

CONTABILIDAD	LAS PRÁCTICAS DE BUEN GOBIERNO EN LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS COTIZADAS: EFECTOS SOBRE LA CALIDAD DE LOS ESTADOS FINANCIEROS	Núm. 78/2004
---------------------	--	-------------------------

BEATRIZ GARCÍA OSMA

Research Assistant Dpto. de Accounting & Finance (Lancaster University)

BELÉN GILL DE ALBORNOZ NOGUER

Profesora Ayudante de Facultad. Universitat Jaume I de Castellón

Este trabajo ha sido seleccionado y ha obtenido el **Accésit Premio Estudios Financieros 2004** en la Modalidad de **CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**.

El Jurado ha estado compuesto por: don José Luis CEA GARCÍA, don Álvaro CUERVO GARCÍA, don Prosper LAMOTHE FERNÁNDEZ, don Ignacio MARTÍNEZ CHURIAQUE, doña Clara MUÑOZ COLOMINA y don Jorge TUA PEREDA.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato de las autoras.

Extracto:

LA separación entre la propiedad y el control de la empresa genera asimetrías entre los intereses de accionistas y gerentes que pueden dar lugar a prácticas manipuladoras del resultado por parte de la gerencia. El buen gobierno corporativo establece mecanismos e instrumentos que limitan estas prácticas. El objetivo de este trabajo es analizar la relación existente entre el diseño del gobierno corporativo de las empresas españolas y su propensión a llevar a cabo prácticas manipuladoras del resultado. De forma consistente con la evidencia presentada en el contexto anglosajón, los resultados sugieren que los consejeros dominicales, representantes de los inversores institucionales, constituyen un freno a las prácticas manipuladoras. Sin embargo, al contrario que en el contexto anglosajón, observamos que la presencia de consejeros independientes, que teóricamente representan los intereses de los pequeños accionistas, está positiva y significativamente relacionada con el nivel de manipulación, excepto cuando estos consejeros son elegidos por miembros dominicales. Por otra parte, la evidencia empírica incluida en este trabajo pone de manifiesto que la contratación con el auditor de servicios de consultoría está positivamente relacionada con el nivel de manipulación mientras que éste disminuye conforme aumenta el tamaño de la compañía.

PALABRAS CLAVES: Gobierno corporativo, *earnings management*, Códigos de Buen Gobierno, ajustes por devengo discrecionales.

Sumario:

1. Introducción.
2. Literatura previa: el gobierno corporativo y la calidad de la información financiera.
 - 2.1. La teoría de la firma y el problema de agencia.
 - 2.2. El buen gobierno corporativo como factor de control de las prácticas manipuladoras.
3. Los Códigos de Buen Gobierno.
 - 3.1. Los Códigos de Buen Gobierno: antecedentes internacionales.
 - 3.2. Los Códigos de Buen Gobierno en España.
 - 3.2.1. El Informe Olivencia.
 - 3.2.2. El Informe Aldama y legislación posterior.
4. Hipótesis.
 - 4.1. La composición del Consejo de Administración.
 - 4.2. El papel de las comisiones delegadas del Consejo: el comité de auditoría.
 - 4.3. El nombramiento de los consejeros independientes.
5. Selección de la muestra.
6. Metodología.
 - 6.1. Los ajustes por devengo como instrumento de manipulación del resultado.
 - 6.2. Medida del nivel de manipulación.
 - 6.3. Contraste de las hipótesis.
7. Resultados.
8. Resumen y conclusiones.

Bibliografía.

1. INTRODUCCIÓN

Uno de los temas que mayor discusión ha generado entre la comunidad contable internacional¹ en los últimos años es el relativo al buen gobierno corporativo y su eficacia como factor restrictor de prácticas contables fraudulentas o «creativas»². Dos circunstancias recientes han despertado un interés público extraordinario por la fiabilidad y transparencia de la información financiera y reactivado el debate entre académicos, profesionales y organismos reguladores sobre el papel del gobierno corporativo en garantizar las mismas: por una parte, la espiral de escándalos financieros recientemente acaecidos tanto en América como en Europa, con el caso del gigante americano Enron y la multinacional italiana Parmalat como máximos exponentes de los mismos; por otra, el compromiso de adopción por parte de los países miembros de la Unión Europea de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) para los grupos de sociedades cotizadas a partir de 2005, que resultará en un incremento de la relevancia de la información financiera, pero a cambio de sacrificar parte de su fiabilidad (GONZALO, 2003). Si cabe, la conjunción de estos elementos ha realzado la importancia del buen gobierno corporativo como factor restrictivo de las prácticas oportunistas y poco éticas de la gerencia y, por tanto, como garante de la fiabilidad de la información reportada por la empresa³. Prueba de ello son los códigos de buen gobierno, como el propuesto por la Comisión Olivencia (1998) en España, que durante la última década han surgido en numerosos países y que, en líneas generales, basándose en la experiencia internacional previa, han promulgado un modelo de gobierno corporativo de corte anglosajón⁴, tomando como referencia el Informe Cadbury publicado en el Reino Unido en 1992.

¹ El interés por el gobierno corporativo no se limita a la comunidad contable sino que el debate se ha extendido también al ámbito jurídico y a otras ciencias económicas, especialmente en lo relativo a: (1) el tipo o naturaleza de las normas que deben regular esta materia, y (2) el contenido de dicha ordenación (véase RECALDE, 2003).

² Como señala ILLUECA (2004), las prácticas de contabilidad creativa son en esencia fraudulentas en tanto que atentan contra el espíritu de la norma, que no es otro que el de reflejar la imagen fiel del patrimonio y los resultados de la empresa. Cuestión distinta es que para alterar las cifras contables la gerencia: (1) lleve a cabo prácticas que no están siquiera permitidas por la normativa; o (2) se aproveche de las opciones y flexibilidad que la propia normativa ofrece. Cuando se implementa el segundo tipo de prácticas, algunos autores consideran que las prácticas de contabilidad creativa son «legales».

³ Citando a GONZALO (2003: 11): «*las tendencias sobre el buen gobierno de las empresas han puesto sobre todo su atención en la característica de fiabilidad de las cifras que salen de los procesos contables de las empresas, ya que intentan neutralizar la posible manipulación de las mismas por parte de los administradores responsables de su formulación*».

⁴ La principal diferencia entre el contexto americano y el europeo respecto a las medidas de gobierno corporativo recogidas en estos códigos es que en Europa se ha optado mayoritariamente por la adopción voluntaria de sus recomendaciones, mientras que en Estados Unidos muchas de ellas son de obligado cumplimiento para las empresas cotizadas.

El debate sobre la influencia del buen gobierno corporativo en la calidad de la información financiera hay que situarlo en el contexto del problema de agencia derivado de la separación entre la propiedad y el control de la empresa, inherente a la propia concepción de la empresa moderna, y que genera la aparición de asimetrías entre los intereses de gerentes y accionistas (JENSEN y MECKLING, 1976). Este problema de agencia se resuelve estableciendo contratos entre las partes cuyos extremos contribuyen a alinear de nuevo los intereses de la gerencia (agente) y los accionistas (principal). Sin embargo, y dado que habitualmente la información contable juega un papel fundamental en estos contratos, la propia solución al problema genera incentivos para que la gerencia cree cifras contables ficticias, distintas de las reales, que se ajusten a las cláusulas contractuales en lugar de reflejar la imagen fiel de la empresa (WATTS y ZIMMERMAN, 1986).

La literatura previa en la línea de investigación sobre gobierno corporativo se ha centrado fundamentalmente en estudiar: (1) la composición óptima del Consejo de Administración y, en particular, en analizar el papel desempeñado por los consejeros no ejecutivos que velan por los intereses de los accionistas minoritarios (FAMA, 1980; FAMA y JENSEN, 1983); y (2) el papel de las comisiones delegadas del Consejo, especialmente del comité de auditoría. Estos estudios ofrecen evidencia de que los consejeros externos (no ejecutivos) influyen en las decisiones de negocio tomadas por la gerencia (WEISBACH, 1988; BYRD y HICKMAN, 1992), así como en el proceso de elaboración de la información financiera. En particular, diversos estudios han documentado el papel constrictor de consejeros independientes (ej: BEASLEY, 1996; DECHOW *et al.*, 1996; PEASNELL *et al.*, 2001) y comités de auditoría independientes (KLEIN, 2002; XIE *et al.*, 2003) sobre las prácticas contables manipuladoras y fraudulentas. También los códigos de buen gobierno surgidos en distintos países han hecho hincapié en el papel de estos dos aspectos del gobierno corporativo como garantes de la calidad de la información proporcionada por las empresas y, por ello, este trabajo se centra en los mismos.

Una cuestión que surge en este contexto es si la aplicación de las medidas de gobierno corporativo promovidas por los códigos de buen gobierno en entornos empresariales con características diferentes de aquellos en los que se han mostrado efectivas, fundamentalmente Estados Unidos y Reino Unido, producen resultados similares. En esta línea, este trabajo presenta evidencia empírica de la relación entre el buen gobierno corporativo y la calidad de la información financiera elaborada por una muestra de empresas cotizadas españolas que voluntariamente hizo públicas sus prácticas de gobierno corporativo en los años 1999, 2000 y 2001 a través del cuestionario de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) sobre el grado de cumplimiento de las recomendaciones del Código Olivencia. La discrecionalidad contable que la gerencia incorpora al resultado declarado, medida a través del valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales (Abs[ADD]) estimados mediante el modelo propuesto por JONES (1991), se emplea como *proxy* de la calidad de la información financiera. Posteriormente, se examina a través de un análisis de regresión multivariante si diversos factores del gobierno corporativo de la empresa están relacionados con sus prácticas contables discrecionales.

De forma consistente con la literatura que en esta línea se ha desarrollado en el contexto anglosajón, los resultados obtenidos en el análisis empírico muestran que la presencia de consejeros dominicales, representantes de inversores institucionales, está negativa y significativamente relacionada con el nivel de manipulación. Sin embargo, por otro lado, la relación encontrada entre el nivel de manipulación y la presencia de consejeros independientes, que en teoría representan los intereses del pequeño accionista, es positiva y significativa, excepto cuando existe un comité de nombramientos formado por mayoría de miembros dominicales. También se observa que la ratio que relaciona la retribución al auditor externo por servicios de consultoría con la retribución por el servicio de auditoría está positivamente relacionada con el nivel de manipulación mientras que éste disminuye conforme aumenta el tamaño de la compañía.

Este trabajo contribuye a la literatura relacionada con el buen gobierno corporativo y su efecto sobre la fiabilidad y transparencia de la información financiera, aportando evidencia empírica en un contexto europeo no anglosajón donde las características de la estructura de propiedad y de gobierno de las compañías así como de la normativa relacionada con este último difieren sustancialmente de las de los países anglosajones, con Estados Unidos y Reino Unido como principales referentes. Algunos de los resultados obtenidos sugieren la existencia de factores restrictivos de las prácticas manipuladoras comunes a los identificados en el contexto anglosajón. Así, los consejeros dominicales restringen dichas prácticas y la contratación de servicios de consultoría con el auditor externo está positivamente relacionada con las mismas. Sin embargo, por otro lado, las divergencias entre los resultados presentados para el contexto español y los obtenidos en trabajos previos realizados en muestras de empresas norteamericanas y del Reino Unido, fundamentalmente en lo que se refiere al papel de los consejeros independientes, apoyan las tesis de quienes opinan que la mera importación del modelo anglosajón de gobierno corporativo no es adecuada en nuestro país (ej.: RECALDE, 2003), simplemente porque la cultura empresarial, la estructura de propiedad de nuestras empresas y las características institucionales son diferentes. La evidencia presentada es relevante tanto para los reguladores como para los inversores y, por supuesto, para las propias empresas que en el futuro consideren la posibilidad de adoptar las recomendaciones de buen gobierno.

En adelante, el trabajo se estructura de la siguiente forma. El siguiente epígrafe plantea el problema de agencia que surge en la empresa moderna ante la separación de propiedad y control, del que a su vez se derivan los incentivos para que la gerencia lleve a cabo prácticas contables manipuladoras, y ofrece una revisión de la literatura que ha estudiado el papel del gobierno corporativo como factor constrictor de dichas prácticas. Seguidamente, en el tercer epígrafe se ofrece un panorama de los diversos códigos de buen gobierno que han surgido en los últimos años, con especial atención al caso español. En el epígrafe cuarto se plantean las hipótesis a contrastar. El proceso de selección y las características de la muestra analizada se presentan en el quinto epígrafe. La metodología implementada para contrastar las predicciones empíricamente se desarrolla en el epígrafe sexto. El epígrafe séptimo incluye los resultados del análisis empírico. Y, finalmente, en el epígrafe octavo se lleva a cabo una síntesis del trabajo y se exponen las principales conclusiones obtenidas.

2. LITERATURA PREVIA: EL GOBIERNO CORPORATIVO Y LA CALIDAD DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA

2.1. La teoría de la firma y el problema de agencia.

La investigación sobre la relación entre el gobierno corporativo y la calidad de la información financiera tiene su origen en la moderna teoría de la firma, que concibe la empresa como un conjunto de contratos de agencia. Dentro de ese marco contractual, la separación entre la propiedad y la gestión genera la aparición de asimetrías entre los intereses de gerentes y accionistas. Cuando los gerentes no son propietarios de la firma su comportamiento se ve afectado por incentivos particulares que alejan sus objetivos del de la maximización del valor de la empresa y, en consecuencia, de los intereses de los accionistas (BERLE y MEANS, 1932; COASE, 1937; JENSEN y MECKLING, 1976; FAMA, 1980; FAMA y JENSEN, 1983).

Con la intención de dar solución al problema de agencia mencionado, los contratos que se establecen entre ambas partes, gerente (agente) y accionistas (principal), contienen cláusulas cuya finalidad es precisamente evitar el alejamiento de sus objetivos. A menudo, la información contable juega un papel fundamental en estos contratos, como es el caso del establecimiento de una retribución variable para el gerente ligada al beneficio empresarial. En principio, como decimos, la finalidad de estos contratos es reducir las discrepancias entre los intereses del principal y del agente, puesto que se supedita la remuneración del agente a la consecución de los objetivos del principal. Sin embargo, como señalan WARTFIELD *et al.* (1995) y DYE (1988), el establecimiento de este tipo de cláusulas también genera incentivos a la gerencia para llevar a cabo prácticas manipuladoras del beneficio (o *earnings management*) que les permitan declarar cifras contables acordes con los requisitos establecidos en el contrato, aunque no reflejen la realidad económica de la compañía ⁵.

