

UN RECORRIDO POR LA CONTABILIDAD POSITIVA

por

JUAN MONTERREY MAYORAL

Universidad de Extremadura
Departamento de Economía Financiera
y Contabilidad

Badajoz, octubre de 1996

(Publicado en la Revista Española de Financiación y Contabilidad, enero-abril 1998)

El autor agradece la ayuda de la DGICYT del Ministerio de Educación y Ciencia (PB95-1014), así como los comentarios y sugerencias recibidos en los seminarios celebrados en las Universidades Autónoma de Madrid, Burgos, Cádiz y Pompeu Fabra, y de dos evaluadores anónimos.

RESUMEN

Este trabajo ofrece una visión panorámica de los aspectos más destacados de la contabilidad positiva, desde sus inicios, hace tres décadas, hasta la actualidad. Comienza por señalar sus orígenes, su razón de ser y el auge y desarrollo que ha experimentado, paralelo al declive del enfoque normativo clásico, y se aborda desde una perspectiva interdisciplinar de la contabilidad, considerada como una parte integral de las organizaciones y de los mercados. Tras ello, se realiza un análisis de la investigación desplegada hasta la fecha, para terminar con una evaluación crítica de los logros obtenidos y señalando las orientaciones futuras más probables.

ABSTRACT

This study offers a survey of the most outstanding aspects of positive accounting from its beginnings, three decades ago, up to the present. It begins by outlining its origins, its reason for existence and the increase and development which it has experimented, parallel to the decline of the classic normative orientation. It is approached from an interdisciplinary perspective of accounting, considered as an integral part of organizations and markets. After this, an analysis of recent research is carried out to end with a critical evaluation of the achievements obtained, and highlighting the most probable future orientation.

1. INTRODUCCION

Hace tres décadas, la disciplina contable asistió al nacimiento de un nuevo enfoque en la forma de abordar la docencia y la investigación, basado en conocer y explicar el mundo real de la contabilidad, de los contables y de las instituciones con él relacionadas. La contabilidad positiva, como así se denomina esta orientación, supuso una verdadera ruptura con relación a la tradición normativa que por aquellas fechas dominaba el panorama de la disciplina. Desde entonces y hasta nuestros días, la aproximación positiva se ha erigido como el verdadero motor de la investigación contable, aportando, como veremos a lo largo de este trabajo, explicaciones muy interesantes del mundo real de la contabilidad. No obstante, junto a contribuciones muy notables conviven también algunas sombras y no pocas lagunas, ocasionadas fundamentalmente por la existencia de imperfecciones metodológicas y por la dificultad inherente a la investigación en el campo de las ciencias sociales, que deben ser resueltas de modo convincente si se quiere superar una de las asignaturas pendientes de este enfoque, como es su aceptación generalizada por la comunidad contable, cuestión que todavía dista de ser lograda.

El término "positivo" se popularizó en economía de la mano de Friedman (1953), y fue importado a la contabilidad por Watts y Zimmerman (1978). No obstante, no debe ser confundido con el positivismo lógico, que encierra una visión muy diferente de la ciencia, y menos aún con la investigación empírica; el hecho de que ésta se haya erigido como el principal instrumento de la investigación de naturaleza positiva no significa que todo lo empírico sea necesariamente contabilidad positiva, ni que toda la contabilidad positiva se apoye en técnicas empíricas¹.

En nuestra opinión, la contabilidad positiva no debe considerarse como un producto aislado del mundo académico, que sólo interesa a los investigadores y sin conexión alguna con el resto de la disciplina; más aún, se trata del enfoque necesario si se quiere obtener un conocimiento global e integral de la contabilidad. Su docencia no sólo consiste en dar a conocer las normas contables y las técnicas en las que se basa la preparación de los estados financieros; es necesario, además, explicar porqué la información contable no es un producto neutral, sino que tiene consecuencias económicas cuyo impacto es necesario analizar. Y cada vez con mayor evidencia, la enseñanza académica de la administración de empresas pone su acento en preparar a los futuros responsables de las compañías a tomar decisiones, contexto en el que los enfoques positivos son, a nuestro entender, tan necesarios como inevitables.

