema: en un análisis de 200 fraudes contables detectados en compañías norteamericanas cotizadas en Bolsa entre 1987 y 1997, la alta dirección estaba implicada en un 87% de casos; un 60% de los consejos de administración estaban dominados por directivos y consejeros sin independencia; los comités de auditoría, en un 75% de casos, sólo estaban constituidos de manera formal y sin actividad real, y un 65% de sus miembros no tenían formación ni experiencia en Contabilidad, Auditoría o Finanzas. A la luz de estos datos, parece incuestionable que la debidad de las estructuras de Gobierno Corporativo es un aliado necesario del fraude contable.

A pesar de revestir una gran importancia económica y social, las cuestiones de gobierno no han ocupado un lugar central en la investigación económica hasta fechas recientes. Y aunque está bien descrita en la literatura la relevancia de la Contabilidad como instrumento para mitigar costes de agencia², menor aún ha sido el interés por el estudio del papel que desempeña en la actividad de gobierno: sólo a partir de los trabajos de Shleifer y Vishny (1997) y Laporta *et al.* (1998) es cuando se ha reconocido sin ambages la importancia de la vinculación existente entre Gobierno Corporativo e información contable, especialmente en el ámbito de la protección de los inversores. Desde entonces ha comenzado a desarrollarse una línea de investigación aún incipiente pero fructífera, que entre otras características presenta un marcado acento interdisciplinar.

En los epígrafes siguientes aportaremos una visión panorámica de la relación entre Gobierno Corporativo y Contabilidad³. Para ello, nuestro trabajo se organiza del modo siguiente: la sección 2 describe el marco teórico de la conexión entre ambas disciplinas; el apartado 3 se destina al análisis de la literatura existente hasta la fecha; el 4 examina algunos aspectos metodológicos que consideramos dignos de mención, y el 5 y último recoge nuestras conclusiones finales.

² La importancia de la información contable en las relaciones de agencia ya fue puesta de manifiesto desde la aportación seminal de Jensen y Meckling (1976), al referirse a su empleo en los acuerdos sobre deuda (*debt covenants*). También son pioneros los trabajos de Smith y Warner (1979), Smith y Watts (1982) y Leftwich (1983), que destacan su protagonismo en los planes de remuneración basados en incentivos, y el de Antle (1982), que resalta la importancia de la auditoría como mecanismo de monitorización.

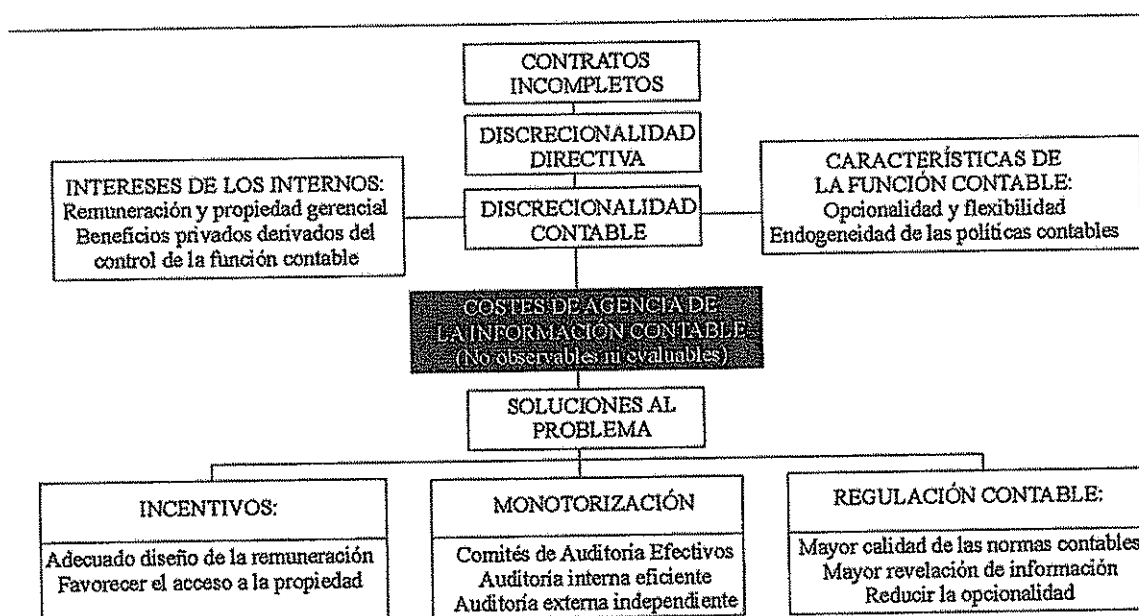
³ Existe otro estudio recopilatorio (Bushman y Smith, 2001), aunque más orientado hacia el análisis de la compensación salarial y sus efectos sobre la elección contable.

2. MARCO TEÓRICO DE LA RELACIÓN ENTRE GOBIERNO CORPORATIVO E INFORMACIÓN CONTABLE

2.1. El origen del problema: contratos incompletos, discrecionalidad contable y conflictos de interés

Nuestra idea acerca de la relación entre Gobierno Corporativo y Contabilidad queda plasmada en la figura 1, que puede ser considerada como un modelo general de análisis de la relación existente entre las dos disciplinas, la cual se establece sobre la base de plantear qué puede hacer el Gobierno Corporativo para mejorar la información contable y al mismo tiempo, cómo debe ser el papel de la Contabilidad para favorecer prácticas eficientes de gobierno. En este escenario surge el problema de la manipulación contable, habida cuenta que se trata del nexo de unión entre ambas: los mecanismos de gobierno deben orientarse a reprimir las prácticas de alteración de la información contable, y a su vez, la calidad e integridad de ésta ha de erigirse, haciendo nuestra la expresión de Sunder (1997), en el *software* de las organizaciones, contribuyendo a la eficiencia contractual. Por ello, el problema de la manipulación de la información planea sobre la relación entre Gobierno Corporativo y Contabilidad, siendo inevitable abordar la cuestión sin realizar continuas referencias a las prácticas de alteración del resultado.

Figura 1
Ilustración de la relación entre Contabilidad y Gobierno Corporativo



Fuente: elaboración propia.

Como han razonado Shleifer y Vishny (1997) y Stiglitz (2000), el problema fundamental de agencia de las economías occidentales no es el conflicto entre inversores y gerentes en el sentido clásico de Berle y Means (1931), sino entre gerentes y accionistas de control –los denominados *insiders* en la literatura⁴– frente a los restantes partícipes situados en el exterior de las firmas. En materia de información financiera la relación de agencia no es la que se establece entre gerencia y propiedad, sino entre internos y externos (accionistas minoritarios, proveedores de recursos financieros, obligacionistas, etc.). Y ello como consecuencia de la fuerte asimetría de información existente entre el interior y el exterior de las corporaciones y la imposible observabilidad de la mayor parte de las acciones de los internos. Puesto que éstos retienen para sí el control de la función contable, elaboran y comunican la información en el marco de la regulación establecida al efecto. No obstante, muchas normas son abiertas y flexibles y su aplicación *requiere* una actividad de enjuiciamiento y elección, ya que no es posible, ni siquiera deseable, que los principios de Contabilidad sean rígidos y uniformes⁵. Esta amplia discrecionalidad de los internos, que no existiría en un mundo de contratos completos en el que todas las situaciones con trascendencia contable fueran previsibles y pudieran establecerse a priori, genera, en ausencia de factores como el altruismo, fuertes incentivos para orientar la elección contable hacia sus propios intereses, en ocasiones a expensas o en perjuicio de los externos, manipulando y adulterando la información. De este modo, surgen los que podemos denominar *costes de agencia de la información contable*, que serían los incurridos como consecuencia de adoptar decisiones contables oportunistas en lugar de la elección óptima. Por naturaleza no son observables ni cuantificables.

Algunos modelos en escenarios de información asimétrica, como los de Fudenberg y Tirole (1995) y Stein (1989), demuestran que los incentivos para las prácticas de manipulación de resultados dependen de las circunstancias contractuales de las firmas, en las que la información contable, en especial los resultados, desempeñan un importante papel. Estas predicciones teóricas han sido confirmadas con gran contundencia por la evidencia empírica; en unos casos los incentivos son para reducir los resultados y evitar así una regulación adversa (Jones, 1991; Key Galligan, 1997), favorecer precios más reducidos en operaciones *management buyouts* (Perry y Williams (1994) o modificar contratos de compensación gerencial (Healy, 1985; Houlthausen *et al.* 1995). En otros, los incentivos son para elevarlos, como en salidas a bolsa y ampliaciones de capital (Rangan, 1998; Teoh *et al.* 1998a, 1998b), en adquisiciones financiadas con acciones (Erickson y Wang, 1998), para satisfacer las expectativas de los ana-

⁴ A los que en adelante denominaremos “internos”.

⁵ Como se demuestra en los trabajos de Dye (1988), Dye y Verrecchia (1995), y Evans y Sridhar (1996).

listas (Kasznik, 1999; Brown, 2001), para evitar violaciones de acuerdos sobre deuda (Smith, 1993; DeFond y Jiambalvo, 1994) y, sobre todo, cuando los directivos son evaluados y remunerados con base en los resultados obtenidos (Bushman y Smith, 2001). Por último, también existen incentivos para alisarlos, generalmente con la finalidad de ofrecer un perfil de riesgo más reducido (Ronen y Sadan, 1981; Chaney y Lewis, 1998).

Así pues, y aunque algunos trabajos han puesto de manifiesto que la elección contable de los internos también puede ser eficiente y maximizadora⁶, la evidencia empírica descrita en la literatura sugiere que aquéllos explotan su discrecionalidad de manera visiblemente oportunista, ya sea en perjuicio de los accionistas o de otros terceros. Su empleo como instrumento de la redistribución de rentas a favor de los internos, riesgo reiteradamente advertido por Williamson (1985, cap.6; 2002), altera el verdadero sentido de la función contable, ya que en lugar cumplir su cometido al servicio de los inversores se convierte en un elemento a merced de los internos para la obtención de beneficios privados; expresado en términos más explícitos, los internos pueden convertir su papel protector en expropiador. Así pues, si de todos los propietarios de recursos proporcionados a las firmas son los pequeños inversores los más frágiles y vulnerables (Salas, 1999, 17), los mecanismos de control deben orientarse principalmente hacia la salvaguarda de sus derechos e intereses.

2.2 Monitorización e incentivos como factores limitadores de la manipulación de resultados

Como se refleja en la figura 1, en nuestra opinión existen básicamente tres tipos de soluciones para evitar, o al menos reducir, el problema de la manipulación de la información contable: mejorar la regulación, mediante el diseño de normas de calidad; establecer mayores niveles de revelación de información, y reducir la opcionalidad, a veces injustificada, de buena parte de las normas. Dado que extendernos en comentarios acerca de la regulación contable excedería los límites de este estudio, centraremos nuestro análisis en los mecanismos de monitorización y el diseño de esquemas de incentivos.

Las prácticas de manipulación de resultados son una manifestación concreta del problema general de agencia, siempre protegido por la asimetría informativa entre interior y exterior de las empresas. Es por ello que la represión de estas prácticas, y en definitiva la salvaguarda de la integridad de la información contable, requiere el diseño de los adecuados sistemas de monitorización e incentivos, los cuales deben ser concebi-

⁶ Como, es el caso, por ejemplo, de las firmas candidatas a ser objeto de ofertas públicas de adquisición de acciones (Christie y Zimmerman 1994) o de la decisión de actualizar el valor contable de los activos en las empresas españolas cotizadas (Monterrey *et al.*, 2003).

dos siempre como mecanismos complementarios y en ningún caso alternativos. Seguidamente intentaremos formularlo de la manera más sencilla posible.