FAMA (1980) afirma que la existencia de un mercado laboral competitivo, en el que consejeros y gerentes tratan de crearse una reputación como expertos, hace converger los intereses de gerentes y accionistas, puesto que una mala gestión puede ser penalizada por los accionistas contratando a otro gestor que se estime más competente. En esta línea, estudios posteriores realizados por WEISBACH (1988), GIBBONS y MURPHY (1990) y JENSEN y MURPHY (1990) demuestran que el cese gerencial está asociado a la mala gestión y a la incapacidad de aumentar la riqueza de los accionistas. Sin embargo, este mercado no es suficiente para hacer desaparecer los comportamientos oportunistas, ya que cuando los contratos gerenciales previamente referidos condicionan la fortuna de los directivos a la obtención de beneficios persisten los incentivos para acelerar el reconocimiento de los mismos (WATTS y ZIMMERMAN, 1986). Por ello, FAMA (1980) y FAMA y JENSEN (1983) proponen el buen gobierno corporativo, y particularmente el Consejo de Administración como pieza fundamental del mismo, como factor que establezca una disciplina que monitorice a la gerencia y la reconduzca hacia prácticas éticas y eficientes.

⁵ Algunas definiciones de *earnings management* pueden encontrarse en SCHIPPER (1989), HEALY y WAHLEN (1999) o APELLÁNIZ y LABRADOR (1995).

Dentro del Consejo de Administración es de singular relevancia el papel de los consejeros independientes. Estos expertos independientes, que representan los intereses de los accionistas minoritarios, garantizan la persecución de objetivos que maximizan el valor de la empresa y promueven prácticas contables transparentes en detrimento de las prácticas manipuladoras, conduciendo a la elaboración de información financiera de calidad. Este papel fundamental de los consejeros independientes en el gobierno corporativo y en la minimización de las prácticas manipuladoras ha sido ampliamente corroborado por la evidencia empírica presentada en diversos estudios (ej.: BEASLEY, 1996; DECHOW *et al.*, 1996; PEASNELL *et al.*, 2000 y 2001; XIE *et al.*, 2003).

Como puede deducirse de la discusión previa, un aspecto clave del problema de agencia al que nos venimos refiriendo se encuentra en la estructura de propiedad de la empresa. Los propietarios (accionistas) son quienes corren con el riesgo inherente a las decisiones de la gerencia. Al objeto de minimizar dicho riesgo, los accionistas tienden a diversificar sus carteras de inversión, distribuyendo su riqueza entre un número elevado de títulos. Esta estrategia reduce el riesgo asumido pero, al mismo tiempo, reduce la probabilidad de que los accionistas estén interesados en el control de la empresa dando así mayor libertad de acción a los gerentes (BERLE y MEANS, 1932; FAMA, 1980; SHLEIFER y VISHNY, 1986). Resulta por tanto evidente que la estructura de propiedad de la empresa juega un papel relevante en el control de la calidad de la información financiera y que la regulación de las prácticas de gobierno es más imperiosa para las sociedades cotizadas en mercados de valores, cuyo capital se encuentra más disperso, particularmente en aquellas que tienen un mayor porcentaje de acciones de libre circulación (*free float*)⁶.

2.2. El buen gobierno corporativo como factor de control de las prácticas manipuladoras.

Los escándalos financiero-contables ocurridos en los últimos años han provocado la proliferación de iniciativas en numerosos países para elaborar Códigos de Buen Gobierno que proporcionen a las empresas cotizadas una guía sobre la creación, composición y tareas de sus órganos de gobierno. El principal objetivo del buen gobierno corporativo es establecer mecanismos que garanticen la supervivencia de la empresa a largo plazo y la transparencia en todos los ámbitos de actuación de la misma. De esta forma, se genera «...*el clima de confianza que requieren la eficiencia de la empresa y el progreso social*» (Informe Aldama: 26). En particular, respecto a la calidad de la información financiera proporcionada por la empresa, los factores de buen gobierno corporativo que contribuyen a mejorar la misma son aquellos que limitan la libre actuación de los gerentes, reduciendo las prácticas manipuladoras. Entre dichos factores se encuentran la creación de comisiones delegadas del Consejo de Administración para el control interno, como los comités de auditoría o comités de nombramientos y retribuciones, formadas fundamentalmente por consejeros independientes.

⁶ Dentro de la estructura de propiedad de la empresa, la existencia de inversores institucionales tiene gran importancia puesto que éstos sí asumen el papel de propietarios tradicionales de la empresa y ejercen un control más directo sobre los gerentes, reduciendo el problema de agencia (SHLEIFER y VISHNY, 1986).

Aunque la relación entre el buen gobierno corporativo y las prácticas de manipulación del resultado parece evidente, la literatura empírica sobre la misma es relativamente escasa. Probablemente, la reticencia de las empresas a proporcionar información respecto a su sistema de gobierno ha contribuido en buena medida al retraso de la investigación empírica en esta línea. Ha sido precisamente la proliferación de los Códigos de Buen Gobierno el factor que ha empujado a las empresas a facilitar a los usuarios este tipo de información. En la **tabla 1** se han sintetizado las predicciones, metodología y resultados de los trabajos más relevantes en esta línea de investigación.

Algunos de los trabajos revisados se centran en muestras de empresas que manifiestamente han llevado a cabo prácticas manipuladoras de sus cifras contables. Así, DEFOND y JIAMBALVO (1991) analizan la decisión de un grupo de empresas americanas de corregir a la baja su cifra de beneficios *a posteriori* (esto es, empresas que reportan una cifra de resultados y la corrigen a la baja en ejercicios posteriores), y encuentran que las compañías que inflan ficticiamente su cifra de resultados suelen no tener un comité de auditoría. Por su parte, DECHOW *et al.* (1996) estudian empresas que la *Securities and Exchange Commission* (SEC) investigó por llevar a cabo prácticas contables fraudulentas y encuentran que dichas empresas suelen: (1) carecer de comité de auditoría y (2) concentrar en una sola persona las figuras de presidente y primer ejecutivo. Finalmente, BEASLEY (1996) estudia empresas que cometen fraudes financieros y destaca el papel de los consejeros externos (no ejecutivos) en la limitación de las prácticas manipuladoras. Este trabajo encuentra que algunas características de los consejeros externos, como su participación en la propiedad de la empresa o su antigüedad en el Consejo, contribuyen a reducir las prácticas contables fraudulentas.

Otros trabajos revisados se decantan por analizar la relación entre el buen gobierno corporativo y las prácticas manipuladoras del resultado en muestras de empresas que, *a priori*, no es posible calificar de «manipuladoras». Para llevar a cabo este tipo de análisis es necesario disponer de alguna medida indicativa de la manipulación incorporada al resultado de esas empresas. Como en muchos otros trabajos dentro de la línea de investigación sobre *earnings management*, la medida considerada por estos estudios para tal fin es una estimación de los denominados ajustes por devengo discrecionales (ADD) proporcionada por alguno de los modelos propuestos hasta la fecha en la literatura ⁷. Por ejemplo, utilizando esta medida de manipulación para analizar los efectos de la introducción de los Códigos de Buen Gobierno en las prácticas de *earnings management*, PEASNELL *et al.* (2000) encuentran que los cambios introducidos por el Informe Cadbury en la estructura de gobierno de las sociedades del Reino Unido reducen significativamente las prácticas de manipulación del resultado. De forma similar, PEASNELL *et al.* (2001) para el Reino Unido y KLEIN (2002) para Estados Unidos presentan evidencia de que los consejeros externos reducen significativamente las prácticas de manipulación del resultado. Además, estos últimos trabajos muestran que el efecto positivo de los consejeros externos se ve acentuado si existe un comité de auditoría y si el mismo está compuesto mayoritariamente por consejeros externos ⁸.

⁷ En la sección 4.2. ofrecemos una breve síntesis de esta literatura y presentamos detalladamente el modelo de JONES STANDARD, utilizado en el análisis empírico aquí presentado para estimar los ADD. Una revisión más amplia de los modelos de ajustes por devengo alternativos propuestos en la literatura puede encontrarse en POVEDA (2001).

⁸ También en esta línea se encuentran los trabajos de ABBOTT *et al.* (2000), CHTOUROU *et al.* (2001), De ANDRÉS *et al.* (2001) y XIE *et al.* (2003).

En definitiva, los resultados de esta línea de investigación sugieren una relación directa entre el buen gobierno corporativo y la calidad de los estados financieros. En síntesis, los trabajos recogidos en la **tabla 1** destacan la importancia de dos elementos clave para garantizar la calidad de la información financiera:

- Los consejeros independientes, como expertos imparciales que monitorizan al Consejo de Administración y garantizan prácticas éticas y eficientes.
- El comité de auditoría, como órgano delegado del Consejo de Administración que garantiza la independencia de los auditores: encargándose de su contratación y de la revisión de su labor y actuando como su intermediario ante el Consejo de Administración ⁹.

Estos dos elementos han sido también considerados como piezas fundamentales del buen gobierno corporativo por los diversos Códigos de Buen Gobierno surgidos en los últimos años y que revisamos en el siguiente epígrafe.

TABLA 1. Estudios sobre el efecto de las prácticas de gobierno en la calidad de los estados financieros.

Trabajo	Predicciones/hipótesis	Muestra	Medida de calidad financiera	Resultados
DEFOND y JIAMBALVO (1991)	Las empresas que manipulan al alza sus beneficios (para luego corregirlos) suelen tener un mayor porcentaje de acciones en circulación y carecer de comité de auditoría.	41 empresas que corrigen <i>a posteriori</i> la cifra original de beneficios reportada y 41 de control Período 1977-1988.	Modelo <i>logit</i> estimando la probabilidad de que la firma corrija la cifra de beneficios a la baja en ejercicios posteriores.	Sus resultados muestran que las empresas que corrigen a la baja la cifra de beneficios (habían aumentado ficticiamente dicha cifra) suelen no tener comité de auditoría y tener un mayor porcentaje de acciones en circulación.

⁹ La reciente crisis de Enron y la posterior debacle de Arthur-Andersen han dado lugar a una creciente literatura que relaciona la independencia del auditor con las prácticas de *earnings management*. En general, estos estudios consideran que cuando la independencia del auditor se ve comprometida, la calidad de los estados financieros empeora. La independencia del auditor suele medirse bien considerando la inclusión de salvedades en el informe del auditor (claro signo de independencia), bien midiendo los importes pagados al auditor por servicios de consultoría (en teoría, cuanto más se le pague por estos servicios, más comprometida estará su independencia). Algunos estudios destacados en esta línea son los de FRANCIS *et al.* (1999), FRANKEL *et al.* (2002), DEFOND *et al.* (2002), IRELAND (2003), ASHBAUGH *et al.* (2003) y CHUNG y KALLAPUR (2003).

Trabajo	Predicciones/hipótesis	Muestra	Medida de calidad financiera	Resultados
WARTFIELD <i>et al.</i> (1995)	Contrasta directamente la teoría de los costes de la separación entre la gestión y la propiedad de la empresa. Proponen que la manipulación de las cifras contables aumenta cuando los gerentes no son accionistas de la empresa.	Muestra de 4.778 observaciones (empresa-año) Período 1988-1990.	Ajustes por devengo absolutos empleando el modelo de HEALY (1985) y DEANGELO (1986).	La cantidad absoluta de ajustes por devengo discrecionales aumenta cuando disminuye el porcentaje de acciones en manos de los gerentes. Consistente con que la manipulación trata de mitigar las restricciones impuestas por los contratos de agencia.
DECHOW <i>et al.</i> (1996)	Predice que las firmas con (1) mayor porcentaje de consejeros independientes, (2) menos consejeros en el consejo, (3) comité de auditoría y (4) fuerte presencia de inversores institucionales manipulan menos los beneficios.	92 empresas investigadas por la SEC por manipular el beneficio y 92 de control. Período 1982-1992	Ajustes por devengo empleando el modelo de JONES modificado (DECHOW <i>et al.</i> , 1995). Modelo <i>logit</i> estimando la probabilidad de ser investigada por la SEC.	De forma consistente con sus predicciones encuentran que la carencia de estructuras y mecanismos que garanticen un buen gobierno corporativo facilita las prácticas de <i>earnings management</i> .
BEASLEY (1996)	Predice que las empresas que cometen fraudes financieros tenderán a (1) tener un número reducido de consejeros independientes y a (2) no tener comité de auditoría.	75 empresas que han cometido fraudes financieros y 75 empresas que no los han cometido. Período 1980-1991.	Modelo <i>logit</i> estimando la probabilidad de que una empresa cometa fraude financiero.	Los Consejos de Administración con un mayor porcentaje de miembros independientes cometen menos fraudes fiscales. No encuentra evidencia de que el comité de auditoría impacte en la probabilidad de cometer fraude.
PEASNELL <i>et al.</i> (2000)	La efectividad de los consejeros independientes en limitar las prácticas manipuladoras del resultado aumenta tras la introducción de las recomendaciones del Informe Cadbury.	Muestra de 1.260 observaciones (empresa-año): 630 pre-Cadbury, y 630 post-Cadbury. Período 1990-1996.	Ajustes por devengo empleando el modelo de JONES modificado (DECHOW <i>et al.</i> , 1995).	De forma consistente con su hipótesis, encuentran que la adopción de las recomendaciones del informe Cadbury supone una mayor efectividad de los consejeros independientes como factor limitante de la manipulación contable.