Uno de los méritos innegables de la contabilidad positiva es concebir la disciplina como una parte integral de la economía, no como un cuerpo de conocimiento independiente y separado. Esta forma de entender la contabilidad tiene su razón de ser en que toda la investigación positiva descansa sobre dos robustos pilares; así, la orientada hacia el mercado de capitales hunde sus raíces en la moderna teoría financiera, en la que la hipótesis de eficiencia se erige como el núcleo esencial de sus planteamientos, mientras que la dirigida hacia las organizaciones tiene su razón de ser en la teoría de la firma, y en la que los costes contractuales y las relaciones de agencia se configuran como los elementos básicos en torno a

¹ En este sentido, hay excelentes trabajos como el de Tua (1991), que describe la investigación positiva orientada hacia el mercado de capitales sin necesidad de recurrir a herramientas empíricas.

los que pivota toda la investigación llevada a cabo.

En la actualidad, la orientación positiva ocupa la parcela más importante de la literatura contable, fundamentalmente en el área anglosajona, si bien ha de señalarse que en el ámbito continental europeo, el enfoque positivo no ha tenido, hasta fechas recientes, el relieve y la significación que por su importancia debería haber gozado; por esta razón, el lector advertirá a lo largo de este trabajo un sesgo tan marcado como inevitable hacia las naciones de ese entorno cultural, sobre todo los Estados Unidos.

Así pues, en los países no anglosajones, entre los que se encuentra España, la orientación clásica tanto de la docencia como de la investigación ha estado encaminada primordialmente hacia el estudio de la regulación contable, centrandó su interés en el proceso de producción de la información más que en su análisis económico: el diseño e implementación de las políticas contables, el proceso de revelación y comunicación externa de los estados financieros, el papel que desempeña en las relaciones de agencia, sus consecuencias económicas tanto en el ámbito interno de las organizaciones como en el externo de los mercados, etc., son aspectos que necesitan ser abordados si, como hemos afirmado, lo que se pretende es obtener una formación contable acabada. No obstante, cabe esperar que muy a corto plazo el creciente interés que podemos apreciar por los temas positivos en España impulse de manera decisiva la docencia y la investigación de esta naturaleza.

En este trabajo se realizará un recorrido por los acontecimientos más relevantes de la contabilidad positiva. Obviamente, y dado que el propósito no es otro que aportar una visión general², nos centraremos únicamente en dar a conocer aquéllas que han tenido un mayor impacto o que ha trazado nuevos caminos. Presidido por esta idea, el resto del trabajo se organiza como sigue: el epígrafe 2 siguiente se dedica a exponer el nacimiento y auge de la contabilidad positiva, paralelo al declive de las propuestas normativas, para abordar en los epígrafes siguientes los dos grandes bloques en que puede dividirse la literatura; así, el epígrafe 3 se ocupará de describir la investigación orientada hacia el mercado de capitales, surgida al hilo de la hipótesis de eficiencia; el epígrafe 4 se dedicará a exponer la investigación basada en la moderna teoría de la firma, y el epígrafe 5 se destinará a realizar una breve evaluación crítica de los resultados obtenidos.

2. AUGE Y DESARROLLO DE LA CONTABILIDAD POSITIVA

2.1. Naturaleza y orígenes de la contabilidad positiva.

La investigación positiva en contabilidad es la aplicación del paradigma de investigación de las ciencias para investigar el fenómeno contable. Desde esta perspectiva, el objetivo de la investigación es explicar y predecir:

- (a) Explicar es proporcionar un conjunto coherente de razones que fundamentan la forma que adopta la contabilidad y el papel que ésta desempeña en las organizaciones y

² Si bien existen trabajos anteriores que se ocupan de esta cuestión, como el texto de Watts y Zimmerman (1986), todo un clásico, en el que además de explicar la contabilidad desde un enfoque positivo, aporta una visión panorámica de las principales contribuciones de la investigación en esta línea hasta 1985.

en los mercados; por ejemplo, porqué los activos se valoran al coste histórico, la utilidad de la información contable en el diseño de planes de compensación salarial, en negociaciones de diversa naturaleza, etc. A su vez, estas explicaciones están generadas desde una teoría, es decir, desde una estructura que nos permite interpretar los hechos observados.

- (b) Predecir consiste en emplear la teoría para pronosticar cómo el fenómeno contable varía a lo largo del tiempo y en virtud de diferentes circunstancias. Así, las teorías positivas podrán prever en qué medida los hechos observados tendrán determinadas consecuencias; por ejemplo, cual será el contenido informativo que tenga para el mercado de capitales el anuncio de pérdidas, o qué tipo de política contable podrá implementar una empresa con un importante nivel de endeudamiento.