Sea una compañía i que obtiene para el ejercicio t un resultado contable, X_{it}^n , al que llamaremos, en el espíritu de Stein (1989), resultado “natural”, es decir, el que observan los internos en ausencia de cualquier manipulación. Si el nivel de X_{it}^n no es el más idóneo, aquéllos llevarán a cabo las acciones contables oportunas para convertir el resultado natural en el resultado “de información”, X_{it}^r :

$$X_{it}^r = X_{it}^n + X_{it}, \quad [1]$$

siendo X_{it} la acción contable –o conjunto de acciones contables– representativa de la manipulación de resultados operada en el periodo t . Dado que el objetivo de los internos puede ser tanto aumentar como reducir la cifra de resultado “natural”, puede tomar valores tanto positivos como negativos.

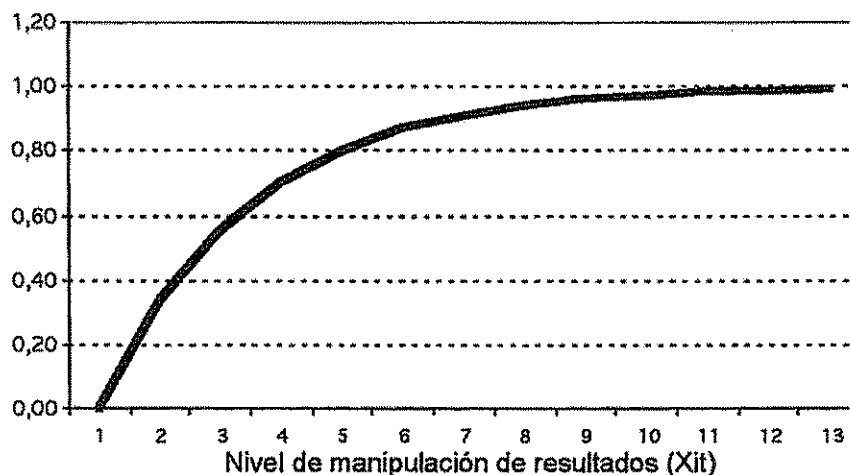
No obstante, la decisión última de los internos acerca del grado de alteración que se requiere para acercar X_{it}^n a X_{it}^r dependerá no solamente del valor de X_{it} ; también estará en función de las probabilidades de que las acciones contables de los internos puedan ser observadas desde el exterior, p :

$$p = 1 - \alpha^{-|X_{it}|} \quad [2]$$

En [2], α es un parámetro que expresa la aversión al riesgo de los internos de ser observado ($\alpha > 1$) y X_{it} es la cifra en la que han sido manipulados los resultados. La figura 2 recoge la expresión gráfica de esta función, en la que p tomará valores entre cero y uno.

Figura 2
Probabilidad de observabilidad de la acción manipuladora

$$p = 1 - \alpha^{-|X_{it}|}$$



El estudio del parámetro α es especialmente interesante, porque ilustra el sentido de la monitorización. En un entorno de opacidad absoluta, en el que no exista posibilidad alguna de que los externos puedan observar las acciones contables de los internos, α tomaría el valor de 1, y las probabilidades de observar éstas serían 0, de modo que la acción de los internos sería invisible para cualquier nivel de manipulación operado. Por el contrario, el valor de α aumentará si la percepción de riesgo de los internos es mayor, y para un nivel dado de X_{it} , las probabilidades de que sus acciones sean observadas desde el exterior también aumentarán. En definitiva, la función [2] captura la lógica de la elección contable en un contexto de asimetrías informativas: para un determinado riesgo de observabilidad, esto es, para un valor dado de α , sólo se manipulará un nivel X_{it} de resultados si la percepción subjetiva de los internos es que su acción no será detectada.

El papel que desempeñan los mecanismos de monitorización consiste precisamente en actuar sobre el valor del parámetro α , maximizando su valor y elevando así la percepción subjetiva de riesgo de observabilidad de los internos. Por tanto, la monitorización consiste en reducir el desequilibrio informativo, y el objetivo del Gobierno Corporativo, junto a otros instrumentos como la auditoría, la regulación o los mercados, es reprimir la conducta oportunista de aquéllos: sólo se darán condiciones para la alteración de resultados en situaciones de opacidad, y ésta será menor cuanto mayor sea el grado de monitorización.

Pero la monitorización por sí sola no es suficiente, ya que es imposible eliminar por completo la asimetría de información. Por esta razón es necesario introducir un mecanismo complementario: incentivos, y especialmente la participación de los directivos en el capital de la empresa⁷. Así, la propiedad gerencial mitiga el problema de agencia y favorece una toma de decisiones con menor oportunismo, al acercar los intereses de internos y externos.

2.3. El diseño e implementación de las políticas contables a través de los comités de auditoría

Por tanto, en la búsqueda de la integridad de la información contable, la cuestión relevante consiste en conocer qué pueden hacer el Gobierno Corporativo -conjuntamente con otros mecanismos de monitorización- y los sistemas complementarios de incentivos para impedir, o al menos limitar, la existencia de prácticas contables oportunistas. Incluso desde la postura más escéptica, ha de reconocerse que la

⁷ La estructura de la compensación salarial puede tener un notable efecto sobre las prácticas contables. Así, Fudenberg y Tirole (1995), y Jensen (2001) advierten de los riesgos de establecer sistemas lineales de remuneración basados en los resultados obtenidos, ya que pueden incentivar conductas manipuladoras.

auditoría externa constituye un aceptable mecanismo para restringir las posibilidades de manipulación de resultados, pero la asimetría de información es realmente muy poderosa; de aquí que, aunque las compañías proporcionen a sus auditores un importante volumen de información y acceso a la misma sin restricciones, su función siempre será efectiva pero insuficiente, por más que su independencia pueda reforzarse con un estricto código de incompatibilidades. Bazerman *et al.* (1997, 2003a, 2003b) van mucho más allá y consideran que la deseada independencia de los auditores es psicológicamente imposible, ya que en alguna medida sus juicios siempre están inevitablemente sesgados hacia su cliente, con el que mantiene una estrecha relación. En consecuencia, es necesario que la discrecionalidad contable permitida por las normas, que junto a la asimetría informativa constituye la causa última de la alteración de resultados, sea sometida a un riguroso escrutinio, supervisión y control, complementario a los mecanismos externos de monitorización, la auditoría y la propia regulación contable.

Para ello, el instrumento idóneo parece ser el Comité de Auditoría, si está adecuadamente diseñado y es activo⁸. Aún así, y como sostienen Ball (1989) y Warfield *et al.* (1995), no todo el comportamiento oportunista de los internos puede ser eliminado, bien porque los mecanismos de monitorización son costosos, bien porque en alguna medida la discrecionalidad contable podrá sobrevivir a los controles. No obstante, como señala Beasley (1996), su importancia es tanto mayor cuanto más elevados son los costes de agencia, por constituir una garantía de la calidad del flujo de información desde el interior hacia el exterior de la firma y erigirse como elemento que mejora la capacidad supervisora del Consejo, al proporcionar un conocimiento más especializado y profundo de la función contable de la compañía.

Por tanto, son los comités de auditoría quienes asumen la función delegada del Consejo de supervisar y controlar el diseño e implementación de las políticas contables de las firmas. Ello requiere, en primer lugar, entender su papel como un proceso continuo (Eguidazu, 1999), y en segundo lugar, asumir sus competencias en un sentido amplio, que va desde la definición de los métodos y procedimientos contables hasta la inspección del proceso de comunicación y divulgación de la información financiera, pasando por garantizar la calidad del control interno y el mantenimiento de las relaciones corporativas con los auditores. En síntesis, *desplazar* la función contable desde el ámbito de competencias de los directivos y asumirla como una responsabilidad propia, lo que significa que su actividad debe ir mucho más allá del mero formalismo. Healy y Palepu (2003), en un estudio del caso Enron, describen

⁸ Para un estudio detallado de los antecedentes, significado y funciones de los comités de auditoría puede consultarse el excelente trabajo de García Benau *et al.* (2003).

cómo su Comité de Auditoría estaba constituido y en apariencia desarrollaba sus funciones con normalidad; sin embargo, un examen más profundo de las tareas que desarrollaba, así como de su composición, revelaba cómo sus miembros no tenían ni la formación ni la independencia exigida, siendo de hecho “empleados” de la alta dirección⁹, y cómo la escasa frecuencia de reuniones que mantenía hacía pensar en que se trataba de un Comité prácticamente inactivo, creando así un clima propicio para el fraude contable.

Por otra parte, desde que Fama (1980) y Fama y Jensen (1983) llamaran la atención sobre la importancia de los consejeros externos –que ponen en juego su reputación– en la efectividad de la monitorización, la literatura sobre Gobierno Corporativo ha venido haciendo especial hincapié en la composición y tamaño de consejos y comités; la idea de independencia constituye el eje central de las recomendaciones de los códigos de gobierno y de los expertos académicos, pues como acertadamente escriben García Benau *et al.* (2003), es precisamente ésta la característica que dota al Comité de auténtico sentido; no obstante, es discutible en qué proporción deben estar presentes los consejeros independientes, y si es o no necesario que los ejecutivos pertenezcan al Comité de Auditoría¹⁰. En qué medida su composición puede afectar a su efectividad, y por tanto a la calidad y transparencia de la información financiera, es una cuestión empírica que requiere un mayor estudio, si bien entendemos que no pueden imponerse soluciones unívocas que ignoren las circunstancias de cada firma¹¹. No obstante, los estudios teóricos inspirados en la teoría de la agencia pronostican que las firmas con propiedad gerencial reducida son más propensas a la manipulación de resultados, siendo éstas las situaciones en las que la monitorización efectiva del Consejo se hace especialmente importante, limitando las posibilidades de alteración de resultados que una débil participación gerencial en la propiedad de la firma no puede mitigar. De este modo, propiedad gerencial e independencia del Consejo interactúan y se complementan.

⁹ Como los denomina Michael C. Jensen en declaraciones al diario El País (3 de noviembre de 2002).

¹⁰ En declaraciones al diario El País (28 de julio de 2002), Blas Calzada, Presidente de la CNMV afirmaba: “La cuestión clave para que exista buen gobierno de las empresas, en mi opinión, (que quizás no sea la misma de los expertos), es la comisión de auditoría. Debería estar presidida por un independiente, tener mayoría de independientes y que no estuvieran presentes los ejecutivos. Además, deberían controlar la auditoría interna, que debe ser obligatoria, y que los auditores internos reporten al comité. Con este sistema es más difícil falsear las cuentas, aunque siempre se pueden hacer trampas en el campo de golf. Es una cosa sencilla y que daría tranquilidad”.

¹¹ La responsabilidad primaria sobre la información contable es del Consejo, aunque los comités de auditoría desarrollen una función delegada de éste. Las recomendaciones de la OCDE (1999) son las más explícitas sobre esta cuestión, al afirmar que entre las funciones y tareas del Consejo se encuentra la de “garantizar la integridad de los sistemas de contabilidad y de los estados financieros de la sociedad, incluida una auditoría independiente, y la implantación de los debidos sistemas de control, en particular, control del riesgo, control financiero y cumplimiento de la ley”.