Trabajo	Predicciones/hipótesis	Muestra	Medida de calidad financiera	Resultados
PEASNELL <i>et al.</i> (2001)	Los consejeros independientes y comités de auditoría reducen las prácticas de manipulación de los beneficios, particularmente cuando hay incentivos para manipular.	Muestra de 1.271 observaciones (empresa-año) Período 1993-1996.	Ajustes por devengo empleando el modelo de JONES modificado (DECHOW <i>et al.</i> , 1995).	Sus resultados son consistentes con que los consejeros independientes contribuyen a una mayor integridad (menos manipulación). Tener un comité de auditoría no parece afectar directamente a la manipulación, pero los consejeros independientes son más eficientes cuando la empresa tiene comité de auditoría.
KLEIN (2002)	La independencia del comité de auditoría y del Consejo de Administración, así como la presencia de inversores institucionales contribuyen a reducir las prácticas de <i>earnings management</i> .	Muestra de 692 observaciones (empresa-año) Período 1991-1993.	Ajustes por devengo absolutos empleando el modelo de JONES STANDARD (1991)	Encuentra evidencia de que tanto consejeros como comités de auditoría independientes reducen la manipulación, particularmente cuando la mayoría de los miembros son independientes (aunque no necesariamente la totalidad de los mismos).
XIE <i>et al.</i> (2003)	Proponen que la actividad y la composición del Consejo de Administración y del comité de auditoría determinan el nivel de incidencia de las prácticas de <i>earnings management</i> .	Muestra de 282 observaciones (empresa-año) Período 1992-1996.	Ajustes por devengo empleando los modelos de TEOH <i>et al.</i> (1998) y de JONES STANDARD (1991)	Los Consejos de Administración más independientes, que se reúnen con mayor frecuencia y de mayor tamaño, y los comités de auditoría más activos reducen significativamente el nivel de manipulación. No encuentra evidencia de que la independencia del comité de auditoría reduzca significativamente la manipulación.

3. LOS CÓDIGOS DE BUEN GOBIERNO

3.1. Los Códigos de Buen Gobierno: antecedentes internacionales.

En la última década los países miembros de la Unión Europea han asumido la necesidad de elaborar Códigos o Recomendaciones de Buen Gobierno Corporativo, particularmente para las empresas cotizadas. La iniciativa parte del Reino Unido, donde ya en 1991 se elabora la Declaración de Mejor Práctica del *Institutional Shareholders Committee* (ISC) y el Código del *Institute of Chartered Secretaries & Administrators* (ICSA), ambas de cumplimiento voluntario. No tardaría en llegar el Informe Cadbury, también británico y ya de obligado cumplimiento, auténtico pionero de los Códigos de Buen Gobierno.

El Informe Cadbury, formado por un código y una serie de comentarios y recomendaciones se centra en dos aspectos fundamentales: la labor del Consejo de Administración y la de los auditores, puesto que dentro del gobierno corporativo éstos son los dos elementos fundamentales de los que depende la calidad de la información financiera. En particular, el Informe Cadbury destaca el papel de: (1) los consejeros independientes (no ejecutivos) para monitorizar la actuación del Consejo y para resolver conflictos de intereses; y (2) los auditores, que deben dar fe de la veracidad de la información reportada, por lo que es fundamental que se garantice su independencia, tanto real como aparente, para que puedan desempeñar su labor con credibilidad (LEVITT, 2000) ¹⁰.

Iniciativas similares surgen rápidamente en el resto de países europeos. A principios de la presente década tan sólo Austria y Luxemburgo carecían de recomendaciones de buen gobierno corporativo. La **tabla 2** recoge un resumen de los códigos elaborados en los últimos años en Europa. De entre todos ellos, únicamente los de Alemania, Reino Unido e Italia exigen el cumplimiento de sus recomendaciones (Informe Cromme, Código Combinado e Informe Preda, respectivamente). El resto de países ha optado por la adopción voluntaria, mediante dos vías fundamentales: (1) «respuesta (o cumplimiento) recomendados» y (2) «cumplimiento o justificación» (*comply or explain/disclose*). La primera opción, preferida por la mayoría de países, supedita el cumplimiento y la divulgación de información a la demanda del propio mercado de conocer el grado de aplicación de las recomendaciones de buen gobierno. De no existir dicha demanda, es de esperar que el cumplimiento voluntario y la divulgación de información adicional será escaso. La segunda opción, *comply or explain/disclose*, aun siendo también voluntaria, es más exigente puesto que requiere justificar el no cumplimiento.

Otros antecedentes internacionales de Códigos de Buen Gobierno incluyen el Informe Bosch (1991) de Australia, el Informe DEY (1994) de Canadá, los Principios de Gobierno Corporativo (1998) de Japón y los Informes NACD (1996) y BRT (1997) en Estados Unidos ¹¹. En definitiva, la nece-

¹⁰ Según el expresidente de la *Securities and Exchange Commission*, Arthur LEVITT, los auditores no sólo deben ser independientes sino también parecerlo, por lo que las precauciones que aportan una mayor apariencia de independencia también contribuyen en cierto modo a la percepción de la calidad de la auditoría.

¹¹ Las recomendaciones de la Comisión Treadway (1987) son un claro antecedente, pero como Códigos de Buen Gobierno en sí mismos, éstos son los primeros en aparecer en Estados Unidos.

sidad de dar mayor transparencia al proceso de producción de la información financiera proviene claramente de un consenso internacional y ha generado un esfuerzo mancomunado por desarrollar Códigos de Buen Gobierno que contribuyan a mejorar las estructuras de gobierno de nuestras empresas en aras de minimizar las prácticas manipuladoras y poco éticas.

3.2. Los Códigos de Buen Gobierno en España.

3.2.1. El Informe Olivencia.

A finales de la década de los noventa surge la iniciativa gubernamental de abordar el funcionamiento de los Consejos de Administración de las empresas españolas cotizadas como parte de una serie de medidas de liberalización y reactivación económica de nuestro país. Dentro de este marco, el Consejo de Ministros acordó en su reunión de 28 de febrero de 1997 la creación de una Comisión de Expertos para la elaboración de un Código Ético sobre el funcionamiento de los Consejos de Administración de las Sociedades cotizadas (CECECA). El acuerdo del Consejo de Ministros encargaba a la CECECA la elaboración de un Código de Buen Gobierno de adopción voluntaria con el objetivo de «...garantizar un comportamiento más transparente y una mejor defensa de los intereses de todos los accionistas»¹².

La CECECA hizo público el 26 de febrero de 1998 el conocido como Informe Olivencia, que comienza con un preámbulo en el que se hace eco del problema de agencia detallado en el apartado 2.1. de este trabajo. En particular, el Informe considera que el problema de agencia derivado de la separación entre propiedad y gestión genera falta de transparencia y fluidez, cuando no da lugar a ocultación o falseamiento directo de la información (Informe Olivencia: 9). Por lo tanto, el Informe establece un lazo directo entre la falta de prácticas de buen gobierno y la proliferación de prácticas de *earnings management*, tal y como corrobora la evidencia empírica previamente discutida. En su parte final, el Informe Olivencia incluye un Código de Buen Gobierno con veintitrés recomendaciones de asunción voluntaria¹³.

Al objeto de limitar las prácticas manipuladoras, el Informe Olivencia considera el Consejo de Administración como órgano fundamental de gobierno, atribuyéndole la función de supervisión

¹² El acuerdo del Consejo de Ministros emplea el término «Código Ético» en lugar de «Código de Buen Gobierno», este último fue preferido por la CECECA puesto que se consideró que, si bien en sentido amplio el vocablo «ético» hace referencia a reglas, principios y modelos de conducta, también tiene connotaciones morales de las que se estimó oportuno alejarse (Informe Olivencia: 13).

¹³ A pesar del carácter voluntario del Código, el acuerdo del Consejo de Ministros establecía la posibilidad de que la CNMV recabase información de las sociedades cotizadas sobre la asunción o no del Código. A tal efecto, en carta circular del 30 de marzo de 2000, la CNMV envió a las sociedades cotizadas el «Modelo de informe sobre el gobierno de las entidades cotizadas en Bolsas de Valores 1999» en el que se solicitaba información sobre: (1) los principios que rigen el gobierno de la sociedad, (2) el sistema de gobierno de la sociedad y del reglamento del consejo, (3) la composición, actividad y comisiones delegadas del Consejo de Administración, y (4) el grado de asunción de veintidós de las veintitrés recomendaciones del Código de Buen Gobierno.

y control de la gestión de la compañía. En lo referente al Consejo, el Informe Olivencia hace recomendaciones sobre su: (1) composición, (2) estructura, y (3) funcionamiento. Nos referimos a estos tres aspectos de forma somera a continuación.

a) Composición del Consejo de Administración (*Recomendaciones 1, 2, 3 y 4*).

En línea con los antecedentes internacionales, y especialmente el Informe Cadbury del Reino Unido, el Informe Olivencia concede especial importancia a la figura del consejero independiente dentro del Consejo de Administración. Son independientes «*aquellos consejeros que no están vinculados con el equipo de gestión ni con los núcleos accionariales de control que más influyen sobre éste*» (Informe Olivencia: 20). Estos consejeros independientes son más eficientes en la labor de supervisión al ser expertos imparciales que pueden representar los intereses del capital flotante, pero al tiempo tienen un conocimiento menos específico de la realidad empresarial concreta de la firma, por lo que resulta necesario un equilibrio dentro del Consejo entre estos consejeros, los consejeros gestores o ejecutivos, y los consejeros representantes de núcleos accionariales (denominados consejeros dominicales). Asimismo, se recomienda que los Consejos no estén sobredimensionados, estimándose que el tamaño adecuado ronda entre los cinco y quince consejeros.

b) Estructura del Consejo de Administración (*Recomendaciones 5, 6, 7, 8 y 11*).

Las comisiones delegadas son órganos que controlan y supervisan al propio Consejo de Administración. El Código no aconseja la existencia de una Comisión Ejecutiva, que sustituya al Consejo en sus funciones. Sin embargo, sí aboga claramente por la creación de comisiones de control para determinadas áreas tales como auditoría, selección de consejeros, revisión de la política de retribuciones o evaluación del sistema de gobierno. La existencia de un comité de auditoría es recomendable puesto que, particularmente cuando está compuesto por mayoría de independientes, contribuye a incrementar notablemente la transparencia y la calidad de la información financiera proporcionada por la empresa ¹⁴. En relación con las demás comisiones delegadas, la recomendación del Informe Olivencia es vaga: disponer de dos comisiones, particularmente una de auditoría y otra de nombramientos y retribuciones.

c) Funcionamiento del Consejo de Administración.

El Informe Olivencia incluye también ciertas recomendaciones sobre el buen funcionamiento del Consejo, relativas a la actividad del mismo, como: el control de la retribución de los consejeros (*Recomendación 15*); un límite de edad para los consejeros ejecutivos (*Recomendación 13*); el derecho a la información de los consejeros (*Recomendaciones 9 y 14*); la transparencia y diligencia en la elaboración y publicación de información (*Recomendaciones 19, 20 y 23*); o la independencia y trato con el auditor externo (*Recomendaciones 21 y 22*).

¹⁴ La evidencia empírica reciente es consistente con esta recomendación del Informe Olivencia en el sentido de que la existencia de un comité de auditoría contribuye a reducir notablemente las prácticas de *earnings management* (DEFOND y JIAMBALVO, 1991; KLEIN, 2002; XIE *et al.*, 2003).

3.2.2. El Informe Aldama y legislación posterior.

Continuando la labor iniciada por la CECECA, y en línea con esta preocupación por el gobierno de las sociedades cotizadas, recientemente se ha optado por regular ciertos aspectos del gobierno corporativo, al considerarse insuficiente la adopción voluntaria de las recomendaciones. Así, la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, establece la obligatoriedad de tener un comité de auditoría para las sociedades cotizadas, y que dicho comité esté integrado mayoritariamente por consejeros independientes (art. 47), al tiempo que introduce medidas para garantizar la independencia de los auditores, estableciendo incompatibilidades y medidas de rotación (art. 51). Asimismo, por Acuerdo del Consejo de Ministros de 19 de julio de 2002 se creó la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y Sociedades Cotizadas, presidida por don Enrique Aldama y Miñón, para que elaborase un informe sobre la vigencia y el grado de asunción del Código de Buen Gobierno. El 8 de enero de 2003 esta Comisión publicó el ya conocido como Informe Aldama, que pone de manifiesto la conveniencia de un soporte normativo en el ámbito de fomento de la transparencia para que el cumplimiento de ciertos mandatos no dependa de la voluntad de las empresas cotizadas. Siguiendo esta recomendación, la Ley 26/2003, de 17 de julio, revisa la Ley del Mercado de Valores y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas para reforzar la transparencia de las sociedades, en particular imponiendo la «obligación de dotarse de un conjunto de mecanismos en materia de gobierno corporativo que comprendan entre otros, un reglamento del consejo de administración, así como de la junta general» (Ley 26/2003, Exposición de Motivos).

TABLA 2. Códigos de Buen Gobierno en los países miembros de la Unión Europea.

País	Código de Buen Gobierno	Organismo emisor	Ámbito de aplicación	Carácter
Alemania	Código de Berlín (junio 2000)	Comisión ligada a asociaciones profesionales	Cotizadas (recomendado a todas)	Voluntario (respuesta recomendada)
	Reglas Panel Alemán (julio 2000)	Comisión ligada a asociaciones profesionales	Cotizadas	Voluntario (respuesta recomendada)
	Informe Cromme (diciembre 2001)	Comisión creada por el Gobierno	Cotizadas (recomendado a todas)	Obligatorio (« <i>comply or explain</i> »)
Bélgica	Recomendaciones de la Comisión de Banca & Finanzas (enero 1998)	Gobierno	Cotizadas	Voluntario (respuesta recomendada)
	Recomendaciones de la Federación de empresas Belgas (enero 1998)	Comisión ligada a asociaciones profesionales	Todas	Voluntaria (respuesta recomendada)

País	Código de Buen Gobierno	Organismo emisor	Ámbito de aplicación	Carácter
Bélgica (cont.)	Informe Cardon (diciembre 1998)	Comisión ligada al mercado de valores	Cotizadas (recomendado a todas)	Voluntario (respuesta recomendada)
	Capítulo directivo (enero 2000)	Asociación de directores	Todas	Voluntaria (cumplimiento recomendado)
Dinamarca	Directrices de la Asociación Danesa de Accionistas (febrero 2000)	Asociación de inversores	Cotizadas	Voluntario (respuesta recomendada)
	Informe & Recomendaciones Norby (diciembre 2001)	Comisión creada por el Gobierno	Cotizadas (recomendado a todas)	Voluntario (« <i>comply or explain</i> »)
Finlandia	Código de la Cámara de Comercio (febrero 1997)	Comisión ligada a asociaciones profesionales	Cotizadas	Voluntario (respuesta recomendada)
	Recomendaciones del Ministerio de Comercio e Industria (noviembre 2000)	Gobierno	Cotizadas y ciertas privadas	Voluntario (respuesta recomendada)
Francia	Informe Vienot I (julio 1995)	Comisión ligada a asociaciones profesionales	Cotizadas	Voluntario
	Informe Vienot II (julio 1999)	Comisión ligada a asociaciones profesionales	Cotizadas	Voluntario (respuesta recomendada)
	Recomendaciones comisión Hellebuyck (junio 1998; actualizado octubre 2001)	Asociación de accionistas	Cotizadas	Voluntario (recomendado a miembros)
Holanda	Informe Peters (junio 1997)	Comisión ligada al mercado de valores y a asociaciones profesionales	Cotizadas	Voluntario (respuesta recomendada)
	Recomendaciones VEB (1997)	Asociación de inversores	Cotizadas	Voluntario (recomendado a miembros)
	Directrices & Libro blanco SCGOP (agosto 2001)	Asociación de inversores	Cotizadas	Voluntario (respuesta recomendada)