Así pues, el enfoque positivo considera que la información contable no es una variable exógena, sino que está en interacción con las decisiones operativas, de inversión y de financiación de las empresas, desempeñando un papel crucial en la asignación de recursos, en la compensación salarial y en multitud de procesos de negociación. Por consiguiente, el centro de atención del enfoque positivo, más que la producción de la información contable, es su utilización, y es precisamente esta cuestión la que a nuestro juicio marca de forma decisiva la diferencia entre la aproximación positiva y las propuestas normativas de la contabilidad.

La contabilidad positiva inició su andadura a mediados de los años 60, señalándose el trabajo de Ball y Brown (1968) como el verdadero germen de este paradigma. En realidad, Ray Ball y Philip Brown, ambos australianos y en aquellas fechas doctorandos en la Universidad de Chicago, tomaron los métodos empleados en la investigación empírica en finanzas y los aplicaron a la contabilidad, todo ello al calor de la euforia desatada con el nacimiento de la moderna teoría financiera, y, evidentemente, fruto de la atmósfera intelectual que allí se respiraba. Curiosamente, años después el propio Brown (1989) reconoció que la revista más importante de la época, *The Accounting Review*, rechazó la publicación del trabajo con el argumento de que aquella era "una revista de contabilidad".

Con anterioridad a la irrupción de la corriente positiva, la literatura contable era casi exclusivamente de carácter normativo, y durante el período 1965-1963 sólo el 3% de los trabajos recogidos en *The Accounting Review* eran empíricos (Dyckman y Zeff, 1984, p. 230); además, prácticamente ninguno intentaba explicar el mundo real de la contabilidad empleando modelos matemáticos o técnicas más o menos formales.

Ahora bien, ¿cuáles son las causas que impulsaron el despegue de la contabilidad positiva en un panorama caracterizado por la hegemonía absoluta de la orientación normativa? Watts (1995) considera que su aparición debe asociarse con los cambios que se produjeron en la orientación académica y curricular de las grandes escuelas de negocios norteamericanas en los últimos años de la década de los 50 y primeros de los 60. Por estas fechas, la Fundación Ford y la Carnegie Corporation encargaron sendos informes para analizar el contenido de los estudios de postgrado (MBA) que se impartían por todo el país. Como resultado, ambos trabajos criticaron de forma muy severa el enfoque docente, marcadamente normativo, así como la escasa actividad investigadora que se desarrollaba en las escuelas de negocios. En síntesis, ambos apostaban decididamente por un cambio radical, que contemplara una formación orientada hacia la toma de decisiones en la industria y en la que la investigación sobre la forma de hacer negocios en el mundo real constituyera una de las tareas

fundamentales del profesorado; en suma, se estaba impulsando de forma definitiva el enfoque positivo.

El resultado no se hizo esperar, y en particular la contabilidad se vió afectada por el eco de dichos informes: el Comité de Programas de Doctorado de la Asociación Americana de Contabilidad (American Accounting Association's Committee on Doctoral Programs) emitió una recomendación en la que apostaba de forma decidida por la orientación positiva de la investigación, y en el que según Dyckman y Zeff (1984, p. 232), era evidente la decisiva influencia de las recomendaciones de la Fundación Ford y la Carnegie Corporation. Adicionalmente, en 1963 la Universidad de Chicago y la London School of Economics iniciaron la publicación del *Journal of Accounting Research*, que tan importante papel ha jugado en el auge y desarrollo de la investigación positiva.

2.2. El declive del normativismo.

Como antes hemos afirmado, la contabilidad se ha nutrido tradicionalmente de propuestas normativas, de forma que ha sido la producción de información contable el elemento que ha constituido el eje central de la disciplina. Así, cuestiones como el cálculo del beneficio "verdadero" o la búsqueda de soluciones contables "idóneas" se han erigido, durante décadas, como los pilares sobre los que ésta se edificaba, ignorándose tanto en la docencia como en la investigación cualquier tipo de aproximación positiva. Pero curiosamente, fueron los propios defensores del normativismo los primeros en llamar la atención acerca de las notables deficiencias que presentaba la contabilidad en los años 40, 50 y 60. Para Watts (1995), esta es la verdadera razón que explica que comenzara a tomar cuerpo la idea de construir una "teoría general" para remediar las citadas deficiencias. Un claro ejemplo de ello es la propuesta de Chambers (1966), que defendía la construcción de una teoría que incluyera asunciones sobre las funciones de la contabilidad; dicha teoría serviría para derivar de ella determinadas consecuencias lógicas y para determinar si dichas consecuencias son coherentes con las funciones requeridas a la contabilidad; las prescripciones cuyas consecuencias ajusten mejor con las funciones requeridas deben ser las seguidas. También las ideas de Mattessich (1964) apuntaban en la misma dirección³.