Desde nuestro punto de vista, la importancia del Comité de Auditoría obedece tanto a razones de *independencia* como de *especialización*. En cuanto a la primera cuestión, si el sentido del Comité es reforzar la independencia del Consejo de Administración, su existencia y actividad contribuirá a reducir las posibilidades de información fraudulenta y tendrá un efecto benéfico incremental o complementario al del propio Consejo. Pero además, el sentido del Comité es aportar conocimiento especializado para mejorar el papel supervisor, y con ello, además de su efecto inhibitor de situaciones fraudulentas, aportará beneficios adicionales en términos de eficiencia y creación de valor.

3. LITERATURA SOBRE LA RELACIÓN ENTRE GOBIERNO CORPORATIVO Y CONTABILIDAD

Como ya hemos comentado con anterioridad, el hecho de tratarse de una línea emergente de investigación explica que la literatura que aborda la relación entre gobierno e información contable sea aún reducida, quedando todavía numerosos aspectos pendientes de estudio. En la descripción de trabajos que expondremos a continuación nos centraremos en aquéllos en los que la Contabilidad se concibe como un instrumento que coadyuva a la eficiencia del Gobierno Corporativo, si bien matizando, de acuerdo con Fernández Álvarez *et al.* (1998), que estos resultados no son, a priori, directamente trasladables al caso español, ya que nuestro país presenta mercados de capitales menos desarrollados y mecanismos de gobierno predominantemente internos.

En aquellos aspectos donde la literatura es más copiosa hemos seleccionado las aportaciones que a nuestro entender son más relevantes, bien por abrir nuevos campos a la investigación sobre la materia o por aportar algún refinamiento metodológico interesante. En cualquier caso, no ha sido una tarea sencilla delimitar con nitidez el perímetro de la investigación de la relación entre Contabilidad y Gobierno Corporativo; en muchas ocasiones sus fronteras –si las hay– se confunden y solapan con otras líneas de investigación cercanas a ésta.

3.1. Información contable, contratos de compensación y propiedad gerencial

Se trata del empleo más visible y conocido de la información contable en el proceso de gobierno, debido al uso generalizado de los contratos de directivos basados en incentivos medibles y verificables a través de la información contable. Como ya hemos afirmado, desde un punto de vista contractual el sentido de los planes de remuneración es alinear los objetivos de los gerentes con los de la firma, y la literatura que se ocupa

de esta cuestión concibe la Contabilidad como un instrumento esencial para minimizar los costes de agencia¹².

Hasta fechas muy recientes, la investigación sobre Gobierno Corporativo y Contabilidad se había centrado casi exclusivamente en el estudio de cómo los planes de remuneración acordados entre las compañías y sus directivos afectan a las políticas contables. La evidencia empírica en este ámbito es suficientemente extensa, aunque en cierta medida contradictoria, y ha documentado cómo las firmas que diseñan incentivos basados en la obtención de resultados exhiben por regla general una orientación contable agresiva, esto es, propensa a mostrar la mayor cifra de éstos. Aunque no es la primera aportación en este campo, el de Healy (1985) es señalado como el trabajo seminal, tanto por la profundidad en el tratamiento de la cuestión como por los novedosos resultados que documenta. Healy (1985), y la extensión posterior de Healy *et al.* (1987), obtienen evidencia consistente con la hipótesis de oportunismo de los directivos, documentando:

- Que las políticas contables tienden a ser agresivas con el propósito de maximizar sus compensaciones salariales.
- Que cuando los resultados son óptimos y superan los objetivos pactados, se produce una manipulación a la baja de los resultados (*big bath*), instrumentado en una modificación de los ajustes por devengo.
- Que si por el contrario, los resultados están situados en niveles mínimos que impiden a los gerentes obtener los incentivos pactados, también se manipularán a la baja.
- Que la adopción de planes de remuneración suele ir acompañada de cambios en las políticas contables de las compañías.

Puede afirmarse que la aportación de Healy favoreció el inicio de una importante corriente de trabajos; no obstante, algunos aspectos del mismo son controvertidos y parte de sus resultados han sido objeto de fundadas críticas. En primer lugar, es muy discutible que las manipulaciones al alza de los resultados tengan que ser calificadas como prácticas oportunistas; Fields *et al.* (2001) consideran que en este caso son al mismo tiempo eficientes en el sentido de Pareto: los resultados elevados ocasionan elevadas compensaciones, pero al mismo tiempo pueden inducir mayores precios bursátiles y/o menores riesgos de violar acuerdos sobre deudas.

En segundo lugar, Gaver *et al.* (1995) consideran que los cambios en las políticas contables que Healy documenta pueden ser atribuibles a modificaciones operadas

¹² Para un examen detallado pueden consultarse los trabajos de Bushman y Smith (2001), Core *et al.* (2002), y Murphy (1999).

en variables correlacionadas omitidas, y no exclusivamente a la adopción de planes de remuneración. También es probable que sus resultados estén significativamente afectados por la muestra que sirvió de base al estudio, formada por las 94 compañías industriales norteamericanas de mayor tamaño. Pero en nuestra opinión, el aspecto más criticable lo constituye el hecho de que no realiza ninguna estimación de los ajustes por devengo discrecionales, y asume la hipótesis de que éstos coinciden con los ajustes por devengo totales, lo que probablemente contaminó los resultados empíricos obtenidos. En la fecha de publicación de su trabajo aún no eran conocidas las técnicas de separación y estimación de ajustes por devengo normales y discrecionales, inauguradas con la aportación de Jones (1991).

Las réplicas más elaboradas del trabajo de Healy son los estudios de Gaver *et al.* (1995) y Holthausen *et al.* (1995). Ambos documentan algunas evidencias contrarias a las obtenidas por aquél: cuando los resultados antes de ajustes por devengo son muy reducidos, los gerentes no los manipulan a la baja, sino que los elevan, contradiciendo así la tesis de depresión del resultado (*big bath*) de Healy y sugiriendo la posibilidad de alisamiento. Es probable que la contradictoria evidencia obtenida por Healy y sus replicantes esté inducida por la metodología empleada, especialmente por la técnica de estimación de los ajustes por devengo.

Por otra parte, la investigación de los efectos de la propiedad gerencial sobre las políticas contables puede considerarse una extensión del análisis realizado en los párrafos anteriores, si bien la literatura es aún reducida y los resultados obtenidos nos parecen contradictorios. El estudio de Warfield *et al.* (1995) es muy interesante tanto por su planteamiento como por los hallazgos empíricos aportados. Sus resultados son coherentes con la idea de Jensen y Meckling (1976) del papel positivo y disciplinador de la propiedad gerencial¹³, al documentar cómo existe una relación inversa entre la participación de los internos en la propiedad de la firma y la elección contable oportunista, medida ésta por la magnitud de los ajustes por devengo discrecionales. Aún más importante nos parece un resultado adicional de este trabajo: en sectores regulados, el efecto positivo de la propiedad gerencial sobre la elección contable queda muy reducido, lo que pone de manifiesto la importante función que desempeña la regulación como mecanismo de monitorización, y por tanto, como elemento limitador de las prácticas contables oportunistas, indicando cómo propiedad gerencial y regulación ejercen funciones nunca sustitutivas, sino visiblemente complementarias. Por el contrario, y para el caso de Dinamarca, Gabrielsen *et al.* (2002) no encuentran significación estadística entre propiedad gerencial y manipulación de resultados.

¹³ Desde otra perspectiva distinta a la contable, esta misma hipótesis del papel disciplinador de la propiedad gerencial ha sido verificada por Morck *et al.* (1988), y McConnell y Servaes (1990), que documentan una relación positiva entre el ratio *q* de Tobin y la participación accionarial de los directivos.

Por último, Aboody y Kasznik (2000) analizan los momentos elegidos por los internos para la revelación voluntaria de información en compañías en las que éstos poseen opciones sobre acciones. En torno a la fecha de ejercicio, proceden a una cuidadosa selección de la emisión de información: las malas noticias suelen ser comunicadas antes de las fechas de ejercicio de las opciones y las buenas noticias, después de ser ejercitadas, lo que sugiere una conducta claramente oportunista contraria a la descrita por Warfield *et al.* (1995).

2.4. La información contable en los acuerdos sobre deuda

Dado que los pagos de principal e intereses de la deuda están controlados por las firmas, los acreedores pueden convenir con éstas determinadas restricciones al libre empleo de los recursos (*debt covenants*), asegurándose de este modo que sus créditos e intereses serán reembolsados y la actuación de la compañía deudora no será lesiva para ellos. Puesto que este tipo de compromisos suelen estar redactados en términos de magnitudes contables, el empleo de la información auditada se erige como un elemento crítico para minimizar costes de agencia y evitar cualquier riesgo de expropiación para los proveedores de recursos financieros. En este contexto, Watts (1977) fue el primero en sugerir que las firmas con un elevado nivel de endeudamiento están, en principio, más inclinadas tanto al alisamiento del resultado, con la intención de ofrecer un perfil de riesgo más reducido, como a seleccionar políticas contables agresivas.

La copiosa evidencia empírica existente es unánime en constatar prácticas de manipulación de resultados en estas situaciones¹⁴. Así, entre otras aportaciones, nos parecen especialmente relevantes las de Press y Weintrop (1990) y DeAngelo *et al.* (1994), que analizan cómo las políticas contables de las firmas con acuerdos sobre deuda tienden claramente hacia la agresividad, y las de DeFond y Jiambalvo (1994) y Sweeney (1994), que investigan el caso de empresas que han violado los acuerdos sobre deuda, prueban cómo los internos manipulan los resultados tanto en el año del incumplimiento como en el anterior.

Generalmente, la técnica seguida por las empresas con riesgos de incumplimiento de acuerdos sobre deuda consiste en aumentar la agresividad de sus políticas. Concretamente, Sweeney (1994) documenta 205 cambios en las prácticas contables de su muestra de 130 empresas que vulneraron sus acuerdos en los dos ejercicios anteriores a la ruptura, de los cuales el 76% elevaban los resultados. Ello revela hasta qué punto la existencia de este tipo de compromisos otorga un papel crítico a la Contabilidad y genera poderosos incentivos para la alteración artificial de la información.

¹⁴ Para una lectura detallada de la investigación en este campo pueden consultarse los trabajos recopilatorios de Smith (1993), que revisa la literatura hasta los años 90, y el de Fields *et al.* (2001), a partir de los 90.

2.5. El papel del Consejo de Administración y del Comité de Auditoría

Se trata de la línea de investigación más seguida y que mayores resultados ha aportado a la literatura, lo que tiene su explicación en el hecho de que tanto las predicciones de la teoría de la agencia (Jensen y Meckling, 1976; Fama, 1980, y Fama y Jensen, 1983) como las posiciones adoptadas por instituciones y organismos reguladores coinciden en subrayar cómo un Gobierno Corporativo débil e ineficaz alimenta las posibilidades de manipulación de resultados.

En esta línea, el trabajo de Beasley (1996) puede considerarse el primero en estudiar cómo la presencia de independientes en el Consejo y en el Comité afecta a las prácticas contables. Su estudio analiza empíricamente la predicción consistente en que la participación de éstos reduce significativamente la probabilidad de alteración, y para ello empleó una muestra de 75 compañías envueltas en casos de fraude, que fueron comparadas con otra muestra-control. Sus resultados pusieron de manifiesto cómo a medida que el tamaño del Consejo es mayor, las compañías muestran una tendencia más acusada hacia la alteración de resultados, y también, cómo en la muestra de compañías sin manipulación la proporción de consejeros independientes es mucho mayor. Otra conclusión interesante de este trabajo es que la existencia del Comité de Auditoría no parece tener relación significativa con la probabilidad de fraude.