País	Código de Buen Gobierno	Organismo emisor	Ámbito de aplicación	Carácter
Grecia	Informe Mertzanis (octubre 1999)	Comisión creada por el Gobierno	Cotizadas	Voluntario (« <i>comply or disclose</i> »)
	Principios de la Federación Griega de Industrias (agosto 2001)	Comisión ligada a asociaciones profesionales	Cotizadas (recomendado a todas)	Voluntario (respuesta recomendada)
Irlanda	Diretrizes IAIM (marzo 1999)	Asociación de inversores	Cotizadas	Voluntario (recomendaciones Código Combinado)
Italia	Informe Preda (octubre 1999)	Comisión ligada al mercado de valores	Cotizadas	Obligado (« <i>comply or explain</i> »)
Portugal	Recomendaciones de la Comisión del Mercado de Valores (noviembre 1999)	Gobierno	Cotizadas (recomendado a todas)	Voluntario (respuesta recomendada)
Reino Unido	Código del ICSA (febrero 1991)	Comisión ligada a asociaciones profesionales	Cotizadas (recomendado a todas)	Voluntario
	Declaración de Mejor Práctica del ISC (abril 1991)	Asociación de inversores	Cotizadas	Voluntario (recomendado a miembros)
	Informe Cadbury (diciembre 1992)	Comisión ligada al mercado de valores y a asociaciones profesionales	Cotizadas (recomendado a todas)	Obligado (« <i>comply or explain</i> »)
	Diretrizes de voto PIRC (abril 1994; actualizado marzo 2001)	Consejero de inversión	Cotizadas	Voluntario (recomendado a miembros)
	Informe Greenbury (julio 1995)	Comisión ligada a asociaciones profesionales	Cotizadas (recomendado a todas)	Obligado (« <i>comply or explain</i> »)
	Declaración Hermes (marzo 1997; actualizado enero 2001)	Grupos de inversión	Cotizadas	Voluntario
	Informe Hampel (enero 1998)	Comisión ligada al mercado de valores y a asociaciones profesionales	Cotizadas	Obligado (« <i>comply or explain</i> »)

País	Código de Buen Gobierno	Organismo emisor	Ámbito de aplicación	Carácter
Reino Unido (cont.)	Código Combinado (julio 1998)	Comisión ligada al mercado de valores y a asociaciones profesionales	Cotizadas	Obligado (« <i>comply or explain</i> »)
	Informe Turnbull (septiembre 1999)	Comisión ligada al mercado de valores y a asociaciones profesionales	Cotizadas	Voluntario (recomendaciones sobre el Código Combinado)
	Código de Gobierno Corporativo NAPF (junio 2000)	Asociación de inversores	Cotizadas	Voluntario (recomendado a miembros)
	Código AUTIF (enero 2001)	Asociación de inversores	Cotizadas	Voluntario (respuesta recomendada)
Suecia	Políticas de la Asociación Sueca de Accionistas (noviembre 1999)	Asociación de inversores	Cotizadas	Voluntario (recomendado aplicar a los miembros)

FUENTE: WEIL, GOTSHAL & MANGES (2002).

4. HIPÓTESIS

4.1. La composición del Consejo de Administración.

A diferencia de los trabajos desarrollados en el contexto anglosajón, donde suele distinguirse únicamente entre consejeros internos y externos, las especificidades del sistema de propiedad de las empresas españolas, caracterizado por una elevada concentración accionarial, nos permiten identificar tres tipos de miembros en los Consejos de nuestras empresas: ejecutivos, dominicales e independientes. Los primeros son aquellos que detentan un cargo directivo en la compañía y, por tanto, están implicados en la gestión de la misma. Por su parte, los consejeros dominicales representan los intereses de grupos accionariales con capacidad de influir en el control de la sociedad. Y, finalmente, son consejeros independientes los que no están vinculados con el equipo de gestión ni con los grupos accionariales de control, sino que, teóricamente, son designados por su alta capacitación profesional, al margen de que sean o no accionistas. Los dos últimos tipos de consejeros mencionados, dominicales e independientes, frente a los consejeros ejecutivos o internos, podrían asimilarse a lo que la literatura anglosajona denomina *external directors* o *non-executive directors* (consejeros externos).

Como se ha expuesto previamente, la literatura sugiere que la presencia de miembros no ejecutivos en el Consejo de Administración constituye un freno para las prácticas manipuladoras. Estos consejeros representan los intereses de los accionistas: los dominicales de los grupos accionariales importantes y los independientes de los pequeños accionistas (*free float*). El hecho de pertenecer al Consejo de la compañía proporciona a estos grupos la oportunidad de ejercer un control directo sobre el proceso de elaboración de la información financiera. Por tanto, las hipótesis que se plantean respecto a la composición cualitativa del Consejo de Administración son las siguientes:

H1: la proporción de miembros dominicales en el Consejo está inversamente relacionada con el nivel de manipulación del resultado contable

H2: la proporción de miembros independientes en el Consejo está inversamente relacionada con el nivel de manipulación del resultado contable

4.2. El papel de las comisiones delegadas del Consejo: el comité de auditoría.

Las comisiones delegadas son órganos que controlan y supervisan al Consejo de Administración. El Informe Olivencia abogaba por la creación de comisiones delegadas que se ocupen de áreas tales como auditoría, selección de consejeros, revisión de la política de retribuciones o evaluación del sistema de gobierno. En particular, en el Informe se recomendaba disponer al menos de dos comisiones, particularmente una de auditoría y otra de nombramientos y retribuciones.

Las recomendaciones del Informe Olivencia se apoyaron en la investigación existente en esta línea, que ha prestado especial atención al papel del comité de auditoría. La evidencia empírica sugiere que la existencia de este comité contribuye a reducir las prácticas contables manipuladoras, en mayor medida cuanto mayor es el porcentaje de miembros no ejecutivos que lo componen, (DEFOND y JIAMBALVO, 1991; KLEIN, 2002; XIE *et al.*, 2003). Por otra parte, la evidencia empírica también ha puesto de manifiesto que el papel de los consejeros no ejecutivos se ve reforzado cuando existe un comité de auditoría (PEASNELL *et al.*, 2001). Sobre la base de esta evidencia se plantea la siguiente hipótesis:

H3: la existencia de un comité de auditoría independiente está inversamente relacionada con el nivel de manipulación del resultado contable

4.3. El nombramiento de los consejeros independientes.

En su informe sobre el Consejo de Administración, basado en las conclusiones extraídas de una encuesta realizada entre expertos y accionistas, la comisión de expertos que elaboró el Informe Olivencia se hacía eco de las reservas existentes respecto a la figura del denominado consejero independiente. En particular, los informantes consideraban que «...puede faltarles motivación para el

ejercicio del cargo y abrigan dudas sobre la posibilidad de ser verdaderamente independientes de quienes procuran su nombramiento». Cuatro años después, una segunda Comisión Olivencia, promovió dos encuestas entre una muestra estratégica de unos 200 expertos y una muestra representativa de 800 accionistas respectivamente. El conocido como Informe Aldama, publicado en enero de 2003¹⁵, se hizo eco de los resultados de estas encuestas poniendo de manifiesto que la «desconfianza» hacia la figura del consejero independiente todavía existe. Como señala dicho informe, los encuestados «Ven con cierto interés la figura del consejero independiente, pero dudan de que, en realidad, tales consejeros sean realmente independientes...» (Informe Aldama: 11).

La literatura también se ha referido a la posible falta de independencia real de los llamados consejeros independientes, señalando que si hay intervención de los gerentes en el proceso de contratación la independencia de estos consejeros queda en tela de juicio, e incluso suponiendo que no haya intromisión por parte de la gerencia, cabe la posibilidad de que crearse una reputación de no dar problemas sea tan beneficioso en el mercado laboral como una reputación de experto independiente (HERMALIN y WEISBACH, 2003). También LIN *et al.* (2003) y BYRD y HICKMAN (1992) cuestionan la eficacia de los consejeros independientes, particularmente cuando su presencia es proporcionalmente superior a la óptima.

En línea con la primera de las causas señaladas por HERMALIN y WEISBACH, el Informe Olivencia se refería a la importancia de la existencia de un proceso de selección adecuado de este tipo de consejeros. En particular, el informe señalaba que «Las sociedades han de arbitrar las garantías necesarias para asegurar que el proceso de selección se realiza adecuadamente y que los candidatos elegidos se adaptan al perfil del puesto... Nuestra impresión es que en los medios financieros se está extendiendo una interpretación un tanto ligera de lo que es el consejero independiente, más atenta a la letra que al espíritu de la denominación» (Informe Olivencia: 21). Al objeto de fortalecer el papel de control que debe jugar el consejero independiente el propio Informe recomendaba la existencia de comisiones delegadas a las que, entre otras, correspondiera la función de nombrar a los consejeros independientes. De otro modo, éstos serían nombrados por la gerencia y quedarían supeditados en gran medida a los intereses de la misma. Por tanto, la existencia y composición de la comisión de nombramientos juega un papel fundamental. Si, en línea con las predicciones anteriores, suponemos que los consejeros dominicales e independientes constituyen un freno a las prácticas manipuladoras, la proporción de este tipo de consejeros en el comité de nombramientos debería reforzar el papel de los consejeros independientes, mientras que la proporción de miembros ejecutivos la debilitaría. La hipótesis que planteamos en este sentido es la siguiente:

H4: la existencia y composición del comité de nombramientos afecta al papel que los consejeros independientes juegan como elemento restrictivo de las prácticas manipuladoras del resultado

¹⁵ La Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y Sociedades Cotizadas, también conocida como Comisión Aldama, fue creada para elaborar un informe sobre la vigencia y el grado de asunción del Código de Buen Gobierno. El 8 de enero de 2003 fue publicado el ya conocido como Informe Aldama.

5. SELECCIÓN DE LA MUESTRA

Tras la publicación del Informe Olivencia, la CNMV elaboró un cuestionario sobre el grado de cumplimiento de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno incluido en el mismo para que las empresas cotizadas lo remitiesen anualmente con carácter voluntario. La información relativa a la estructura de gobierno de las empresas de la muestra utilizada en el análisis fue recogida manualmente a partir de los cuestionarios que la CNMV ha hecho públicos en su página web, correspondientes a los ejercicios 1999, 2000 y 2001. Las entidades financieras fueron excluidas debido a las características específicas que presentan en su proceso de generación de ajustes por devengo, en cuya manipulación se centra el análisis empírico llevado a cabo. En principio, se disponía de 156 cuestionarios anuales, de los que se eliminó uno al no contener información sobre la composición cualitativa del Consejo. Los 155 cuestionarios que componen la muestra final corresponden a 78 empresas individuales no financieras de las que 24 presentaron el cuestionario en un año, 31 en dos años y 23 en los tres años analizados ¹⁶.

TABLA 3. Distribución de la muestra final por año y sector.

Sector	1999	2000	2001	Total
Alimentación bebidas y tabaco	4	7	5	16
Cementos y material de construcción	1	–	2	3
Comercio y servicios	10	10	8	28
Construcción	3	4	3	10
Energía eléctrica	4	4	3	11
Industria química y metal	7	5	2	14
Inmobiliarias	8	5	4	17
Maquinaria automóviles y nuevas tecnologías	8	8	7	23
Otras empresas de energía y aguas	2	4	3	9
Otras industrias manufactureras	–	1	2	3
Papel y madera	1	1	2	4
Transportes y comunicaciones	5	4	8	17
Total	53	53	49	155

¹⁶ En el análisis de los resultados del cuestionario sobre el Código de Buen Gobierno del ejercicio 2000 elaborado por la CNMV, se hacía referencia a la representatividad de esta muestra en los siguientes términos: «Las 67 sociedades que han remitido a la CNMV el cuestionario relativo al grado de cumplimiento del Código de Buen Gobierno respecto al año 2000 (en el año 1999 la muestra ascendió a 61), son suficientemente representativas del conjunto de emisores, si atendemos a su capitalización bursátil (73%). De hecho, han respondido 27 entidades del IBEX, entre las cuales se encuentran las de mayor tamaño económico y las que cuentan con mayor capital flotante». Las cifras de este informe de la CNMV incluyen las entidades financieras, que han sido excluidas de la muestra en este trabajo.

La distribución de las observaciones de la muestra por año y sector se presenta en la **tabla 3**. Los sectores de comercio y servicios y de maquinaria, automóviles y nuevas tecnologías son los que tienen mayor representación, con 28 y 23 observaciones anuales respectivamente, mientras que los sectores de cementos y material de construcción, papel y madera y otras industrias manufactureras presentan el menor número de cuestionarios, con 3, 4 y 3 observaciones anuales, respectivamente.

Por su parte, la información contable de estas empresas necesaria para llevar a cabo el análisis se recopiló a partir de sus Cuentas Anuales, también disponibles en las bases de datos de la CNMV. La **tabla 4** presenta una serie de estadísticas descriptivas, tanto de las variables representativas de la estructura de gobierno como de las características económico-financieras de la muestra. De estas estadísticas se deduce que, en general, las compañías analizadas siguen las recomendaciones que el Código Olivencia establecía en cuanto a la creación de comisiones delegadas. Así, de las 155 observaciones de la muestra, 111 tienen un comité de auditoría (un 71%) y 105 tienen un comité de nombramientos (un 67%). Por otra parte, se ha comprobado que en un 65% de los casos existen ambos comités¹⁷. También la composición cualitativa media del Consejo se adecua a las recomendaciones del Código de Buen Gobierno, ya que la proporción de consejeros no ejecutivos es considerable. En media, los Consejos de las empresas analizadas están compuestos por 11 miembros, de los que el 23% son ejecutivos, el 40% son dominicales y el 36% son independientes. Además, tan sólo 7 observaciones (el 4,5%) tienen un Consejo con mayoría de miembros ejecutivos mientras que en 43 casos (el 27,7%) hay mayoría de dominicales y en 32 de independientes (el 20,6%). Respecto a la composición de las comisiones delegadas, siguiendo de nuevo las recomendaciones del Código Olivencia, sus miembros son fundamentalmente no ejecutivos. Los ejecutivos tienen una representación media del 13,1% y del 7,1% en los comités de nombramientos y auditoría respectivamente. Asimismo, a diferencia del Consejo, en que la media de consejeros dominicales supera ligeramente la de los independientes, en los comités de auditoría y nombramientos los consejeros independientes son mayoría, con un 56% y un 53% de representación media respectivamente. Por otro lado, el porcentaje de observaciones que tienen comité de auditoría con mayoría de miembros ejecutivos y dominicales es el mismo que en el Consejo, el 4,5% y el 27% respectivamente, mientras que dicho porcentaje aumenta en el caso de los independientes hasta el 43,2%. Por su parte, para el comité de nombramientos el porcentaje de observaciones en las que este comité está formado por mayoría de ejecutivos asciende al 5,7%, para los dominicales dicho porcentaje es menor que en el comité de auditoría, un 21,9%, y para los independientes es del 35,2%.