Sin embargo, coincidimos con Watts (1995) en que una evidente dificultad del normativismo es que para diferentes individuos, la contabilidad tiene diferentes funciones y objetivos. Así, para un miembro de un consejo de administración, la contabilidad desempeña una función de control de la acción gerencial, mientras que para un analista financiero, su papel consiste en brindar información a los mercados, y así sucesivamente. Por ello, el problema del normativismo, tal como Chambers lo concibe, no es otro que elegir entre funciones y objetivos alternativos, y desde esta perspectiva, entendemos que no es posible construir una "teoría general" que dé solución a todos los problemas de la contabilidad⁴.

³ Cañibano (1975) realiza una excelente síntesis de la teoría de la contabilidad en la década de los sesenta y primeros años setenta.

⁴ Un reciente texto de Zimmerman (1995, p. 3) se refiere de forma tan explícita como elocuente a esta cuestión: "El hecho de que los sistemas contables internos se empleen para dos propósitos diferentes, toma de decisiones y motivación (también denominado "control"), genera una tensión fundamental: un sistema contable no puede ser diseñado con el propósito de que

Estas limitaciones teóricas provocaron un lento declive de la literatura contable normativa. Junto a este hecho hay que añadir que el nacimiento de la moderna teoría financiera en la década de los 60 contribuyó a acelerar este proceso, ya que las escuelas de negocios norteamericanas adoptaron definitivamente el enfoque positivo. Por ejemplo, en la Universidad de Chicago los alumnos de doctorado estaban completamente familiarizados con las tesis positivas y su contraste empírico, al tener acceso a grandes masas de datos almacenados en el *Center of Research in Security Prices (CRSP)*, dependiente de su escuela de negocios. Un producto de este entorno favorable, entre otros que podrían citarse, es la hipótesis de eficiencia enunciada por Fama (1965) en su propia tesis doctoral.

Otra razón que pudiera explicar el retroceso de la tradición normativa en la literatura contable es la que contemplan Demski (1973, 1974), Hakansson (1981) y Dye y Verrecchia (1994). Para ellos, en tanto que la elección de métodos contables tiene consecuencias desde el punto de vista de la asignación de recursos, no es aceptable la práctica habitual de las propuestas normativas, consistente en recomendar soluciones contables específicas sin explicitar alguna función sobre el bienestar social y prescindiendo del estudio de sus consecuencias económicas.

Un elocuente ejemplo del declive de la literatura normativa ante el empuje de la positiva es el mencionado por Dyckman y Zeff (1984): en 1967, sólo el 13% de los trabajos publicados en el *Journal of Accounting Research* eran empíricos; en 1968 ascendieron al 31%, y en 1972 al 60%. Por el contrario, los de carácter normativo cayeron al 24% en 1967, al 7% en 1968 y al 0% en 1972. En la actualidad, la investigación de mayor impacto es exclusivamente positiva, habiendo desaparecido por completo la literatura normativa⁵.

2.3. ¿Contabilidad positiva versus contabilidad normativa?

Los críticos de la contabilidad positiva suelen esgrimir, básicamente tres razones en las que cimentar su oposición. La primera de ellas es que se trata de un enfoque que no puede explicar convincentemente todo el universo observado de la contabilidad, de forma que desde su óptica no es posible construir ninguna "teoría general" que sea satisfactoria; la segunda es que el enfoque positivo está cargado de valor (Tinker, Merino y Neimark, 1982), y por último, que representa una especie de "sociología de la contabilidad", ya que tiene más relación con lo que hacen los contables y los gerentes que con la entidad contable (Christenson, 1983).

Con relación a la primera cuestión, es evidente que en el paradigma positivo, junto a explicaciones muy satisfactorias del mundo de la contabilidad, conviven no pocos fenómenos aún enigmáticos para la propia comunidad investigadora. En realidad, es cierto que ninguna teoría, en ninguna disciplina, explica de forma universal todo lo observado: una visión realista de esta cuestión pasa por aceptar que de lo que se trata es de elegir, entre teorías imperfectas, la más eficiente (¿la menos incompleta?) en explicar y predecir la realidad. Así

sea eficiente para satisfacer tanto uno como dos objetivos diferentes".