El estudio de Beasley pareció animar un creciente interés por el estudio del efecto de monitorización representado por consejos y comités y su papel limitador de las posibilidades de manipulación. Así, Dechow *et al.* (1996) documentan cómo la presencia mayoritaria de consejeros no independientes y la ausencia de comités de auditoría hacen a las firmas más propensas al fraude. DeFond y Jiambalvo (1991) analizaron una muestra de compañías que tuvieron que modificar a la baja sus resultados por imposición de la SEC, comparándola con una muestra de control, siendo significativo el hecho de que en la muestra de compañías con resultados manipulados al alza la existencia de comités de auditoría era mucho menos frecuente.

Con relación a la composición del Comité de Auditoría, O'Sullivan (2000) examina para las empresas cotizadas del Reino Unido, en años anteriores a la adopción de las recomendaciones del Comité Cadbury (1992), el efecto de los integrantes del Consejo sobre los gastos de auditoría de las firmas, documentando que existe una relación positiva entre la proporción de miembros independientes y costes de auditoría, lo que pone de manifiesto cómo la presencia de éstos contribuye a reducir costes de agencia. Es destacable también el trabajo de De Andrés *et al.* (2001), que para una muestra de empresas de la OCDE documentan cómo los Consejos de tamaño más reducido parecen limitar las prácticas de manipulación de resultados.

Aunque no ha sido publicado, nos parece especialmente interesante, por su profundidad, el trabajo de Peasnell *et al.* (2000) para el Reino Unido, quienes documentan

la misma relación negativa entre alteración de resultados y presencia de independientes, pero matizando cómo dicha asociación está confinada a aquellas firmas en las que la separación entre propiedad y control es más acentuada, y cómo la existencia del Comité de Auditoría tiene un efecto benéfico *incremental* al del Consejo sobre la integridad de los estados financieros. Sin embargo, los niveles de resultados empresariales parecen afectar significativamente a su efectividad; así mientras que su papel es relevante en firmas con resultados deprimidos, no sucede lo mismo en compañías con resultados elevados, lo que sugiere que la monitorización de los externos es asimétrica y únicamente efectiva en casos de manipulación de resultados al alza, lo que parece ser coherente con el hecho de que la función de pérdidas de los externos también es asimétrica.

Más recientemente, Klein (2002a, 2002b) encuentra una relación inversa y estadísticamente significativa entre la independencia del Comité de Auditoría y las probabilidades de manipulación. En un intento de superar las limitaciones metodológicas de estudios previos, analiza la composición y actividad del Comité de Auditoría, y pone de manifiesto cómo su efectividad en la represión de la alteración de resultados depende básicamente de tres cuestiones: (i) de la presencia o no del primer directivo de la empresa en el Comité, (ii) del grado de propiedad gerencial en la firma, y (iii) de la incorporación de accionistas significativos al Comité. Así, su efectividad queda diluida cuando el ejecutivo de mayor nivel forma parte del mismo, pues en este caso el Comité de Auditoría no cumple con su misión de desplazar la función contable desde los internos y asumirla como competencia propia, pero queda amplificadas cuanto mayor es la participación de los internos en la propiedad de la firma y con la presencia de accionistas de referencia en el Comité.

Por último, Abbott *et al.* (2002) llevan a cabo un estudio muy similar a los de Klein, pero tomando como muestra las empresas investigadas por irregularidades contables por la SEC norteamericana, lo que elimina los errores de especificación y contraste comunes a los modelos de detección de alteración de resultados, que siempre contaminan los resultados empíricos. Documentan una relación negativa y significativa entre la independencia y formación idónea de los miembros del Comité de Auditoría con la probabilidad de incurrir en prácticas irregulares. Asimismo, la frecuencia de reuniones del Comité guarda una relación inversa con la comisión de fraudes. En definitiva, los resultados documentados en la literatura confirman la hipótesis de que la presencia de independientes en consejos y comités ayuda a mitigar el problema de agencia entre internos e inversores.

2.6. La presencia de la inversión institucional

La presencia de los inversores institucionales en las corporaciones ha sido ampliamente estudiada, si bien la literatura recoge resultados contradictorios acerca de

sus efectos sobre el valor y la rentabilidad¹⁵. Pero hasta la fecha, muy pocos estudios han examinado cómo los inversores institucionales pueden influir en acciones *específicas* de los internos. Como hemos afirmado anteriormente, los incentivos de éstos para manipular los resultados de manera oportunista están constreñidos por la efectividad de los mecanismos de control; entre ellos se encuentran los inversores institucionales, que poseen recursos e incentivos para monitorizar la actividad gerencial e influir en la toma de decisiones. En este sentido, existe la creencia generalizada y la tesis ampliamente extendida de que su participación accionarial puede limitar el oportunismo y favorecer la reducción de costes de agencia (Shleifer y Vishny, 1997); no obstante, otros autores sostienen que su presencia no produce efecto alguno, al centrar su atención en el corto plazo y ser pasivos en el proceso de gobierno (Demirag, 1998; Eguidazu, 1999). Por tanto, conocer si los inversores institucionales ejercen algún tipo de influencia sobre los aspectos contables de las compañías es ante todo una cuestión empírica.

Los hallazgos documentados en la literatura son consistentes con la idea de que la presencia de los inversores institucionales es benéfica para la información contable, como se pone de manifiesto en los dos estudios realizados hasta la fecha. Así, Rajgopal *et al.* (1999) consideran que la participación de inversores institucionales puede tener efectos diversos, e incluso opuestos, sobre la manipulación de resultados: por un lado, el hecho de tratarse de los participantes más sofisticados y mejor informados del mercado de capitales puede ocasionar que su presencia inhiba a los internos y desincentive la manipulación de resultados; por otro, la posible actuación a corto plazo de la inversión institucional puede presionar a los internos para que éstos actúen también a corto plazo y se inclinen a adoptar políticas contables más agresivas y expansivas. Sus resultados empíricos confirman el efecto positivo de la presencia de la inversión institucional y son coherentes con la hipótesis de monitorización, no con la de miopía. Más recientemente, Chung *et al.* (2002) han descrito cómo existe una relación inversa y robusta entre su participación accionarial y prácticas de manipulación, confirmando la hipótesis de monitorización documentada en el trabajo precitado.

2.7. La información contable en el mercado de control corporativo

La teoría de la Contabilidad basada en una perspectiva contractual está cimentada en la asunción de que los procedimientos contables elegidos por los internos son una acción orientada, que podrá ser eficiente, si el objetivo es maximizar el valor de la firma, u oportunista, si se pretende obtener beneficios personales a expensas de otras partes contratantes (Holthausen, 1990). Ambos tipos de elección contable no son

¹⁵ Muy bien resumidos en Chung *et al.* (2002).

excluyentes entre sí, y las proporciones de eficiencia y oportunismo dependen, según Christie y Zimmerman (1994), del control que se ejerza sobre la discreción gerencial de los internos. Entre éstos se encuentra la disciplina ejercida desde el mercado de control corporativo, allí donde se encuentra desarrollado.

DeAngelo (1990) investiga el papel de la Contabilidad en el mercado de control, en el que los precios acordados entre las partes suelen diferir significativamente de los que fija el mercado de capitales. Para DeAngelo, la manera de determinar el precio en estas transacciones es importante, ya que las cotizaciones bursátiles ignoran el valor del control y no lo incorporan en los precios; además, y esto es especialmente patente en adquisiciones realizadas por los propios directivos (*management buyouts*, MBO) y en ofertas de adquisición hostiles, el conflicto entre internos y externos suele ser muy severo y por ello el precio finalmente acordado es la resultante de múltiples ingredientes, más allá del estricto valor financiero de estas operaciones. Los resultados documentados demuestran cómo las cifras contables son empleadas en la valoración y, en consecuencia, afecta a la asignación de recursos, concretamente a la riqueza de los accionistas.

Pese a su importancia, el papel desempeñado por la información contable en el mercado de control está aún poco estudiado, con la particularidad añadida de que en este caso, los incentivos para la alteración de resultados son diferentes a los convencionalmente señalados en la literatura –regulación o costes políticos, endeudamiento y compensación salarial–. Así, y desde la hipótesis de que la elección contable de los internos está basada en una idea maximizadora de su propia riqueza, parece lógico pronosticar que éstos encontrarán en la Contabilidad un instrumento para favorecer los mejores precios posibles en operaciones de tomas de control: sencillamente, reducir resultados si se trata de comprar o amplificarlos cuando se trata de vender.

Desde esta simple idea, Christie y Zimmerman (1994) analizan las prácticas contables de las compañías que han sido objeto de ofertas de adquisición, describiendo prácticas de elevación de los resultados en el ejercicio anterior a la oferta, y Easterbook (1997) documenta un incremento inusual de los resultados de los trimestres inmediatamente anterior y posterior al que tiene lugar la oferta. Perry y Williams (1994) estudian los incentivos para reducir artificialmente los resultados en periodos previos a operaciones MBO, y su estudio de una muestra de 175 operaciones documentó una notable manipulación. A tenor de la evidencia aquí descrita, parece claro que estas transacciones inducen un claro oportunismo en la elección contable, obstaculizando el desarrollo del mercado de control e impidiendo finalmente la creación de valor para los accionistas.

Por último, en un interesante estudio, Erickson y Wang (1999) detectan prácticas de manipulación de resultados en fusiones, con el propósito de elevar el precio de mercado de los títulos y mejorar su relación de canje, reduciéndose así el coste de la fusión. En estos casos la conducta de los internos sería manipuladora y oportunista,

pero al mismo tiempo eficiente, al estar dirigida a maximizar la creación de valor de todos los accionistas, tanto los de control como los minoritarios.

2.8. La información contable en ofertas públicas de venta de títulos

Con arreglo a la misma lógica que en el caso del mercado de control corporativo, los internos tienen marcados incentivos para alimentar en los inversores las mayores expectativas; si consideran que éstos “compran” resultados y que además extrapolan ingenuamente su serie histórica para formar dichas expectativas, cabe esperar, en principio, una manipulación al alza de éstos en los casos de salidas de compañías a bolsa y de ampliaciones de capital. No obstante, la literatura describe con nitidez cómo por regla general las rentabilidades a largo plazo de las ofertas públicas de venta de acciones suelen ser negativas¹⁶, de manera que ante tal evidencia, la alteración de resultados previa a estas operaciones bursátiles pondría de manifiesto un comportamiento miope y centrado en el corto plazo, con los consiguientes efectos costosos.

De acuerdo con estas predicciones, Teoh *et al.* (1998a, 1998b) describen elevación de los resultados en salidas al mercado de capitales y ampliaciones de capital, documentando un incremento inusual de los ajustes por devengo en los ejercicios previos a estas operaciones, lo que en opinión de los autores podría explicar, al menos en parte, la persistente historia de rentabilidades bursátiles negativas en la mayoría de las operaciones de salida al mercado. La verosimilitud de esta hipótesis queda confirmada por el hecho de que las firmas emisoras pertenecientes al cuartil más agresivo de su muestra, con mayor proporción de ajustes por devengo discrecionales, exhibe una rentabilidad bursátil a tres años inferior en un 20% a las compañías del cuartil más conservador.