Las variables económico-financieras, presentadas en la parte inferior de la **tabla 4**, ponen de manifiesto que se trata de compañías grandes y rentables. Así, el activo total medio asciende a 5.229,5 millones de euros y, para las 144 observaciones de las que se dispone de esta información, la rentabilidad económica (*ROA*) media es del 6,1% y la rentabilidad financiera (*ROE*) media del 12,4%.

Finalmente, se han incluido dos variables representativas del grado de independencia del auditor externo: la ratio de la cantidad pagada por la empresa al auditor externo en concepto de servicios de consultoría sobre la cantidad pagada por el servicio de auditoría y sobre la cantidad total pagada al auditor. Para las 138 observaciones de las que se dispone de esta información, la retribución al auditor por servicios distintos al de auditoría representa en media el 57% de la retribución por el trabajo de auditoría propiamente dicho y el 20% del total de la retribución al auditor.

¹⁷ Son nueve las observaciones de la muestra que tienen comité de auditoría pero no de nombramientos y tan sólo una tiene comité de nombramientos pero no comité de auditoría. Este resultado nos lleva a concluir que estos dos comités se establecen en las empresas prácticamente de forma simultánea.

TABLA 4. Estadísticas descriptivas. Variables de gobierno corporativo y económico-financieras.

<i>Composición del Consejo de Administración (N = 155)</i>						
Variable	N	Media	Mediana	Desv. Tip.	Mín.	Máx.
Número de consejeros	155	11,0	10,0	4,3	3,0	24,0
% consejeros ejecutivos	155	22,9%	20,0%	19,1%	0,0%	100,0%
% consejeros dominicales	155	40,5%	40,0%	23,2%	0,0%	100,0%
% consejeros independientes	155	36,4%	36,4%	21,0%	0,0%	82,4%
	N	%				
Observaciones con % ejecutivos >50%	7	4,5%				
Observaciones con % dominicales >50%	43	27,7%				
Observaciones con % independientes > 50%	32	20,6%				
<i>Composición del comité de auditoría (N = 111) (71%)</i>						
Variable	N	Media	Mediana	Desv. Tip.	Mín.	Máx.
% ejecutivos en comité auditoría	111	7,1%	0,0%	16,8%	0,0%	66,7%
% dominicales en comité auditoría	111	36,8%	33,3%	27,3%	0,0%	100,0%
% independientes en comité auditoría ...	111	56,0%	50,0%	28,6%	0,0%	100,0%
	N	%				
Observaciones con % ejecutivos >50%	5	4,5%				
Observaciones con % dominicales >50%	30	27,0%				
Observaciones con % independientes > 50%	48	43,2%				
<i>Composición del Comité de Nombramientos (N = 105) (67%)</i>						
Variable	N	Media	Mediana	Desv. Tip.	Mín.	Máx.
% ejecutivos en comité nombramientos	105	13,1%	0,0%	19,2%	0,0%	66,7%
% dominicales en comité nombramientos .	105	34,4%	33,3%	28,5%	0,0%	100,0%
% independientes en comité nombramientos .	105	52,5%	50,0%	28,9%	0,0%	100,0%
	N	%				
Observaciones con % ejecutivos >50%	6	5,7%				
Observaciones con % dominicales >50%	23	21,9%				
Observaciones con % independientes > 50%	37	35,2%				
<i>Variables económico-financieras</i>						
Variable	N	Media	Mediana	Desv. Tip.	Mín.	Máx.
Total Activo (millones de euros)	155	5.229,5	491,3	14.667,5	3,7	92.377,3
ROA	144	6,1%	5,5%	5,1%	-11,9%	33,0%
ROE	144	12,4%	11,8%	9,4%	-37,0%	55,4%
<i>Variables representativas de la independencia del auditor externo</i>						
Variable	N	Media	Mediana	Desv. Tip.	Mín.	Máx.
% pago consultoría sobre pago auditoría	138	57,4%	10,0%	110,5%	0,0%	748,2%
% pago consultoría sobre pago total	138	20,8%	9,0%	26,0%	0,0%	88,2%

6. METODOLOGÍA

6.1. Los ajustes por devengo como instrumento de manipulación del resultado.

Para contrastar las hipótesis planteadas en la sección tercera es necesario definir una medida de la discrecionalidad contable que la gerencia incorpora al resultado. En línea con buena parte de la literatura sobre *earnings management*, en este trabajo nos centramos en los ajustes por devengo como instrumento de manipulación del resultado declarado, esto es, el componente del resultado que no genera flujo de tesorería o *cash-flow*¹⁸.

En la literatura encontramos dos enfoques desde los que se ha estudiado la manipulación de los ajustes por devengo: (1) analizar por separado ajustes por devengo específicos, tanto de corto como de largo plazo; y (2) analizar los ajustes por devengo agregados. La primera aproximación permite obtener una estimación más precisa del ajuste discrecional puesto que es más fácil identificar los factores de los que depende el comportamiento de un componente específico de los ajustes por devengo en ausencia de manipulación que del agregado (McNICHOLS, 2000). Los trabajos que utilizan este enfoque se centran o bien en sectores concretos donde existen determinadas partidas claramente susceptibles de ser manipuladas y que tienen un efecto material sobre el resultado, como por ejemplo la provisión de morosidad en el sector bancario (Ej.: BEAVER y ENGEL, 1996; AHMED *et al.*, 1999, o SAURINA, 1999), o bien en muestras de empresas en las que la partida manipuladora que se pretende analizar es significativa, como por ejemplo ELLIOTT y HANNA (1996) o MOEHRLE (2002) que estudian el uso de los gastos de reestructuración para ajustar el beneficio a los objetivos contables. Sin embargo, cuando se analizan muestras heterogéneas donde no es posible identificar *a priori* una partida que concentre la manipulación, el segundo enfoque constituye la mejor alternativa¹⁹. Dadas las características del análisis planteado, en este trabajo también se ha empleado la segunda de las aproximaciones mencionadas, consistente en estimar el componente anormal de los ajustes por devengo agregados.

Los ajustes por devengo no son discrecionales en su totalidad, sino que parte de los mismos depende de una serie de factores ajenos al control de la gerencia, como la propia normativa contable o los cambios en el entorno económico de la empresa (HEALY, 1985; KAPLAN, 1985). En un trabajo que se ha convertido en referente para la línea de investigación sobre *earnings management*, JONES (1991) propone un modelo de expectativas para separar los componentes discrecional y no

¹⁸ La literatura distingue básicamente dos mecanismos de naturaleza contable para alterar el resultado declarado: los cambios en los procedimientos de reconocimiento y valoración de los elementos patrimoniales; y los ajustes por devengo, derivados de las decisiones de imputación de determinados gastos e ingresos al resultado a lo largo del tiempo. El primer mecanismo resulta más transparente para el usuario, ya que existe obligación de justificar los cambios contables en la Memoria. Por ello, suele considerarse que la gerencia estimará más atractiva la manipulación de los ajustes por devengo.

¹⁹ Otra ventaja de analizar los ajustes por devengo de forma agregada es que permite resumir en una única cifra el efecto sobre el resultado de numerosas políticas contables (WATTS y ZIMMERMAN, 1990: 144).

discrecional ²⁰ de los ajustes por devengo agregados que tiene en cuenta los cambios en las condiciones económicas de la empresa. A pesar de que a lo largo de la literatura se han planteado diversos modelos alternativos, el modelo de JONES original, también denominado de *Jones Standard*, ha sido, y sigue siendo, el más utilizado en esta línea de investigación. Éste es también el modelo implementado en el análisis desarrollado en este trabajo.

El modelo de expectativas propuesto por JONES, que se presenta en la expresión [1], regresa los ajustes por devengo observados (*ADT*) sobre dos variables: el cambio en las ventas (*VTAS*), que controla el componente normal de los ajustes por devengo de circulante, o ajustes por devengo a corto plazo; y el nivel de inmovilizado material bruto (*INMOV*), que modeliza el componente no discrecional del gasto por depreciación y amortización del periodo, principal componente de los ajustes por devengo a largo plazo. Ambas variables, así como la constante del modelo, se dividen por el activo total inicial al objeto de evitar problemas de heterocedasticidad ²¹. Los ajustes por devengo no discrecionales (*ADND*) son las predicciones de la estimación mínimo cuadrática de la regresión [1], mientras que los ajustes por devengo discretos (*ADD*) son los residuos de la misma.

$$\frac{ADT_{it}}{A_{it-1}} = \frac{\beta_0}{A_{it-1}} + \beta_1 \frac{VTAS_{it}}{A_{it-1}} + \beta_2 \frac{INMOV_{it}}{A_{it-1}} + e_{it} \quad [1]$$

Donde: *ADT* son los ajustes por devengo totales observados, definidos como el cambio en activo circulante (*AC*), excepto el cambio en tesorería e inversiones financieras temporales (*TES*), menos el cambio en pasivo circulante (*PC*), excepto el cambio en la deuda a largo plazo con vencimiento a corto plazo (*DEBT*), y menos el gasto de amortización y depreciación a largo plazo del período (*AMORT*); *A* representa el activo total; *e* es el término de error del modelo; *i* y *t* son los subíndices representativos de la empresa y el año, respectivamente.

En su propuesta inicial JONES (1991) estima los coeficientes de la regresión [1] para cada empresa utilizando la serie temporal de datos más larga disponible. Como señalan DEFOND y JIAMBALVO (1994), una limitación de la estimación en serie temporal es que obliga a excluir de la muestra a las empresas para las que no se dispone de un número suficiente de observaciones que permita obtener estimaciones fiables, lo que introduce un sesgo de supervivencia. Además, en la estimación en serie

²⁰ Algunos autores prefieren la denominación de ajustes por devengo normales o esperados y anormales o inesperados en lugar de ajustes por devengo no discretos y discretos argumentando que las estimaciones de estos modelos son realmente estimaciones de los ajustes por devengo esperados o normales, no pudiendo afirmarse que esos ajustes por devengo normales (anormales) sean no discretos (discretos), ya que el concepto de discrecionalidad está relacionado con la existencia de intencionalidad por parte de la gerencia, cuya presencia es prácticamente imposible de determinar (HEALY, 1996). En cualquier caso, independientemente de la denominación elegida, el hecho de utilizar los residuos de estos modelos como *proxy* de la manipulación contable incorporada por la gerencia en el resultado declarado supone asumir que el componente anormal de los ajustes por devengo tiene carácter discrecional. Por esta razón, los términos son utilizados en el trabajo indistintamente.

²¹ Trabajos posteriores han utilizado el modelo de Jones original sin deflactar la constante argumentando que no hay razón teórica alguna para forzar una regresión por el origen (PEASNELL *et al.*, 2000a). Los resultados de este trabajo no varían sensiblemente al utilizar este planteamiento alternativo.

temporal se asume que los coeficientes de las variables son constantes a lo largo del tiempo o estacionarios. Para superar estas limitaciones, DEFOND y JIAMBALVO proponen estimar el modelo [1] con datos de corte transversal, esto es, para cada año con los datos de empresas del mismo sector. Varios trabajos posteriores han proporcionado evidencia de que los modelos de corte transversal producen mejores estimaciones de los ajustes discrecionales que sus respectivas versiones en serie temporal (ej.: SHIVAKUMAR, 1996; SUBRAMANYAM, 1996; DEFOND y SUBRAMANYAM, 1998), por lo que los trabajos más recientes en la línea de investigación sobre *earnings management* se decantan por este tipo de estimación (Ej.: GAVER *et al.*, 1995; TEOH *et al.*, 1998a y 1998b; BENEISH, 1997; y PEASNELL *et al.*, 2000b). La estimación *cross-section* es también el procedimiento implementado en este trabajo.

Por otro lado, algunos autores han argumentado que la discrecionalidad contable se produce fundamentalmente en el componente a corto plazo de los ajustes por devengo (*working capital accruals*), ya que los ajustes por devengo a largo plazo están compuestos básicamente por la depreciación del inmovilizado, difícilmente manipulable sin incurrir en cambios contables de los que necesariamente debe informarse en la Memoria (PEASNELL, *et al.*, 2000a: 315) y, por tanto, más fácilmente observable por terceros. Por ello, el análisis empírico se ha llevado a cabo utilizando también como medida de la manipulación contable los ajustes por devengo discrecionales producidos por el modelo de *Jones Standard* de ajustes a corto plazo, en el que, como muestra la expresión [2] la variable dependiente son los ajustes por devengo a corto plazo (*ADCP*)²² y el inmovilizado se elimina como variable independiente.

$$\frac{ADCP_{it}}{A_{it-1}} = \frac{\beta_0^c}{A_{it-1}} + \beta_1^c \frac{VTAS_{it}}{A_{it-1}} + e_{it} \quad [2]$$

6.2. Medida del nivel de manipulación.

El primer paso para calcular la medida del nivel de manipulación que se va a utilizar en el análisis empírico requiere la estimación de los ajustes por devengo discrecionales. Para llevar a cabo la estimación *cross-section* del modelo de Jones presentado previamente es necesaria la información de las variables contables que intervienen en el mismo para el mayor número de empresas posible en cada año y sector de actividad. Esta información se recopiló a partir de las Cuentas Anuales de todas las empresas disponibles en las bases de datos oficiales de la CNMV, exigiendo disponer de al menos 6 observaciones para cada sector y año²³, criterio que no supuso la eliminación de ninguna observación de la muestra inicial. El número de observaciones por sector y año utilizado para estimar los ajustes por devengo discrecionales se presenta en la **tabla 5**. El número medio de observaciones disponible para estimar los modelos por año y sector es de 13,6.