Rangan (1998) también analiza el caso de las ampliaciones de capital, y detecta manipulación de resultados en el periodo inmediatamente anterior a estas operaciones; su hallazgo sugiere la posible existencia de alguna anomalía en el mercado, ya que los inversores parecen estar funcionalmente fijados sobre el resultado y forman sus expectativas extrapolando su serie histórica e ignorando otros datos que también contienen información –por ejemplo, la tesorería generada por las operaciones–.

Por último, para el caso de salidas a bolsa de compañías con elevada rentabilidad, los resultados aportados por Chaney y Lewis (1998) parecen más acordes con la hipótesis de alisamiento, lo que es coherente con la idea de que para este tipo de firmas, sin problemas para exhibir resultados atractivos, el alisamiento permite a los inversores una mejor formación de sus expectativas. En definitiva, la evidencia obtenida en la escasa investigación llevada a cabo hasta la fecha pudiera explicar, en parte,

¹⁶ Una visión panorámica de esta cuestión puede consultarse en el reciente trabajo de Ritter y Welch (2002).

las rentabilidades negativas de las ofertas públicas en el largo plazo: de conformidad con la caracterización mostrada en la igualdad [1] anterior ($X'' = X'' + X''$), la manipulación operada en un ejercicio para aumentar la cifra de resultados revierte en los posteriores, quedando éstos reducidos por el efecto de la reversión, lo que contribuye a deprimir los precios bursátiles, lo que es consistente con la idea de conducta miope mayoritariamente extendida en la literatura.

2.9. Gobierno corporativo y contenido informativo de las cifras contables

Si el objetivo del Gobierno Corporativo es garantizar una efectiva protección de los derechos de los accionistas y obtener la confianza de los mercados, parece lógico pensar que las buenas prácticas se traducirán en una mayor calidad de la información contable, y con ello, en un mayor contenido informativo. Esta idea es la que ha presidido los escasos estudios aparecidos en la literatura hasta la fecha.

Wild (1994) y Klein (1998) estudian la percepción del Comité de Auditoría por los inversores, y demuestran cómo en las firmas que lo han constituido, el contenido informativo de sus resultados es superior, lo que es coherente con la noción de que el Comité de es un componente efectivo del Gobierno Corporativo y favorece la credibilidad de la información financiera.

En un importante trabajo, Warfield *et al.* (1995) examinan específicamente la relación entre estructura de la propiedad y contenido informativo de los resultados. En un contexto de propiedad difusa y atomizada, encuentran cómo existe una relación directa entre propiedad gerencial y contenido informativo, e imputan este hecho a que un aumento de la participación de los directivos reduce los conflictos de interés. Sin embargo, en las compañías reguladas el efecto de la propiedad apenas tiene impacto sobre el contenido informativo y éste queda prácticamente disipado, lo que sugiere que la regulación es también un mecanismo efectivo de monitorización de la elección contable de los internos. Gabrielsen *et al.* (2002) replican este estudio para Dinamarca y documentan una evidencia contraria, esto es, una relación negativa entre propiedad gerencial y contenido informativo, atribuyendo su hallazgo a las diferencias institucionales y legales existentes entre el sistema contable estadounidense y el danés.

También recientemente, Bushman *et al.* (2002), asumiendo que la información contable es un *input* del Gobierno Corporativo, investigan cómo los mecanismos de gobierno de las grandes empresas norteamericanas son sensibles a las propiedades informativas de los datos contables. El diseño de su investigación nos parece muy acertado, ya que conciben el Gobierno Corporativo como una cartera de prácticas complementarias entre sí, tomando en consideración la composición del Consejo, la participación accionarial de sus miembros, el grado de concentración de la propiedad y la

estructura de compensación salarial de los directivos. Sus resultados aportan una contundente evidencia de cómo las mejores prácticas de gobierno favorecen la calidad, oportunidad y contenido informativo de los datos contables.

También es destacable el trabajo Fan y Wong (2002), en el que abordan el estudio de la estructura de la propiedad y su efecto sobre el contenido informativo de los resultados en países del Este de Asia. Resulta atractivo e interesante porque en las corporaciones asiáticas son las familias las que ejercen su control efectivo y por la existencia de una fuerte separación de los derechos de control y de cash flow, lo que alimenta un visible riesgo de expropiación de los accionistas minoritarios. Sus resultados ponen de manifiesto que la propiedad familiar, por sí misma, no es determinante del contenido informativo, sino que éste viene explicado por la magnitud de la separación entre propiedad y control en cada firma.

2.10. Comparaciones internacionales

Han sido los conocidos análisis comparados de Laporta *et al.* (1998, 2000) los primeros en señalar la calidad de la información contable como una de las variables que favorecen la protección de los inversores en el mundo. Sus conclusiones exhiben una clara relación entre calidad de la información y Gobierno Corporativo eficiente, y entre calidad de la información y protección de los accionistas, y han contribuido al desarrollo de una interesante literatura sobre análisis comparado¹⁷. La práctica totalidad de los trabajos que comentaremos seguidamente se apoyan en las ideas trazadas por estos autores.

Ball *et al.* (2000) emplean la distinción clásica entre tradición jurídica anglosajona y continental europea para explicar la diferente relevancia de la información contable entre países y sus consecuencias sobre la protección de los inversores, junto a otras variables como la naturaleza de los mercados financieros y la estructura de propiedad de las firmas. Sus resultados ponen de manifiesto cómo en los países anglosajones, en mayor medida que en los continentales europeos, la Contabilidad es más efectiva como instrumento de la actividad de gobierno, favoreciendo en mayor medida los intereses de los inversores. Hung (2000), en un estudio de 21 países, analiza en qué medida el grado de protección de los inversores constituye un mecanismo efectivo para favorecer la relevancia valorativa de los resultados, encontrando una relación positiva y significativa entre ambos.

Finalmente, el trabajo de Leuz *et al.* (2001) es el que con mayor precisión y extensión estudia la relación entre protección de los inversores y posibilidades de alte-

¹⁷ Otros estudios comparados que también han empleado indicadores de calidad contable como variables explicativas son los de Rajan y Zingales (1998) y Dyck y Zingales (2003).

ración de resultados. Desde la hipótesis de que los internos manipulan la información para reducir las interferencias de los externos y proteger y enmascarar sus beneficios privados del control, examinan 31 países y encuentran diferencias muy notables en las posibilidades de manipulación, documentando también una fuerte relación entre calidad de la información contable y grado de protección de los inversores.

3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

Los trabajos comentados en el epígrafe anterior participan de los problemas que son comunes a la investigación empírica, desde el diseño de modelos y especificación de variables hasta los asociados a la omisión de variables relevantes o a la escasez de grados de libertad. No obstante, existen algunos más específicos de la literatura sobre Gobierno y Contabilidad que merecen ser comentados, lo que en modo alguno invalida la evidencia empírica obtenida ni el acervo de conocimientos que se ha acumulado hasta la fecha. Trataremos, sencillamente, de identificar algunos aspectos metodológicos para favorecer un mejor conocimiento de la literatura.

Como primera cuestión, la práctica totalidad de la literatura existente asume implícitamente que la manipulación de resultados es una manifestación, en la esfera contable, de la discreción gerencial, y por esta razón suele establecerse una relación lineal entre niveles de discreción gerencial y grado de alteración. No obstante, es posible que en determinadas circunstancias esta hipótesis sea discutible; éste puede ser el caso de compañías reguladas o con alguna visibilidad política, en las que unos resultados excesivamente reducidos, consecuencia de la alteración operada, podrían ser detectados y surtir un efecto contrario al deseado, o el de firmas muy endeudadas en las que la detección de la manipulación podría precipitar la crisis que se pretende evitar.

La hipótesis de linealidad también está presente en la manera de abordar el efecto de la independencia y de la propiedad gerencial como variables explicativas. Esta asunción, que posiblemente obedezca a la dificultad de diseñar variables no lineales, es común a la práctica totalidad de los trabajos aquí discutidos e ignora la posible existencia de un límite asintótico superior, de manera que llegado a un cierto grado suficiente de independencia, la presencia de más independientes no mejoraría la efectividad del Comité de Auditoría, o alcanzado un nivel crítico de propiedad gerencial, un incremento de la participación de los directivos en el capital de la compañía no tendría mayor impacto en la reducción de las posibilidades de alteración de los resultados.

En segundo lugar, el estudio de la modificación de los resultados mediante la estimación de los ajustes por devengo discrecionales o anormales tiene su razón de ser en el hecho de tratarse de la variable contable posiblemente más difícil de monitorizar

y controlar por los externos; a su vez, el modelo de Jones (1991) o algunas de sus variantes posteriores han constituido el recurso metodológico masivamente empleado para la estimación de los ajustes. No obstante, conviene matizar que la literatura sobre manipulación de resultados ha puesto de manifiesto las limitaciones inherentes a estos modelos, y que además de los ajustes discrecionales, existen otros muchos medios a disposición de los internos para manipular las cifras contables. Una ingeniosa e interesante innovación es la que aportan Leuz *et al.* (2003), que en lugar de emplear el modelo de Jones (1991) construyen una medida de manipulación que es, para cada uno de los países de su muestra, el cociente entre el número de empresas con pequeños resultados positivos y el número de empresas con pequeños resultados negativos, y establecen la hipótesis de que un mayor cociente implica una mayor discreción sobre el resultado y por tanto un mayor grado de alteración.

Por otra parte, y aunque la teoría sobre el Gobierno Corporativo es rotunda al subrayar el carácter complementario de estas prácticas, la investigación empírica no ha reconocido explícitamente esta cuestión hasta fechas muy recientes. Así, la asunción de que para cada firma existe una *cartera* de mecanismos de gobierno no aislados unos de otros, sino que interactúan entre sí, solamente está presente en los trabajos de Bushman *et al.* (2002) y en el muy interesante de Gompers y Metrick (2003). Creemos que el diseño de índices de gobierno como el empleado en éste último estudio puede aportar relevantes resultados.

Otra cuestión digna de mención es la relativa al modo en que se aborda el estudio del efecto de los comités de auditoría sobre la manipulación de resultados o su impacto sobre el contenido informativo de las cifras contables. En este sentido, algunos trabajos se han limitado a introducir una simple dicotómica a modo de variable explicativa, lo que en absoluto es suficiente. Es decir, no se trata de que el Comité de Auditoría exista o no, sino de cuál es su composición y su grado de actividad. Por esta razón, es posible que el escaso influjo del Comité de Auditoría como elemento inhibidor de la alteración de resultados que documenta la literatura sea debido a problemas de diseño de esta variable.

Nuestro último comentario está destinado al problema de la simultaneidad. Si como venimos sosteniendo a lo largo de este trabajo, la Contabilidad es un *input* del Gobierno Corporativo y asimismo éste afecta decisivamente a las prácticas contables, resulta evidente que la relación entre ambas es simultánea. Y desde un punto de vista econométrico, el método apropiado para estudiar la relación entre ambas disciplinas pasa, a nuestro entender, por el diseño de sistemas de ecuaciones simultáneas que la especifique. No obstante, dicha caracterización requiere una identificación y selección de variables nada sencilla, así como una cuidadosa interpretación de los parámetros estimados.

La endogeneidad citada ha sido escasamente reconocida e incorporada en el análisis empírico del Gobierno Corporativo. Así, además del trabajo de Bushman *et al.* (2002) ya comentado anteriormente, el empleo de sistemas de ecuaciones simultáneas ha sido la opción elegida por Hermalin y Weisbach (1991, 1998, 2000) para caracterizar adecuadamente la relación entre rentabilidad e independencia del Consejo de Administración, y por Bhagat y Jefferis (2002) para analizar la efectividad de las medidas defensivas edificadas por las empresas para protegerse de posibles ofertas públicas de adquisición. En definitiva, la presencia de endogeneidad hace que los coeficientes estimados por mínimos cuadrados ordinarios puedan exhibir un sesgo considerable; pero si la solución pasa por diseñar sistemas de ecuaciones simultáneas, ello nos conduce a otro problema: son más sensibles a los efectos ocasionados por la omisión de variables relevantes.

4. RESUMEN Y CONCLUSIONES FINALES

El objetivo de este trabajo ha sido aportar, desde nuestra perspectiva personal, una visión panorámica de la relación existente entre Gobierno Corporativo y Contabilidad, así como situar la literatura existente hasta la fecha. Como hemos manifestado, se trata de una cuestión realmente importante y con evidentes consecuencias prácticas, y cabe esperar en el futuro inmediato una clara consolidación de la literatura teórica y empírica sobre la materia.

Hemos razonado cómo un uso inadecuado de la discrecionalidad directiva, unida a la endogeneidad de las políticas contables de las empresas puede conducir a la adopción de decisiones contables oportunistas, a favor de los internos, y ocasionar lo que hemos denominado costes de agencia de la información contable. Para dar solución a este problema, hemos identificado tres tipos de soluciones, las dos primeras abordadas en este estudio: monitorización, incentivos y regulación. Entre ellas destaca en papel crucial que puede desempeñar el Comité de Auditoría, siempre que esté adecuadamente diseñado y retenga para sí la supervisión y el control de la función contable, desplazándola desde el tradicional ámbito de competencias de los internos.

Los resultados documentados en la literatura permiten afirmar que no es posible hablar de transparencia e integridad de la información contable sin contemplar las prácticas de gobierno, y viceversa. Sin embargo, la evidencia acumulada no siempre confirma las predicciones teóricas ni la totalidad de las recomendaciones de reguladores e instituciones, lo que en alguna medida podría ser imputable a ciertas debilidades metodológicas. No obstante, cabe esperar que las futuras aportaciones permitan conocer más y mejor la conexión entre ambas disciplinas y sirvan como punto de apoyo a una regulación más eficiente.

No queremos finalizar sin resaltar un hecho que nos parece especialmente llamativo. Las comparaciones internacionales que incluyen a España en su muestra (Dyck y Zingales, 2003; Hung, 2000; Laporta *et al.*, 1998, 2000; Leuz *et al.*, 2003) nos señalan, a tenor de los indicadores empleados, como un país intermedio en materia de protección legal de los inversores, y entre los peores en cuanto al grado en que se manipula la información contable. Esta realidad nos sitúa en una posición claramente inferior a la que cabría deducir de nuestro nivel de desarrollo económico, y apunta directamente a una débil protección de los inversores.

En nuestra opinión, la protección de los intereses de los accionistas forma parte del deber genérico de la protección de los derechos que deben tener los ciudadanos. Se trata, por tanto, de un asunto serio y que debe ser planteado con todo el rigor y determinación política. En esta línea parecen apuntar los recientes avances dados con la Ley Financiera (Ley 44/2002, de 22 de noviembre), que diseña un régimen más exigente de comunicación de información al mercado, el Real Decreto 432/2003, de 11 de abril, que mejora el muy insuficiente régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores, y la Ley de Transparencia, que inspirada por las conclusiones de la Comisión Aldama impone obligaciones de revelación de información a las compañías y refuerza el deber de lealtad de consejeros y directivos.

BIBLIOGRAFÍA

- LAWRENCE J., AB.; PARKER, S. y PETERS, G. F. (2002): Audit Committee Characteristics and Financial Misstatement: A Study of the Efficacy of Certain Blue Ribbon Committee Recommendations, documento de trabajo, Santa Clara University, marzo.
- ABOODY, D. y KASZNIK, R. (2000): CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures, *Journal of Accounting and Economics* 29, p.73-100.
- ANTLE, R. (1982): The Auditor as an Economic Agent, *Journal of Accounting Research* 20, p.503-527.
- BALL, R. (1989): The Firm as a Specialist Contracting Intermediary: Application to Accounting and Auditing, documento de trabajo, University of Rochester.
- _____; KOTHARI, S.P. y ROBIN, A. (2000): The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings, *Journal of Accounting and Economics* 29, p.1-51.
- BAZERMAN, M. H.; MORGAN, K. P. y LOEWENSTEIN, G. F. (1997): The Impossibility of Auditor Independence, *Sloan Management Review* 38, p.89-94.
- _____; TANLU, L. y MOORE, D. A. (2003a): The Failure of Auditor Independence: Cognitive, Structural, Legislative, and Political Causes, documento de trabajo, Harvard University.
- _____; LOEWENSTEIN LLOYD TANLU, G. F. y MOORE, D. A. (2003b): Auditor Independence, Conflict of Interest, and the Unconscious Intrusion of Bias, documento de trabajo, Harvard University.
- BHAGAT, S. y JEFFERIS JR., R. H. (2002): *The Econometrics of Corporate Governance Studies*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- BEASLEY, M. S. (1996): An empirical analysis of the relation between board of director composition and financial statement fraud, *Accounting Review* 71, 443-465.

- ____; CARCELLO, J. V. y HERMANSON, D. R. (1999): *Fraudulent Financial Reporting (1987-1997): An Analysis of U.S. Public Companies*, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, Nueva York, marzo.
- BECHT, M.; BOLTON, P. y RÖELL, A. (2002): Corporate Governance and control, en *HandBook of the Economics of Finance*, George Constantinides, Milton Harris y René Stulz (editores), North Holland.
- BLUE RIBBON COMMITTEE (1999): *Report and Recommendations of the Blue Ribbon Committee on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committees*, New York Stock Exchange y National Association of Securities Dealers, Stamford, Connecticut.
- BROWN, L.D. (2001): A Temporal Analysis of Earnings Surprises: Profits Versus Losses, *Journal of Accounting Research* 39.
- BUSHMAN, R.; Chen, Q.; Engel, E. y Smith, A. J. (2002): Financial Accounting Information, Organizational Complexity, and Corporate Governance Systems, documento de trabajo, University of Chicago.
- BUSHMAN, R. M. y SMITH, A. J. (2001): Financial Accounting Information and Corporate Governance, *Journal of Accounting and Economics* 32, December, p. 237-333.
- CADBURY COMMITTEE (1992): *The Financial Aspects of Corporate Governance*, Londres, Gee.
- COASE, R. H (1990): Accounting and the Theory of the firm, *Journal of Accounting and Economics* 12, p. 3-13.
- COMITÉ ESPECIAL PARA EL ESTUDIO DE UN CÓDIGO ETICO DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN DE LAS SOCIEDADES (CEECECAS) (1998): *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas (Comité Olivencia)*, Madrid, febrero.
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV) (2003): *Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas (Informe Aldama)*, Madrid, 8 de febrero.
- CORE, J. E., GUAY, W. y LARCKER, D. F. (2002): *Executive Equity Compensation and Incentives: A survey*, documento de trabajo, University of Pennsylvania, enero.
- CHANEY, P. K. y LEWIS, C. M. (1998): Income Smoothing and Underperformance in Initial Public Offerings, *Journal of Corporate Finance* 4, p.1-29.
- CHRISTIE, A. A. y ZIMMERMAN, J. (1994): Efficient and opportunistic choices of accounting procedures: Corporate control contest, *Accounting Review*, 69, p.539-566.
- CHUNG, R., FIRTH, M. y KIM, J. (2002): Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management, *Journal of Corporate Finance* 8, p.29-48.
- DE ANDRÉS, P., AZOFRA, V. y LÓPEZ ITURRIAGA, F. J. (2001): *Discrecionalidad directiva, dirección de resultados y gobierno de la empresa: un análisis empírico internacional*, documento de trabajo, Universidad de Valladolid.
- DEANGELO, H., DEANGELO, L. E. y SKINNER, D. J. (1994): Accounting Choice in Troubled Companies, *Journal of Accounting and Economics* 17, p.113-143.
- DEANGELO, L. E., (1990): Equity Valuation and Corporate Control, *Accounting Review* 65, p.93-112.
- DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G. y SWEENEY, A. P. (1996): Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC, *Contemporary Accounting Research* 13, p.1-36.
- DEFOND, M. L. y JIAMBALVO, J. (1991): Incidence and Circumstances of Accounting Errors, *Accounting Review* 66, p.643-655.
- ____ y JIAMBALVO, J. J. (1994): Debt-covenant Violation and Manipulation of Accruals, *Journal of Accounting and Economics* 17, p.145-176.
- DEMIRAG, I.S. (1998): *Corporate Governance, Accountability, and Pressure to Reform: An International Study*, JAI Press, Stamford, CT.
- DEMSKI, J. S. (2002): *Corporate conflicts of interest*, documento de trabajo, University of Florida.

- DYCK, A. y ZINGALES, L. (2003): Private benefits of Control: An International Comparison, *Journal of Finance*, en prensa.
- DYE, R.A. (1988) Earnings management in an overlapping generations model, *Journal of Accounting Research* 26, p.195-235.
- _____ y VERRECCHIA, R. E. (1995): Discretion vs. Uniformity: Choices Among GAAP, *Accounting Review* 70, p.389-415.
- EASTERWOOD, C.M. (1997): Takeovers and Incentives for Earnings Management: An Empirical Analysis, *Journal of Applied Business Research* 14, p.29-47.
- EGUIDAZU, S. (1999): *Creación de valor y gobierno de la empresa en España*, Morgan Stanley Dean Witter, Madrid.
- ERICKSON, M. y WANG, S. (1999): Earnings Management by Acquiring Firms in Stock for Stock Mergers, *Journal of Accounting and Economics*, 27, p.149-176.
- EVANS, J. y SRIDHAR, S. (1996): Múltiple control systems, accrual accounting and earnings management, *Journal of Accounting Research* 34, p.45-65.
- FAMA, E. F. (1980): Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy* 88, p.288-307.
- _____ y JENSEN, M. C. (1983): Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics* 26, p.301-325.
- FAN, J. P.H. y WONG, T.J. (2002): Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia, *Journal of Accounting and Economics* 33, p.401-425.
- FERNÁNDEZ ÁLVAREZ, A. Is. ; Gómez Ansón, S. y Fernández Méndez, C. (1998): El papel supervisor del consejo de administración sobre la actuación gerencial. Evidencia para el caso español, *Investigaciones Económicas* 22, p.501-516.
- FIELDS, T. D., LYS, T. Z. y Vincent, L. (2001): Empirical Research on Accounting Choice, *Journal of Accounting and Economics* 33, p.255-307.
- FUDENBERG, D. y TIROLE, J. (1995): A Theory of Income and Dividend Smoothing Based on Incumbency Rents, *Journal of Political Economy* 103, p.75-93.
- GABRIELSEN, G. ; GRAMLICH, I. D. y PLENBORG, T. (2002): Managerial Ownership, Information Content of Earnings, and Discretionary Accruals in a Non-US Setting, *Journal of Business Finance and Accounting* 29, p.967-988.
- GARCÍA-AYUSO, M. y Monterrey, J. (2003): Efectos de la adopción del marco normativo del IASB sobre las prácticas de Gobierno Corporativo en España, Fundación de Estudios Financieros, Madrid, junio.
- GARCÍA BENAÚ, M. A.; Pucheta, C. y Zorio, A. (2003): Los Comités de Auditoría, ¿útiles y necesarios?, *Revista de Contabilidad*, p.87-121.
- GAVER, J. J., Gaver, K. M. y AUSTIN, J. R. (1995): Additional Evidence on Bonus Plans and Income Management, *Journal of Accounting and Economics* 19, p.328.
- GOMPERS, P. A.; ISHII, J. L. y METRICK, A. (2003): Corporate Governance and equity prices, *Quarterly Journal of Economics* 118, p.107-155.
- HEALY, P. M. (1985): The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions, *Journal of Accounting and Economics* 7, p.85-107.
- _____ ; KANG, S. y PALEPU, K.G. (1987): The Effect of Accounting Procedure Changes on Executives' Remuneration, *Journal of Accounting and Economics* 9, p.7-34.
- _____ y PALEPU, K.G. (2002): *Audit the audit committees*, Financial Times (9 de junio).
- _____ y _____ (2003): Governance and Intermediation Problems in Capital Markets: Evidence from the fall of Enron, *Journal of Economic Perspectives* 17, primavera, en prensa.
- HERMALIN, B. E. y WEISBACH, M. S. (1991): The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance, *Financial Management*, 20, p.101-12.
- _____ y _____ (1998): Endogenously Chosen Boards of Directors and their Monitoring of the CEO, *American Economic Review*, 88, p.96-118.