²² *ADCP* se obtiene sumando a los ajustes por devengo totales (*ADT*) su componente a largo plazo (*AMORT*).

²³ Ésta es la regla habitual en la literatura previa. Otros trabajos que requieren al menos 6 observaciones por sector y año para estimar los modelos de ajustes por devengo de corte transversal son por ejemplo DEFOND y JIAMBALVO (1994), YOUNG (1999) y AZOFRA *et al.* (2000).

TABLA 5. Muestra utilizada en la estimación de los ADD por año y sector.

Sector	1999	2000	2001	Total
Alimentación bebidas y tabaco	23	19	19	61
Cementos y material de construcción	10	9	8	27
Comercio y servicios	19	17	16	52
Construcción	9	8	8	25
Energía eléctrica	6	6	6	18
Industria química y metal	14	11	9	34
Inmobiliarias	30	27	26	83
Maquinaria automóviles y nuevas tecnologías	19	17	17	53
Otras empresas de energía y aguas	8	8	8	24
Otras industrias manufactureras	11	10	11	32
Papel y madera	8	7	8	23
Transportes y comunicaciones	21	17	19	57
Total	178	156	155	489

Por su parte, la **tabla 6** muestra una síntesis de los resultados de la estimación de los modelos. Para cada modelo y cada año se estimaron 12 regresiones, una por sector. En particular, en la **tabla 6** aparece para cada año del período analizado la mediana de las estimaciones del coeficiente correspondiente así como del estadístico *t* asociado y del coeficiente de determinación ajustado de las doce regresiones sectoriales. En ambas versiones del modelo *Jones Standard* el signo de la variable cambio en ventas (*VTAS*) es positivo. Este resultado es consistente con la literatura previa (Ej.: JONES, 1991; JETER y SHIVAKUMAR, 1999; PEASNELL *et al.*, 2000a) ²⁴. Del mismo modo, en la versión de ajustes totales, el signo de la variable *INMOV* es negativo, de acuerdo con lo esperado, puesto que un aumento del inmovilizado bruto supondría un aumento del gasto por amortización, que es un componente negativo de los ajustes por devengo (JONES, 1991: 213).

²⁴ En principio, el signo esperado de esta variable no está claro ya que un cambio dado en el nivel de ventas puede provocar cambios en partidas que afectan tanto positiva como negativamente al capital circulante, como las cuentas a cobrar y las cuentas a pagar, respectivamente.

TABLA 6. Resultados de la estimación del modelo de Jones de ajustes totales y a corto plazo.

Modelo de Jones de ajustes totales $\frac{ADT_{it}}{A_{it-1}} = \frac{\beta_0}{A_{it-1}} + \beta_1 \frac{VTAS_{it}}{A_{it-1}} + \beta_2 \frac{INMOV_{it}}{A_{it-1}} + e_{it}$						
Coeficiente	1999		2000		2001	
	Estimación	t ¹	Estimación	t ¹	Estimación	t ¹
β_0	10,159	0,102	6,445	0,026	56,304	0,372
β_1	0,043	0,161	0,066	0,578	0,079	0,509
β_2	-0,043	-1,042	-0,046	-1,562	-0,068	-1,640
R² Ajustado	26,4%		22,9%		40,5%	
Modelo de Jones de ajustes corto plazo $\frac{ADCP_{it}}{A_{it-1}} = \frac{\beta_0^c}{A_{it-1}} + \beta_1^c \frac{VTAS_{it}}{A_{it-1}} + e_{it}$						
Coeficiente	1999		2000		2001	
	Estimación	t ¹	Estimación	t ¹	Estimación	t ¹
β_0^c	-13,417	-0,039	29,287	0,149	-3,554	-0,038
β_1^c	0,084	0,433	0,077	1,509	0,059	0,625
R² Ajustado	17,9%		21,7%		0,4%	

Notas:

La tabla muestra la mediana de los coeficientes estimados, de sus correspondientes estadísticos y del coeficiente de determinación ajustado de las regresiones.

¹ Estadístico t de Student asociado a cada coeficiente.

Finalmente, en la **tabla 7** aparecen las estadísticas descriptivas de los *ADD* estimados para la muestra objeto de análisis en este trabajo. Tanto la media como la mediana de los ajustes por devengo discrecionales estimados con los dos modelos para las observaciones de la muestra está próxima a cero. Utilizando para la media el test de *t* y para la mediana el test de signos y rangos de Wilcoxon, en ningún caso se rechaza con niveles de significatividad estándar la hipótesis nula de que la media y la mediana de los *ADD* son iguales a cero. Este resultado sugiere que no existe manipulación sistemática al alza o a la baja en las observaciones de la muestra, por lo que, al igual que otros trabajos en esta línea de investigación (Ej.: WARFIELD *et al.*, 1995; BECKER *et al.*, 1998; BARTOV *et al.*,

2000; KLEIN, 2002), se considera el valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales (Abs[ADD]) como medida del nivel de manipulación, para captar la manipulación del resultado tanto al alza como a la baja ²⁵.

TABLA 7. Ajustes por devengo discrecionales estimados con los modelos de JONES STANDARD de ajustes totales y a corto plazo (N = 155 observaciones año-empresa).

	Media	Mediana	Desv. tip	Q1	Q3
Jones total	0,000	0,001	0,127	-0,041	0,037
Jones corto plazo	0,014	0,009	0,128	-0,029	0,043

6.3. Contraste de las hipótesis.

Una vez estimada la medida de manipulación contable, el contraste de las hipótesis planteadas en el epígrafe tercero se lleva a cabo mediante un análisis de regresión, estimado con el *pool* de datos disponible, en el que la medida del nivel de manipulación, el valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales (Abs[ADD]), es la variable dependiente y como variables independientes se incluyen las relacionadas con la estructura de gobierno de la empresa. Por un lado, se lleva a cabo un análisis de regresión simple relacionando el nivel de manipulación con cada una de las variables representativas de la estructura de gobierno que, debido a la elevada correlación existente entre ellas, no pueden ser incluidas dentro del mismo modelo. Y, por otro lado, se realiza un análisis de regresión múltiple en el que además de la variable de gobierno corporativo correspondiente se incluyen dos variables que representan sendos factores relacionados con el nivel de manipulación por la literatura previa: la independencia del auditor externo y el tamaño de la compañía.

²⁵ Si bien tiende a pensarse que la manipulación del resultado se produce fundamentalmente al alza, también se han identificado incentivos en la literatura para manipular el resultado declarado a la baja, como la existencia de los costes políticos para la empresa o los ejercicios previos a la realización de una operación de *Management Buy Out*. Ejemplos de trabajos que presentan evidencia de manipulación del resultado a la baja son: JONES (1991); CAHAN (1992); PERRY y WILLIAMS (1994); KEY (1997); MAKAR y ALAM (1998); o GILL DE ALBORNOZ e ILLUECA (2004).

TABLA 8. Definición de las variables del análisis.

<i>Panel A: Composición del Consejo de Administración</i>		
Variable	Definición	Signo esperado
<i>DOM</i>	Proporción de dominicales en el Consejo	– (H1)
<i>DOM51</i>	Variable dicotómica que toma valor 1 si la empresa tiene mayoría de miembros dominicales en el Consejo y 0 en otro caso	– (H1)
<i>INDEP</i>	Proporción de independientes en el Consejo	– (H2)
<i>INDEP51</i>	Variable dicotómica que toma valor 1 si la empresa tiene mayoría de miembros independientes en el Consejo y 0 en otro caso	– (H2)
<i>Panel B: Comisión de auditoría</i>		
Variable	Definición	Signo esperado
<i>CADOM51</i>	Variable dicotómica que toma valor 1 si la empresa tiene comité de auditoría con mayoría de dominicales y 0 en otro caso	– (H3)
<i>CAINDEP51</i>	Variable dicotómica que toma valor 1 si la empresa tiene comité de auditoría con mayoría de independientes y 0 en otro caso	– (H3)
<i>Panel C: Nombramiento de los consejeros independientes</i>		
Variable	Definición	Signo esperado
<i>INDEP_CNDOM51</i>	Producto de la variable INDEP por una variable dicotómica que toma valor 1 cuando existe un comité de nombramientos compuesto por mayoría de dominicales y 0 en otro caso	– (H4)
<i>INDEP_CNINDEP51</i>	Producto de la variable INDEP por una variable dicotómica que toma valor 1 cuando existe un comité de nombramientos compuesto por mayoría de independientes y 0 en otro caso	– (H4)
<i>INDEP_CNEJEC51</i>	Producto de la variable INDEP por una variable dicotómica que toma valor 1 cuando existe un comité de nombramientos compuesto por mayoría de ejecutivos y 0 en otro caso	+ (H4)
<i>Panel D: Variables de control</i>		
Variable	Definición	Signo esperado
<i>NAF_AF</i>	Cantidad pagada al auditor en concepto de servicios distintos de la auditoría dividida por la remuneración correspondiente al servicio de auditoría	+
<i>LOG_VTAS</i>	Logaritmo de las ventas	–

La definición de las variables independientes utilizadas se detalla en la **tabla 8**. En la última columna de la tabla, se ha incluido el signo esperado de la relación de cada una de las variables con el nivel de manipulación. Los signos esperados de las variables representativas de la composición del Consejo de Administración y de la existencia de un comité de auditoría independiente, así como de la interacción de la variable *INDEP* con la composición del comité de nombramientos, se desprenden de las hipótesis planteadas en el epígrafe tercero. Respecto a las variables de control, en primer lugar, la ratio de la retribución al auditor por servicios de consultoría respecto a su retribución por el servicio de auditoría (*NAF_AF*) se considera una medida de la propensión del mismo a «pasar por alto» las prácticas manipuladoras, puesto que cuanto mayor sea dicha ratio menor importancia tendrá para la supervivencia de la firma de auditoría su trabajo de auditoría propiamente dicho y su independencia se verá comprometida en mayor medida (DEANGELO, 1981; BECK *et al.*, 1988; FRANKEL *et al.*, 2002). El signo esperado para esta variable es por tanto positivo ²⁶. Y, en segundo lugar, se ha incluido una variable de control adicional, representativa del tamaño de la compañía: el logaritmo de las ventas (*LOG_VTAS*). El signo esperado para esta variable es negativo, ya que las empresas más grandes, al estar sometidas a un mayor seguimiento de inversores y analistas, tienen unos costes potenciales derivados de un posible descubrimiento de prácticas manipuladoras superior que las empresas más pequeñas.

7. RESULTADOS

Los resultados del análisis de regresión simple utilizando como medida del nivel de manipulación el valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales producidos por los modelos de JONES STANDARD de ajustes totales y de ajustes a corto plazo se presentan respectivamente en las **tablas 9 y 10**. Las regresiones simples se han estimado con la muestra inicial completa de 155 observaciones año empresa. Por su parte, las **tablas 11 y 12** muestran los resultados correspondientes al análisis de regresión múltiple, en el que se incorporan las variables de control *NAF_AF* y *LOG_VTAS*, lo que conlleva perder información de 27 observaciones, por lo que las estimaciones de estos modelos se han realizado con 128 observaciones año empresa. Puesto que se ha planteado una predicción de signo para todas las variables, los tests de contraste de la significatividad de los coeficientes son de una cola.

De forma consistente con la evidencia presentada en el contexto americano, los resultados obtenidos confirman la primera de las hipótesis planteadas (*H1*), que predecía una relación negativa entre el nivel de manipulación y la proporción de miembros dominicales en el Consejo. En este sentido, el signo de las variables *DOM* y *DOM51* es en todos los casos negativo. La primera de estas variables es significativa a niveles estándar sólo en el modelo de ajustes a corto plazo, mientras que la segunda lo es tanto en el modelo de ajustes totales como en el de ajustes a corto plazo. Este resultado es indicativo de la importancia de los inversores institucionales como factor constrictor de las prácticas manipuladoras. Como señalan SHLEIFER y VISHNY (1986), estos inversores asumen el papel

²⁶ Los resultados del análisis presentado posteriormente no varían al utilizar como *proxy* de la independencia del auditor la variable *NAF_TOTAL*, que expresa el porcentaje que representa el pago al auditor por servicios de consultoría sobre el pago total al mismo.

de propietarios tradicionales de la empresa y ejercen un control más directo sobre la gerencia, reduciendo el problema de agencia. Sin embargo, en contra de lo que se ha observado previamente en el contexto anglosajón, que sirvió de base para establecer las recomendaciones del Informe Olivencia, nuestros resultados no confirman la hipótesis *H2*, según la que se esperaba que los consejeros independientes contribuyan a disminuir el nivel de manipulación. Por el contrario, los resultados indican que la proporción de estos consejeros está positiva y significativamente relacionada con el nivel de manipulación. Así, el coeficiente de las variables *INDEP* e *INDEP51* es positivo y significativo en todos los casos. Estos resultados corroboran las reservas manifestadas por inversores y expertos respecto a la figura del consejero independiente en las compañías españolas, recogidas por las Comisiones Olivencia y Aldama.

Por lo que respecta a la relación negativa esperada entre el nivel de manipulación y la existencia de un comité de auditoría independiente, que se establecía en la hipótesis *H3*, los resultados de los modelos 5 y 6 no la confirman. La variable *CADOM51* no es significativa en ningún caso y, por otro lado, la variable *CAINDEP51* es en todo caso positiva y significativa. Este último resultado es consistente con el encontrado para las variables *INDEP* e *INDEP51*, indicando que los consejeros independientes tampoco restringen las prácticas manipuladoras cuando forman parte del comité de auditoría.

La hipótesis *H4* se establecía al objeto de conocer cómo afecta la composición del comité de nombramientos a la relación entre la proporción de miembros independientes en el Consejo y el nivel de manipulación. Efectivamente, los resultados confirman la predicción de que la composición del comité de nombramientos afecta al papel que desempeñan los consejeros independientes, indicando que la independencia real de los mismos depende de quien los designe. El signo negativo observado en todos los casos para la variable *INDEP_CNDOM51* indica que la relación entre el nivel de manipulación y la proporción de miembros independientes en el Consejo se convierte en negativa cuando la empresa tiene un comité de nombramientos formado por mayoría de miembros dominicales. Por el contrario, como sugiere el signo positivo de la variable *INDEP_CNINDEP51* en el modelo 8, cuando el comité de nombramientos está compuesto por mayoría de independientes, la relación entre el nivel de manipulación y el porcentaje de miembros independientes en el Consejo es positiva y significativa. Este resultado es consistente con los resultados obtenidos para las variables *INDEP* e *INDEP51*. Por su parte, la variable *INDEP_CNEJEC51* no es significativa en ningún caso.