- _____ y _____ (2000): Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A survey of the Economic Literature, *Economic Policy Review* 9, p.7-26.
- HOLTHAUSEN, R. W. (1990): Accounting method choice: Opportunistic Behavior, Efficient Contracting, and Information Perspectives, *Journal of Accounting and Economics* 12, p.207-218.
- _____ ; LARCKER, D. F. y SLOAN, R. G. (1995): Annual Bonus Schemes and the Manipulation of EARNINGS, *Journal of Accounting and Economics* 19, p.29-74.
- HUNG, M. (2000): Accounting Standards and Value Relevance of Financial Statements: An International Analysis, *Journal of Accounting and Economics* 30, p.401-420.
- INSTITUTO DE CONTABILIDAD y AUDITORÍA DE CUENTAS (ICAC), (2002): Informe sobre la situación actual de la contabilidad en España y líneas básicas para abordar su reforma (Libro Blanco), ICAC, Madrid, junio.
- JENSEN, M. C. y MECKLING, W. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3, p. 305-360.
- JENSEN, M. C., (2001): Paying People to lie: The Truth About the Budgeting Process, documento de trabajo, Harvard University (resumido en "Corporate budgeting is broken. Let's fix it", *Harvard Business Review*, noviembre (2001), p.95-101.
- JONES, J. J. (1991): Earnings Management during import Relief Investigations, *Journal of Accounting Research* 29, p.193-228.
- KEY GALLIGAN, K. (1997): Political Cost Incentives for Earnings Management in the Cable Television Industry, *Journal of Accounting and Economics* 23, p.309-337.
- KASZNIK, R. (1999): On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management, *Journal of Accounting Research* 37, p.57-81.
- KLEIN, A. (1998): Firm Performance and Board Committee Structure, *Journal of Law and Economics* 41, p.275-303.
- _____ (2002a): Economic Determinants of Audit Committee Independence, *Accounting Review* 77, p.435-452.
- KLEIN, A. (2002b): Audit Committees, Board of Director Characteristics and Earnings Management, *Journal of Accounting and Economics* 33, p.375-400.
- LAPORTA, R. ; LÓPEZ DE SILANES, F. ; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. W. (1998): Law and Finance, *Journal of Political Economy* 106, p.1113-1155.
- _____ ; _____ y VISHNY, R. W. (2000): Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics* 58, p.3-27.
- LEFTWICH, R.W. (1983): Accounting Information in Private Markets: Evidence for Private Lending Agreements, *Accounting Review* 58, p.23-42.
- LEUZ, C.; NANDA, D. y WYSOCKI, P. D (2003): Investor Protection and Earnings Management: An International Comparison, *Journal of Financial Economics*, en prensa.
- MONTERREY, J.; PINEDA, C. y SÁNCHEZ, A. (2003): Eficiencia contractual y señalización a través de la elección contable: el caso de la revalorización de activos en España al amparo del RDL 7/1996, documento de trabajo, Universidad de Extremadura, junio.
- MCCONNELL, J. J. y SERVAES, H. (1990): Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value, *Journal of Financial Economics* 27, p.595-612.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1988): Management Ownership and Market Valuation, *Journal of Financial Economics* 20, p.293-315.
- MURPHY, K.J. (1999): Executive Compensation, documento de trabajo, University of Southern California.
- O'SULLIVAN, N. (2000): The Impact of Board Composition and Ownership on Audit Quality: Evidence from Large UK Companies, *British Accounting Review* 32, p.397-414.
- OCDE, 1999, *Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades*, París, Mayo.
- PEASNELL, K. V. ; POPE, P. F. y Young, S. (2000): Board Monitoring and Earnings Management:

- Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals?, documento de trabajo, Lancaster University.
- PERRY, S. y Williams, T. S. (1994): Earnings Management Preceding Management Buyout Offers, *Journal of Accounting and Economics* 18, p.157-179.
- PRESS, E. G. y WEINTROP, J. E. (1990): Accounting-based Constraints in Public and Private Debt Agreements: Their Association with Leverage and Impact on Accounting Choice, *Journal of Accounting and Economics* 12, p.65-95.
- RAJAN, R. y ZINGALES, L. (1998): Financial Dependence and Growth, *American Economic Review* 88, p.559-586.
- RANGAN, S. (1998): Earnings around Seasoned Equity Offerings: Are they Overstated? *Journal of Financial Economics* 50, p.101-122.
- RAJGOPAL, S., VENKATACHALAM, M. y JIAMBALVO, J. (1999): Is Institutional Ownership Associated with Earnings Management and the Extent to Which Stock Prices Reflect Future Earnings? documento de trabajo, University of Washington.
- RITTER, J. y WELCH, I. (2002): A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations, *Journal of Finance* 57, p.1795-1828.
- SALAS FUMÁS, V. (1999): *El gobierno de la empresa*, Centre d'Economia Industrial, Barcelona.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1997): A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance* 52, p.737-783.
- SLOAN, R. G. (2001): Financial Accounting and Corporate Governance: A Discussion, *Journal of Accounting and Economics* 32, p.335-347.
- SMITH JR., C. W. (1993): A Perspective on Accounting Based Debt Covenant Violations, *Accounting Review* 68, p.289-303.
- _____ y WARNER, J. B. (1979): On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants, *Journal of Financial Economics* 7, p.117-161.
- _____ y WATTS, R. L. (1982): Incentive and Tax Effects of Executive Compensation Plans, *Australian Journal of Management* 7, p.139-157.
- STEIN, J.C. (1989): Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior, *Quarterly Journal of Economics* 104, p.645-669.
- STIGLITZ, J. E. (2000) The Contributions of the Economics of Information to Twentieth Century Economics, *Quarterly Journal of Economics* 115, November, p.1441-1478.
- SUNDER, S. (1997): *Theory of Accounting and Control*, South-Western Publishing.
- SWEENEY, A. P. (1994): Debt-Covenant Violations And Managers' Accounting Responses, *Journal of Accounting and Economics* 17, p.281-308.
- TEOH, S. H.; Welch, I. y Wong, T.J. (1998a): Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Public Offerings, *Journal of Finance*, 53, p.1935-1974.
- _____ ; _____ y _____ (1998b): Earnings Management and the Post-Issue Underperformance in Seasoned Equity Offerings, *Journal of Financial Economics* 50, 6p.3-99.
- TIROLE, J. (2002): Corporate Governance, *Econometrica* 69, p.1-35.
- WARFIELD, T. D.; Wild, J. J. y Wild, K.L. (1995): Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings, *Journal of Accounting and Economics* 20, p.6191.
- WATTS, R. L. (1977): Corporate Financial Statements, a Product of the Market and Political Process, *Australian Journal of Management* 4, p.53-64.
- WILD, J. J. (1994): Managerial Accountability to Shareholders: Audit Committees and the Explanatory Power of Earnings for Returns, *British Accounting Review* 26, p.353-374.
- WILLIAMSON, O. E. (1985): *The Economic Institutions of Capitalism*, New York, Free Press.
- _____ (2002): The Theory of the Firm as Governance Structure: From Choice to Contract, *Journal of Economic Perspectives* 16, p.171-196.

Anexo

Estudio	Muestra	Método	Resultados
1. <i>Información contable, contratos de compensación y propiedad gerencial.</i> Healy (1985)	1.527 observaciones de 94 empresas de EE.UU. (1930-1980)	Táblas de contingencia para analizar los ajustes por devengo discrecionales.	Manipulaciones de resultados a la baja, tanto si son reducidos e impiden recibir compensaciones salariales a los directivos, como si son muy elevados y no se obtienen mayores retribuciones por estar maximizadas. En contradicción con los resultados de Healy (1985). Cuando los resultados antes de ajustes por devengo están muy deprimidos y los directivos no reciben retribución por objetivos, éstos manipulan al alza los ajustes por devengo, y viceversa.
Gover, Gaver y Aisén (1995)	837 observaciones de 102 empresas de EE.UU. (1980-1990)	Modelo de Jones (1991) modificado	Confirman en parte los resultados de Healy (1985). Los resultados se manipulan a la baja cuando están maximizados, pero no así cuando están deprimidos.
Hollhausen, Lareker y Sloan (1995)	443 observaciones de 216 empresas de EE.UU. (1982-1990)	Modelo de Jones (1991) modificado	En los ejercicios en los que se adoptan planes de remuneración se producen cambios en las políticas contables, orientándose hacia una mayor agresividad.
Healy, Kang y Palepu (1987)	90 empresas que efectuaron cambios en valoración de inventarios y/o amortizaciones (1967-1976)	Regresión del importe percibido por directivo (Log) sobre resultados (ajustados por el efecto de los cambios contables)	Documentan una relación negativa entre propiedad gerencial y manipulación de resultados, coherente con la idea de la propiedad como mecanismo disciplinador. En sectores regulados, el efecto positivo de la propiedad gerencial se reduce significativamente.
Warfield, Wild y Wild (1995)	3.871 observaciones de 1.348 empresas de EE.UU. (1988-1990)	Regresión de ajustes por devengo anormales sobre propiedad gerencial y otras variables de control	No encuentran significación estadística entre propiedad gerencial y manipulación de resultados en Dinamarca
Gabrielson, Gramlich Pieborg (2002)	380 observaciones de 76 empresas de Dinamarca (1991-1995)	Regresión de ajustes por devengo anormales sobre propiedad gerencial y otras variables de control	Las opciones sobre acciones que han de ser ejercitadas en fechas pactadas estimulan decisiones oportunistas de revelación voluntaria de información: se divulgan malas noticias inmediatamente antes de la fecha de ejercicio y buenas tras el ejercicio de la opción.
Abondy y Kasznik (2000)	2.039 observaciones de 572 empresas de EE.UU. (1992-1996)	Regresión de retornos sobre momento de ejercicio de la opción y otras variables de control	

Estudio	Muestra	Método	Resultados
2. La información contable en los acuerdos sobre deuda.			
Press y Weintrop (1990)	87 compañías de EE.UU. (1980-1988).	Modelo logit para identificar políticas conservadoras o agresivas según riesgo, tamaño, endeudamiento y otras variables de control.	Las políticas contables de las firmas con acuerdos sobre deuda tienden a mostrar orientación agresiva. No obstante, el nivel de endeudamiento constituye por sí mismo un indicador significativo de políticas contables expansivas.
DeAngelo, DeAngelo y Skinner (1994)	76 empresas de EE.UU. con pérdidas persistentes y reducciones de dividendos (1980-1985).	Análisis comparado con una muestra de control.	Las políticas contables de las firmas con acuerdos sobre deuda se inclinan a exhibir una manipulación de resultados expansiva. En los años posteriores a las reducciones de dividendos se observa una clara tendencia a la manipulación de resultados restrictiva, con ajustes por devengo discrecionales de signo negativo.
DeFond y Jiambalvo (1994)	94 empresas de EE.UU. que incumplieron sus acuerdos sobre deuda (1985-1988).	Modelo de Jones (1991).	Existen prácticas de manipulación de resultados en empresas que han incumplido sus acuerdos sobre deuda, detectándose ajustes por devengo discrecionales de signo positivo en el ejercicio anterior al incumplimiento.
Sweeney (1994)	136 empresas de EE.UU. que violaron sus compromisos sobre deuda (1984-1989).	Análisis comparado con una muestra de control.	Existen prácticas de manipulación de resultados en empresas que han incumplido sus acuerdos sobre deuda.
3. El papel del Consejo de Administración y del Comité de Auditoría			
Beasley (1996)	75 empresas de EE.UU. investigadas por la SEC por prácticas contables fraudulentas (1988-1991).	Modelo logit para identificar la propensión a la comisión de fraude contable en función de la composición del Consejo y otras variables de control.	La presencia de consejeros independientes tiende a evitar las prácticas de manipulación fraudulenta. La existencia del comité de auditoría no parece afectar significativamente la probabilidad de fraude. A medida que el tamaño del Consejo se incrementa, las compañías muestran una tendencia más acusada hacia la manipulación de resultados.
Deshow, Sloan y Sweeney (1996)	92 empresas de EE.UU. investigadas por la SEC con irregularidades contables (1982-1992).	Análisis comparado con una muestra de control.	La presencia mayoritaria de consejeros no independientes, la inexistencia de acciones significativas y la ausencia de comités de auditoría hacen a las firmas más propensas al fraude.
Abbott, Parker y Peters (2002)	129 empresas de EE.UU. investigadas por la SEC con irregularidades contables (1991-1999).	Modelo logit para identificar la propensión a amplificar el nivel de resultados de la independencia y experiencia de los miembros del Comité de Auditoría y otras variables de control. Análisis comparado con una muestra de control.	La independencia de los miembros del Comité de Auditoría y su formación y experiencia en materias contables y financieras, así como la frecuencia de reuniones del Comité, exhiben una relación significativa y negativa con la probabilidad de incurrir en prácticas irregulares.
DeFond y Jiambalvo (1991)	41 empresas de EE.UU. que han corregido a la baja sus resultados (1977-1988).	Modelo logit para identificar la propensión a amplificar el nivel de resultados en función de la existencia de Comité de Auditoría y otras variables explicativas adicionales.	La existencia de comités de auditoría reduce la propensión a la manipulación de resultados.

Estudio	Muestra	Método	Resultados
O'Sullivan (2000)	402 empresas del Reino Unido (1992)	Regresión de los gastos de auditoría (log) sobre características del Consejo y otras variables de control.	Existe una relación negativa entre la proporción de miembros independientes en el Consejo y costes de auditoría.
De Andrés, Azofra y López Iturrigo (2001)	450 empresas no financieras de 10 países de la OCDE (1996)	Regresión de los residuos del modelo de Jones (1991) sobre características del Consejo y otras variables de control.	Los consejos de inmuno más reducido parecen limitar las prácticas de manipulación de resultados.
Penswell, Pope y Young (2000)	1.271 observaciones de 559 empresas del Reino Unido (1993-1996).	Regresión de los residuos del modelo de Jones (1991) modificando sobre diferentes tramos de resultados, características del Consejo, existencia de Comité de Auditoría (0,1) y otras variables de control.	La existencia de consejeros externos reduce la propensión a la manipulación de resultados pero confinada a firmas con resultados deprimidos y en las que la separación entre propiedad y control es más incertidumbre. El Comité de Auditoría tiene un efecto beneficioso incremental al del Consejo sobre la integridad de los estados financieros.
Klein (2002a, 2002b)	687 empresas de EE.UU. (1992-1993)	Regresión de los residuos del modelo de Jones (1991) sobre variables representativas de la independencia del Consejo y del Comité y otras variables de control.	El Comité de Auditoría sólo es efectivo como limitador de la manipulación de resultados (i) si es independiente del primer directivo de la empresa, (ii) si existe participación gerencial en el capital y (iii) si algún accionista significativo forma parte del mismo.
4. La presencia de la inversión institucional.			
Rajgopal, Venkatachalam y Jambalvo (1999)	8.505 observaciones-año de 1.541 empresas de EE. UU. (1989-1995)	Regresión de los residuos del modelo de Jones (1991) sobre propiedad institucional y otras variables de control.	La presencia de inversión institucional tiene un efecto inhibitorio de la manipulación de resultados, ya que los internos perciben una mayor monitorización.
Chung, Firth y Kim (2002)	12.478 observaciones-año de empresas de EE.UU. (1988-1996)	Regresión de los residuos del modelo de Jones (1991) sobre propiedad institucional y otras variables de control.	Existe una relación inversa y significativa entre la participación de inversores institucionales y prácticas de manipulación.
5. La información contable en el mercado de control corporativo.			
DeAngelo (1990)	60 informes de valoración sobre operaciones de tomas de control en EE.UU. (1973-1982)	Sin empleo de modelos y/o análisis estadísticos (tabulación simple)	El empleo de las cifras contables sustituye a los precios de mercado para valorar transacciones que impliquen tomas de control corporativo.
Christie y Zimmerman (1994)	543 empresas de EE.UU. que han sido objeto de ofertas públicas de adquisición (1981-1989)	Modelo logit para identificar la propensión a amplificar el nivel de resultados en función de determinados características corporativas.	Describen prácticas de elevación artificial de resultados en compañías que han sido objeto de ofertas de adquisición, en el ejercicio previo a la oferta.
Easterbrook (1997)	110 empresas de EE.UU. que han sido objeto de ofertas públicas de adquisición (1985-1989), 57 hostiles y 53 amistosas	Análisis de los residuos del modelo de Jones (1991) modificando	Documenta un incremento inusual de los resultados de los trimestres inmediatamente anterior y posterior al que tiene lugar la oferta.
Perry y Williams (1994)	175 empresas de EE.UU. objeto de operaciones management buyout (1981-1988)	Análisis de los residuos del modelo de Jones (1991)	Detectan reducciones artificiales de los resultados de empresas objeto de adquisiciones por sus directivos, en ejercicios previos a la operación.
Ericckson y Wang (1999)	55 empresas de EE.UU. implicadas en procesos de fusión (1985-1990)	Análisis de los residuos del modelo de Jones (1991) modificando	Describen prácticas de manipulación de resultados en fusiones, con el propósito de elevar el precio de mercado de los títulos y mejorar la relación de cambio, reduciéndose así el coste de la fusión.

Estudio	Muestra	Método	Resultados
6. La información contable en ofertas públicas de venta de títulos.-			
Teoh, Welch, y Wong (1998a)	1.649 salidas a bolsa de empresas de EE.UU. (1980-1992)	Análisis de los residuos del modelo de Jones (1991) modificado	Documentan elevación de los resultados en los ejercicios previos a las salidas al mercado bursátil.
Teoh, Welch, y Wong (1998b)	1.265 ampliaciones de capital de empresas de EE.UU. (1976-1989)	Análisis de los residuos del modelo de Jones (1991) modificado	Documentan elevación de los resultados en el periodo inmediatamente anterior a las ampliaciones de capital.
Ramgan (1998)	230 ampliaciones de capital de empresas de EE.UU. (1987-1990)	Análisis de los residuos del modelo de Jones (1991) modificado	Documentan elevación de los resultados en el periodo inmediatamente anterior a las ampliaciones de capital.
Chaney y Lewis (1998)	489 salidas a bolsa de empresas de EE.UU. (1975-1984)	Análisis de los residuos del modelo de Jones (1991)	Describen prácticas de aislamiento para el caso de compañías con elevada rentabilidad que inician su cotización bursátil.
7. Gobierno corporativo y contenido informativo de las cifras contables.-			
Klein (1998)	486 empresas cotizadas de EE.UU. que celebraron Junta General de Accionistas entre el 1 de julio de 1991 y el 30 de junio de 1993	Regresión de rentabilidades bursátiles sobre composición de consejos y comités y otras variables de control.	El contenido informativo de los resultados es mayor en firmas que tienen establecido Comité de Auditoría.
Wild (1994)	3.900 observaciones de 1.352 empresas de EE.UU. (1989-1991).	Regresión de rentabilidades bursátiles sobre existencia de Comité de Auditoría (0,1) y otras variables de control.	El contenido informativo de los resultados es mayor en firmas que tienen establecido Comité de Auditoría.
Gabrialisen, Gramlich y Pieberg (2002)	380 observaciones de 76 empresas de Dinamarca (1991-1995)	Regresión del coeficiente de respuesta al resultado sobre propiedad gerencial y otras variables de control.	El contenido informativo del resultado está inversamente relacionado con la propiedad gerencial en Dinamarca
Bushman, Chen, Engel y Smith (2001)	784 grandes empresas de EE.UU. (1994)	Regresión de medidas de prácticas de gobierno sobre variables representativas de propiedades informativas del resultado, junto a otras variables de control.	Las empresas cuyo sistema contable produce información con menor relevancia y contenido implementan una estricta de mecanismos de gobierno más costosa, al objeto de compensar la baja calidad de la información producida por su sistema contable.
Fan y Wang (2002)	4.490 observaciones de 1.350 empresas pertenecientes a 7 países del Este de Asia (1991-1995)	Regresión retornos anormales sobre resultados y variables representativas de la propiedad, junto a otras variables de control.	El contenido informativo de las cifras contables no está determinado por la propiedad familiar, sino por la magnitud de la separación entre propiedad y control en cada firma.
8. Comparaciones internacionales.-			
Bali, Kothari y Robin (2000)	40.359 observaciones de empresas pertenecientes a 7 países (1985-1995)	Regresión de resultados contables sobre retornos, para cada país de la muestra y para el conjunto de datos.	En los países anglosajones, en mayor medida que en los continentales europeos, la Contabilidad es más efectiva como instrumento de la actividad de gobierno, favoreciendo una protección más efectiva de los inversores por ser más eficiente en la incorporación y registro de 'buenas' noticias.
Hung (2000)	17.743 observaciones de 8.616 empresas no financieras pertenecientes a 21 países (1991-1997)	Regresiones de relevancia valorativa de los resultados sobre variables representativas de la protección legal a los inversores y otras variables de control.	La protección de los inversores exhibe una correlación positiva y significativa con la relevancia valorativa de los resultados.
Leuz, Nanda y Wysocki (2003)	70.955 observaciones de 8.616 empresas no financieras pertenecientes a 31 países (1990-1999)	Regresión de variables representativas de manipulación de resultados sobre indicadores de protección de los inversores	Documentan una fuerte relación entre calidad de la información contable y grado de protección de los inversores, a menor protección, mayores posibilidades de manipulación.