El hecho de que el nombramiento de los consejeros independientes por miembros también independientes no constituya un freno a las prácticas manipuladoras sugiere que estos consejeros tampoco son realmente independientes en el comité de nombramientos, para lo que pueden plantearse varias explicaciones alternativas, no necesariamente excluyentes: en primer lugar, que la incorporación de estos consejeros en el comité de nombramientos sea decisión de la propia gerencia y, en definitiva, no sean más que meros representantes de ésta; en segundo lugar, que, como señalan HERMALIN y WEISBACH (2003), el hecho de no dar problemas sea tan beneficioso en el mercado laboral como una reputación de experto independiente; y, en tercer lugar, que, a diferencia de lo que ocurre en los países de tradición anglosajona, ni las características del sistema de propiedad empresarial ni la regulación relacionada con la responsabilidad de estos consejeros en España han propiciado la creación de un mercado de expertos independientes amplio y competitivo que inviertan tiempo y esfuerzo en el desempeño de la labor que ser consejero independiente conlleva. En línea con este

último argumento, como se ha mencionado previamente, el propio Informe Olivencia exponía su preocupación ante lo que consideraba una mala interpretación de la figura del consejero independiente, haciendo más hincapié en la forma que en el fondo ²⁷.

Finalmente, respecto a las variables de control, de acuerdo con las predicciones, la variable *NAF_AF* tiene en todo caso un coeficiente estimado positivo y significativo. Este resultado es similar al obtenido en trabajos previos en el contexto anglosajón, sugiriendo que el hecho de que las empresas contraten con el auditor servicios de consultoría supone una reducción de la independencia de este último en el desempeño de su labor de auditoría y, en consecuencia, sea más permisivo ante las prácticas manipuladoras implementadas por la gerencia. Por otro lado, de forma consistente con lo esperado, la variable representativa del tamaño de la compañía (*LOG_VTAS*) está negativa y significativamente relacionada con el nivel de manipulación. Este resultado puede ser interpretado como indicativo de que las empresas de mayor tamaño manipulan en menor medida sus resultados, tanto al alza como a la baja, puesto que la probabilidad de que dichas prácticas sean descubiertas y tengan un impacto negativo en la imagen de la compañía y sus directivos es mayor que en empresas de menor dimensión, sujetas a un menor grado de escrutinio por parte de inversores y analistas.

TABLA 9. Resultados del análisis de regresión simple utilizando como medida de manipulación el valor absoluto de los ADD producidos por el modelo de JONES STANDARD de ajustes totales (N = 155).

VARIABLE	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9
Constante	0,083 (4,83)***	0,039 (2,30)**	0,078 (7,82)***	0,062 (6,50)***	0,070 (7,34)***	0,059 (5,80)***	0,073 (8,10)***	0,056 (6,00)***	0,069 (7,94)***
DOM	-0,033 (-0,90)	-	-	-	-	-	-	-	-
INDEP	-	0,084 (2,09)**	-	-	-	-	-	-	-
DOM51	-	-	-0,030 (-1,59)*	-	-	-	-	-	-
INDEP51	-	-	-	0,038 (1,84)**	-	-	-	-	-
CADOM51	-	-	-	-	-0,002 (-0,08)	-	-	-	-
CAINDEP51	-	-	-	-	-	0,034 (1,87)**	-	-	-
INDEP_CNDOM51	-	-	-	-	-	-	-0,099 (-1,22)	-	-
INDEP_CNINDEP51..	-	-	-	-	-	-	-	0,105 (3,09)***	-
INDEP_CNEJEC51 ...	-	-	-	-	-	-	-	-	0,039 (0,33)
R ²	0,53%	2,78%	1,63%	2,16%	0,00%	2,24%	0,96%	5,88%	0,07%

Nota:

*, ** y *** indican que el coeficiente de la variable correspondiente es significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente. La significatividad asociada a los coeficientes corresponde a tests de una cola.

²⁷ También resulta ilustrativo en este sentido lo señalado por RICART *et al.* (1999: 267) respecto a la imagen que en nuestro país se tiene de los componentes del Consejo de Administración de las compañías: *...son vistos como un grupo de gente privilegiada presente en muchos Consejos de Administración, que hacen y obtienen favores, reciben una compensación considerable, pero que no trabajan duro.*

TABLA 10. Resultados del análisis de regresión simple utilizando como medida de manipulación el valor absoluto de los ADD producidos por el modelo de JONES STANDARD de ajustes de corto plazo (N = 155).

VARIABLE	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9
Constante	0,097 (5,52)***	0,027 (1,54)	0,079 (7,81)***	0,056 (5,84)***	0,069 (7,08)***	0,057 (5,48)***	0,072 (7,65)***	0,051 (5,44)***	0,068 (7,62)***
DOM	-0,070 (-1,88)**	-	-	-	-	-	-	-	-
INDEP	-	0,115 (2,81)***	-	-	-	-	-	-	-
DOM51	-	-	-0,040 (-2,07)**	-	-	-	-	-	-
INDEP51	-	-	-	0,059 (2,81)***	-	-	-	-	-
CADOM51	-	-	-	-	-0,004 (-0,19)	-	-	-	-
CAINDEP51	-	-	-	-	-	0,036 (1,92)**	-	-	-
INDEP_CNDOM51	-	-	-	-	-	-	-0,076 (-0,91)	-	-
INDEP_CNINDEP51..	-	-	-	-	-	-	-	0,134 (3,90)***	-
INDEP_CNEJEC51 ...	-	-	-	-	-	-	-	-	0,021 (0,18)
R ²	2,26%	4,92%	2,74%	4,91%	0,02%	2,35%	0,54%	9,05%	0,02%

Nota:

*, ** y *** indican que el coeficiente de la variable correspondiente es significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente. La significatividad asociada a los coeficientes corresponde a tests de una cola.

TABLA 11. Resultados del análisis de regresión múltiple utilizando como medida de manipulación el valor absoluto de los ADD producidos por el modelo de JONES STANDARD de ajustes totales (N = 128).

VARIABLE	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9
Constante	0,217 (3,89)***	0,174 (3,56)***	0,205 (4,04)***	0,193 (3,92)***	0,187 (3,75)***	0,190 (3,86)***	0,189 (3,79)***	0,197 (4,13)***	0,186 (3,72)***
DOM	-0,051 (-1,20)	-	-	-	-	-	-	-	-
INDEP	-	0,128 (2,64)**	-	-	-	-	-	-	-
DOM51	-	-	-0,034 (-1,57)*	-	-	-	-	-	-
INDEP51	-	-	-	0,059 (2,16)**	-	-	-	-	-
CADOM51	-	-	-	-	0,012 (0,46)	-	-	-	-
CAINDEP51	-	-	-	-	-	0,041 (2,07)**	-	-	-
INDEP_CNDOM51	-	-	-	-	-	-	-0,083 (-0,96)	-	-
INDEP_CNINDEP51..	-	-	-	-	-	-	-	0,143 (3,60)***	-

VARIABLE	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9
INDEP_CNEJEC51 ...	-	-	-	-	-	-	-	-	0,016 (0,13)
NAF_AF	0,014 (1,61)*	0,014 (1,69)*	0,012 (1,46)**	0,015 (1,78)**	0,040 (1,64)*	0,014 (1,72)**	0,013 (1,56)*	0,013 (1,58)*	0,014 (1,62)*
LOG_VTAS	-0,012 (-2,66)***	-0,014 (-3,17)***	-0,012 (-2,69)***	-0,013 (-2,85)***	-0,011 (-2,52)***	-0,013 (-2,84)***	-0,011 (-2,46)**	-0,013 (-3,15)***	-0,011 (-2,48)**
R ²	6,99%	10,69%	7,69%	9,16%	6,13%	8,92%	6,62%	14,40%	5,99%

Nota:

*, ** y *** indican que el coeficiente de la variable correspondiente es significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente. La significatividad asociada a los coeficientes corresponde a tests de una cola.

TABLA 12. Resultados del análisis de regresión múltiple utilizando como medida de manipulación el valor absoluto de los ADD producidos por el modelo de JONES STANDARD de ajustes de corto plazo (N = 128).

VARIABLE	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9
Constante	0,249 (4,42)***	0,177 (3,60)***	0,218 (4,20)***	0,203 (4,10)***	0,194 (3,79)***	0,197 (3,90)***	0,195 (3,81)***	0,207 (4,33)***	0,194 (3,77)***
DOM	-0,094 (-2,19)**	-	-	-	-	-	-	-	-
INDEP	-	0,168 (3,43)***	-	-	-	-	-	-	-
DOM51	-	-	-0,045 (-2,01)**	-	-	-	-	-	-
INDEP51	-	-	-	0,074 (3,18)***	-	-	-	-	-
CADOM51	-	-	-	-	0,014 (0,55)	-	-	-	-
CAINDEP51	-	-	-	-	-	0,042 (2,06)**	-	-	-
INDEP_CNDOM51 ...	-	-	-	-	-	-	-0,065 (-0,74)	-	-
INDEP_CNINDEP51..	-	-	-	-	-	-	-	0,179 (4,52)***	-
INDEP_CNEJEC51 ...	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,005 (-0,04)
NAF_AF	0,015 (1,78)**	0,016 (1,90)**	0,014 (1,59)*	0,017 (2,04)**	0,016 (1,81)**	0,016 (1,89)**	0,015 (1,74)**	0,014 (1,77)**	0,016 (1,80)**
LOG_VTAS	-0,013 (-2,95)***	-0,016 (-3,53)***	-0,013 (-2,86)***	-0,014 (-3,17)***	-0,012 (-2,64)***	-0,013 (2,95)***	-0,012 (-2,57)***	-0,014 (-3,47)***	-0,012 (-2,59)**
R ²	9,93%	14,29%	9,42%	13,30%	6,87%	9,57%	7,04%	19,18%	6,66%

Nota:

*, ** y *** indican que el coeficiente de la variable correspondiente es significativo al 10%, 5% y 1%, respectivamente. La significatividad asociada a los coeficientes corresponde a tests de una cola.

8. RESUMEN Y CONCLUSIONES

La información contable juega un papel fundamental en el diseño de determinados contratos que se establecen para controlar la actuación de la gerencia por parte de los propietarios de la empresa cuando gestión y propiedad se separan (WATTS y ZIMMERMAN, 1986). Con el fin de conseguir que los objetivos de la gerencia se alineen con los de los accionistas, en muchos de esos contratos se establecen cláusulas que supeditan la riqueza de la primera a la consecución de los objetivos de los segundos, expresados en función de variables contables como el beneficio. Sin embargo, el establecimiento de este tipo de cláusulas también da lugar a conductas oportunistas por parte de la gerencia, que puede manipular las cifras contables para alcanzar artificialmente los objetivos marcados en el contrato, aunque no se refleje la imagen fiel de la empresa. En este contexto, el buen gobierno corporativo proporciona mecanismos para controlar las prácticas manipuladoras, contribuyendo a mejorar la calidad y transparencia de la información financiera proporcionada por la empresa y, en definitiva, velando por los intereses de los accionistas, cuya implicación en tareas de supervisión y control de la gerencia disminuye conforme aumenta el grado de dispersión del capital.

Este trabajo presenta evidencia empírica sobre la relación entre el gobierno corporativo y las prácticas de manipulación contable en un conjunto de empresas españolas que voluntariamente presentaron a la CNMV, durante los ejercicios 1999, 2000 y 2001, información sobre el grado de implantación en sus organizaciones de las recomendaciones de buen gobierno incluidas en el Informe Olivencia, que tomó como modelo de referencia el Informe Cadbury del Reino Unido. El análisis se ha centrado en dos aspectos clave de la estructura de gobierno de la empresa: la composición cualitativa del Consejo de Administración; y la existencia y composición de comisiones delegadas del Consejo, en particular, los comités de auditoría y nombramientos. La evidencia aportada es especialmente relevante por cuanto que se refiere a un contexto europeo continental cuyas características difieren sustancialmente de las de los países anglosajones, fundamentalmente Estados Unidos y Reino Unido, donde la evidencia empírica ha puesto de manifiesto la efectividad de los mecanismos de buen gobierno mencionados para restringir las prácticas manipuladoras.

Algunos de los resultados obtenidos corroboran la evidencia previamente presentada en el contexto anglosajón. Así, la presencia de consejeros dominicales, representantes de grupos accionariales importantes, está negativa y significativamente relacionada con el nivel de manipulación, medido a través del valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales. Estos consejeros, cuya presencia en las compañías europeas es muy significativa, constituyen por tanto el mecanismo de control fundamental de las prácticas manipuladoras en España. También se observa que la ratio que relaciona la retribución al auditor externo por servicios de consultoría con la retribución por el servicio de auditoría está positivamente relacionada con el nivel de manipulación, lo que sugiere que el hecho de que las empresas contraten con el auditor servicios de consultoría supone una reducción de la independencia de este último en el desempeño de su labor de auditoría, lo que resulta en una mayor flexibilidad ante las prácticas manipuladoras. Sin embargo, a diferencia del contexto anglosajón, la relación encontrada entre el nivel de manipulación y la presencia de consejeros independientes es positiva y significativa, excepto cuando existe un comité de nombramientos formado por mayoría de miembros dominicales.

La evidencia presentada pone de manifiesto que el éxito de los mecanismos de buen gobierno en la restricción de las prácticas contables manipuladoras depende en gran medida del contexto en el que los mismos son implementados, apoyando los argumentos de quienes opinan que la mera importación del modelo anglosajón de gobierno corporativo, en el que la figura del consejero independiente es fundamental, no es adecuada en nuestro país, ni en otros de similares características. Como señala la RECALDE (2003), las sociedades españolas tienen estructuras de gobierno sustancialmente distintas de las de las compañías norteamericanas, con importantes participaciones familiares e institucionales que ejercen por sí mismas un papel de control sobre la gerencia. Por otro lado, el propio Informe Aldama (2003) señalaba que las reservas que la figura del consejero independiente suscita entre inversores y expertos en el mercado español son fiel reflejo de la escasa experiencia real acumulada sobre este particular en el mundo de los negocios y en la sociedad en España. En efecto, en España ni la cultura empresarial ni la regulación existente han propiciado la creación de un mercado de expertos independientes abierto y competitivo que proporcione a las empresas personas con el perfil adecuado para desempeñar la labor que en el contexto anglosajón tiene atribuida la figura del consejero independiente. De hecho, en el tercer informe anual sobre las prácticas de gobierno corporativo de las principales compañías europeas realizado por la firma especializada Heidrick & Struggles en 2003, España aparece en el último lugar del *ranking* respecto al grado de información proporcionada sobre muchos aspectos relacionados con el Consejo de Administración. Como señala este mismo informe, en España la escasa transparencia sobre la remuneración de los consejeros, su *background* y la forma de selección de los mismos, hace difícil para los inversores evaluar los conflictos de intereses potenciales y la verdadera independencia y competencia de los mismos.

Como reflexión final, en cualquier caso, si se pretende que el modelo de gobierno corporativo que ha tenido éxito en otros países proporcione resultados similares, será necesario tomar medidas que hagan converger las características del entorno, no sólo en la forma sino también en el fondo. Para ello, como sugiere el informe de Heidrick & Struggles debe promoverse un cambio en la cultura empresarial que, entre otras cuestiones, traiga consigo una mayor difusión, transparencia y homogeneidad de la información presentada por las compañías sobre sus mecanismos de gobierno. Asimismo, algunas medidas que potencien la creación de un mercado de expertos realmente independientes incentivados a llevar a cabo su labor en representación de los intereses del pequeño accionista serán también deseables. Extensiones del análisis planteado a otros países ayudarían a identificar los factores del entorno que contribuyen al éxito de los mecanismos de gobierno corporativo como elementos de control de las prácticas manipuladoras.

BIBLIOGRAFÍA

- ACUERDO DEL CONSEJO DE MINISTROS, de 28 de febrero de 1997, Economía y Hacienda:
(<http://www.la-moncloa.es/web/asp/gob05.asp>).
- ACUERDO DEL CONSEJO DE MINISTROS, de 19 de julio de 2002, Economía y Hacienda:
(<http://www.la-moncloa.es/web/asp/gob05.asp>).

- AHMED, A.S., TAKEDA, C. y THOMAS, S. [1999]: «Bank loan loss provisions: a re-examination of capital management, earnings management and signalling effects», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 28, núm. 1: 1-25.
- APELLÁNIZ, P. y LABRADOR, M. [1995]: «El impacto de la regulación contable en la manipulación del beneficio. Estudio empírico de los efectos del PGC de 1990», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 24, núm. 82: 13-40.
- ASHBAUGH, H., LAFOND, R. y MAYHEW, B.W. [2003]: «Do nonaudit services compromise auditor independence? Further evidence», *The Accounting Review*, vol. 78, núm. 3: 611-639.
- AZOFRA, V., CASTRILLO, L. y M. DELGADO [2000]: «Detecting Earnings Management in a Spanish Context», *23rd Annual Congress of the European Accounting Association*, Munich, March 2000.
- BEAVER, W.H. y ENGEL, E.E. [1996]: «Discretionary behaviour with respect to allowances for loan losses and the behaviour of security prices», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 22, núm. 1-3: 177-206.
- BEOASLEY, M.S. [1996]: «An empirical analysis of the relation between the board of directors and financial statement fraud», *The Accounting Review*, vol. 71, núm. 4: 443-465.
- BECK, P.J., FRECKA T.J., y SOLOMON., I. [1988]: «Model of the market for MAS and audit services: knowledge spillovers and audit-auditee bonding», *Journal of Accounting Literature*, vol. 7: 50-64.
- BENEISH, M.D. [1997]: «Detecting GAAP violation: implications for assessing earnings management among firms with extreme financial performance», *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 16, núm. 3: 271-309.
- BERLE, A.A., y MEANS, G.C. [1932]: *The modern corporation and private property*, Transaction Publishers, New Brunswick, New Jersey.
- BYRD, J.W., y HICKMAN, K.A. [1992]: «Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids», *Journal of Financial Economics*, vol. 32, núm. 2: 195-221.
- CHUNG, H., y KALLAPUR, S. [2003]: «Client importance, non-audit services and abnormal accruals», *Working Paper*, Purdue University.
- COASE, R.H. [1937]: «The nature of the firm», *Económica*, vol. 4, (noviembre): 386-405.
- COMISIÓN ESPECIAL PARA EL ESTUDIO DE UN CÓDIGO ÉTICO DE LOS CONSEJOS DE ADMINISTRACIÓN DE LAS SOCIEDADES [1998]: «El gobierno de las sociedades cotizadas», *Informe Olivencia* (febrero), Madrid.
- COMISIÓN ESPECIAL PARA EL FOMENTO DE LA TRANSPARENCIA Y SEGURIDAD EN LOS MERCADOS Y EN LAS SOCIEDADES COTIZADAS [2003]: Informe Aldama (enero), Madrid.
- DEANGELO, L. [1981]: «Auditor size and audit quality», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 3, núm. 3: 183-199.
- DECHOW, P.M., SLOAN, R.G. y SWEENEY, A.P. [1995]: «Detecting earnings management», *The Accounting Review*, vol. 70, núm. 2: 193-225.
- 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 Review*, vol. 13, núm. 1: 1-36.
- DEFOND, M.L. y JIAMBALVO, J. [1991]: «Incidence and circumstances of accounting errors», *The Accounting Review*, vol. 66, núm. 3: 643-655.
- DEFOND, M.L. y JIAMBALVO, J. [1994]: «Debt covenant violation and manipulation of accruals: accounting choice in troubled companies», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 18, núm. 2: 145-176.
- DEFOND, M.L. y SUBRAMANYAM, K.R. [1998]: «Auditor changes and discretionary accruals», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 25, núm. 1: 35-68.
- DEFOND, M.L., RAGHUMANDAN, K. y SUBRAMANYAN K.R. [2002]: «Do non-audit service fees impair auditor independence? Evidence from going concern audit opinions», *Journal of Accounting Research*, vol. 40, núm. 4: 1.247-1.274.
- DYE, R.A. [1988]: «Earnings management in an overlapping generations model», *Journal of Accounting Research*, vol. 26, núm. 2: 195-235.

- ELLIOTT, J.A., y HANNA, J.D. [1996]: «Repeated accounting write-offs and the information content of earnings», *Journal of Accounting Research*, vol. 34, núm. 3 (supplement): 135-155.
- FAMA, E.F. [1980]: «Agency problems and the Theory of the Firm», *Journal of Political Economy*, vol. 88, núm. 2: 288-307.
- FAMA, E.F. y JENSEN, M.C. [1983]: «Separation of ownership and control», *Journal of Law and Economics*, vol. 26: 301-325.
- FRANCIS, J.R., MAYDEW, E.L. y SPARKS, H.C. [1999]: «The role of Big6 auditors in the credible reporting of accruals», *Auditing*, vol. 18, núm. 2: 17-34.
- FRANKEL, R.M., JOHNSON, M.F. y NELSON, K.K. [2002]: «The relation between auditors' fees for nonaudit services and earnings management», *The Accounting Review*, vol. 77 (Suplemento): 71-105.
- GARCÍA-BENAU, M.A., PUCHETA, M.C. y ZORIO, A. [2003]: «Los comités de auditoría, ¿Útiles y necesarios?», *Revista de Contabilidad*, vol. 6, núm. 11: 87-121.
- GAVER, J.J., GAVER, K. y AUSTIN, J. [1995]: «Additional evidence on bonus plans and income management», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 19, núm. 1: 3-28.
- GIBBONS, R., y MURPHY, K.J. [1990]: «Relative performance evaluations for chief executive office». *Industrial & Labor Relations Review*, vol. 43, núm. 3: 30-51.
- GILL DE ALBORNOZ, B. e ILLUECA, M. [2004]: «Comparing abnormal accruals models: A non-parametric approach», *Applied Economics*, en prensa.
- GONZALO, J.A. [2003]: «Libro blanco para la reforma de la contabilidad en España y gobernanza empresarial», *Revista Valenciana de Economía y Hacienda*, núm. 7: 9-23.
- HEALY, J. [1985]: «The effect of bonus schemes on accounting decisions», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, núm. 1-3: 85-107.
- HEALY, P.M. y WAHLEN, M.W. [1999]: «A review of the earnings management literature and its implications for standard setting», *Accounting Horizons*, vol. 13, núm. 4: 365-383.
- HEIDRICK & STRUGGLES [2003]: «Is your board fit for the global challenge?: Corporate governance in Europe», <http://www.heidrick.com>
- HERMALIN, B.E., y WEISBACH, M.S. [2003]: «Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature», *Economic Policy Review*, vol. 9, núm. 1: 7-26.
- IRELAND, J.C. [2003]: «An empirical investigation of determinants of audit reports in the UK», *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 30, núm. 7-8: 975-1.015.
- ILLUECA, M. [2004]: Ejercicio sobre «Contabilidad Creativa» presentado en el concurso oposición al cuerpo de Titulares de Universidad celebrado en la Universitat Jaume I el 18 de Febrero de 2004.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. [1976]: «Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, vol. 3, núm. 4: 305-360.
- JENSEN, M.C. y MURPHY, K.J. [1990]: «Performance pay and top-management incentives», *Journal of Political Economy*, vol. 98, núm. 2: 225-264.
- JETER, D.C. y L. SHIVAKUMAR [1999]: «Cross-sectional estimation of abnormal accruals using quarterly and annual data: Effectiveness in detecting event-specific earnings management», *Journal of Accounting and Business Research*, vol. 29, núm. 4: 299-319.
- JONES, J. [1991]: «Earnings management during import relief investigations», *Journal of Accounting Research*, vol. 29, núm. 2: 193-228.
- KLEIN, A. [2002]: «Audit committee, board of director characteristics, and earnings management», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 33, núm. 3: 375-400.
- LENNOX, C.S. [1999]: «Non-audit fees, disclosure and audit quality», *The European Accounting Review*, vol. 8, núm. 2: 239-252.
- LEY 26/2003 de 17 de julio, modificación de la Ley 24/1988, y del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas (BOE n.º 171)

- LEY 44/2002 de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (BOE n.º 281).
- LEVITT, A. [2000]: «Testimony concerning: Commission's auditor independence proposal», Nueva York, EE.UU. (<http://www.sec.gov/news/testimony/ts152000.htm>).
- LIN, S., POPE, P.F. y YOUNG, S. [2003]: «Stock market reaction to the appointment of outside directors», *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 30, núm. 3-4: 351-382.
- MCNICHOLS, M.F. [2000]: «Research design issues in earnings management studies», *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 19, núm. 4-5: 313-345.
- MOEHRLE, S.R. [2002]: «Do firms use restructuring charge reversals to meet earnings targets?», *The Accounting Review*, vol. 77, núm. 2: 397-413.
- PEASNELL, K.V., POPE, P.F. y YOUNG, S. [2000a]: «Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models», *Accounting and Business Research*, vol. 30, núm. 4: 313-326.
- PEASNELL, K.V., POPE, P.F. y YOUNG, S. [2000b]: «Accrual management to meet earnings targets: UK evidence Pre- and Post- Cadbury», *British Accounting Review*, vol. 32, núm. 4: 415-445.
- PEASNELL, K.V., POPE, P.F. y YOUNG, S. [2001]: «Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?», *Working Paper*, Lancaster University (LUMSWP2001/016).
- POVEDA, F. [2001]: «Cuestiones estadísticas sobre modelos y contrastes de ajustes por devengo anormales», *Working Paper* del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (IVIE), Serie EC. 2001-16.
- RECALDE, A. [2003]: «Los administradores de las sociedades anónimas en un entorno de Buen Gobierno», *Revista Valenciana de Economía y Hacienda*, núm. 7: 51-77.
- RICART, J.E., J.L. ÁLVAREZ y M.A. GALLO [1999]: «Governance mechanisms for effective leadership: The case of Spain», *Corporate Governance: An international journal*, vol. 7, núm. 3: 266-287.
- SAURINA, J. [1999]: «¿Existe Alisamiento de Beneficios en las Cajas de Ahorro Españolas?», *Moneda y Crédito*, núm. 209: 161-193.
- SCHIPPER, K. [1989]: «Commentary on Earnings Management», *Accounting Horizons*, vol. 3, núm. 4: 91-102.
- SHIVAKUMAR, L.L. [1996]: «Estimating abnormal accruals for detection of earnings management», *Working Paper* Vanderbilt University, marzo.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. [1986]: «Large shareholders and corporate control», *Journal of Political Economy*, vol. 94, núm. 3: 461-488.
- SUBRAMANYAM, K.R. [1996]: «The pricing of discretionary accruals», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 22, núm. 1-3: 249-281.
- TEOH, S.H., WELCH, I. y WONG, T.J. [1998a]: «Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings», *Journal of Financial Economics*, vol. 50, núm. 1: 63-99.
- TEOH, S.H., WELCH, I. y WONG, T.J. [1998b]: «Earnings management and the long term market performance of initial public offerings», *Journal of Finance*, vol. 53, núm. 6: 1935-1974.
- WARTFILED, T.D., WILD, J.J., y WILD, K.L. [1995]: «Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 20, núm. 1: 61-91.
- WATTS, R.L. y ZIMMERMAN, J.L. [1986]: *Positive accounting theory*, Ed. Prentice Hall, New York.
- WATTS, R.L. y ZIMMERMAN, J.L. [1990]: «Positive accounting theory: A ten year perspective», *The Accounting Review*, vol. 65, núm. 1: 131-156.
- WEIL, GOTSHAL y MANGES [2002]: *Comparative study of Corporate Governance Codes relevant to the European Union and its member states*, European Comisión, Internal Market Directorate General.
- WEISBACH, M.S. [1988]: «Outside directors and CEO turnover», *Journal of Financial Economics*, vol. 20, núm. 1-2: 431-460.
- XIE, B., DAVIDSON III, W.N. y DADALT, P.J. [2003]: «Earnings management and corporate governance: the roles of the board and the audit committee», *Journal of Corporate Finance*, vol. 9, núm. 3: 295-316.
- YOUNG, S. [1999]: «Systematic measurement error in the estimation of discretionary accruals: An evaluation of alternative modeling procedures», *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 26, núm. 7-8: 833-863.