⁵ Ninguna de las revistas de investigación contable mejor valoradas en el *Social Science Citation Index (SSCI)*, *Journal of Accounting and Economics*, *Journal of Accounting Research* y *The Accounting Review*, recogen en la actualidad trabajos de naturaleza normativa.

pues, el hecho de no haber logrado explicar absolutamente toda la realidad no invalida los logros conseguidos. Como acertadamente sostienen Prieto y Pérez (1992, p. 652), una metodología no debe ser abandonada simplemente porque no puede explicar y predecir todos los fenómenos observados.

Respecto de la carga de valor que implica el enfoque positivo, es cierto que aún cuando su propósito es encontrar explicaciones "naturales", prescindiendo de toda carga subjetiva, resulta inevitable la introducción de los propios juicios de los investigadores. En este sentido, los críticos sostienen que la penetración de los valores de los investigadores dentro de las teorías introducirá en éstas un sesgo perjudicial. Pero en nuestra opinión, la objetividad químicamente pura, sencillamente no existe, y debe aceptarse como un hecho normal e inevitable el posicionamiento personal, dentro de unos márgenes razonables, en cualquier ámbito de las ciencias sociales.

Por último, y en lo concerniente a que el enfoque positivo es una suerte de "sociología de la contabilidad", Christenson (1983) escribe que de la misma manera que la química no consiste en ofrecer proposiciones sobre el comportamiento de los químicos, la contabilidad no puede ser la ciencia que ofrece explicaciones sobre la conducta de los contables, y para Sterling (1990), las aproximaciones positivas confunden el mapa (los estados financieros) con el territorio (los bienes económicos). Pero la observación de Christenson nos parece carente de rigor, ya no puede compararse la química, donde el universo observable está dentro de una probeta, sujeto a un control perfecto, con la economía, donde existen multitud de factores relacionados con un fenómeno concreto, pero sólo algunos de ellos, muy pocos, observables y controlables. Por último, las ciencias sociales no pueden prescindir del estudio de todos los elementos que integran su universo; del mismo modo que la ciencia política no puede prescindir de analizar cómo se comportan los votantes, la contabilidad debe estudiar la conducta de los contables y los gerentes, que son los que hacen los estados financieros.

3. CONTABILIDAD POSITIVA BASADA EN LA TEORIA FINANCIERA Y ORIENTADA HACIA LOS MERCADOS

3.1. Los pioneros: Ball y Brown (1968) y Beaver (1968).

Como hemos afirmado, la contabilidad positiva se sustenta sobre dos soportes básicos: la moderna teoría financiera y la teoría de la firma. De ellas, fue la teoría financiera, de la mano de la hipótesis de eficiencia, la primera en provocar una verdadera revolución en la investigación contable. Ball y Brown (1968), ya mencionados con anterioridad, suelen señalarse junto a Beaver (1968) como los pioneros en esta línea de investigación, y su trabajo consistió en analizar la respuesta del mercado de capitales a la información contable.

En síntesis, Ball y Brown, inspirados en el clásico trabajo de Fama, Fisher, Jensen y Roll (1969)⁶, estudiaron la asociación existente entre los precios de las acciones y los resultados contables de las empresas; concretamente, la relación entre cambios en resultados que no son esperados por el mercado, y por consiguiente no están descontados en los precios, y

⁶ Este trabajo analizaba el contenido informativo de la partición del nominal de las acciones. Aunque se publicó con posterioridad al de Ball y Brown, circuló con mucha profusión algunos años antes de su publicación.

rentabilidades anormales, es decir, superiores o inferiores a la rentabilidad media del mercado, en el mes de su anuncio en el Wall Street Journal. La lógica subyacente es que como pronostica la hipótesis de eficiencia, los precios bursátiles cambian en respuesta a nueva información.

Para ello, emplearon una muestra de empresas que a su vez fue segmentada en dos submuestras: la que contenía firmas con "buenas noticias" sobre resultados y la que integraba firmas con "malas noticias"⁷. El estudio arrojó una rentabilidad anormal positiva para las empresas "buenas" y una rentabilidad anormal negativa para las empresas "malas", con lo que quedaba demostrado que los resultados contables poseen contenido informativo, siendo apreciados por el mercado e incorporados al mecanismo de formación de los precios bursátiles⁸.

Por su parte, Beaver (1968) empleó la varianza de los cambios en resultados y los cambios en el volumen de contratación (en lugar, respectivamente, de los cambios en resultados y de la rentabilidad anormal) para medir el contenido informativo. Aunque también encontró evidencia de la utilidad de la información contable en el mercado, la literatura académica generalmente otorga un mayor crédito a Ball y Brown, quizás por su carácter pionero y precoz y porque el trabajo de Beaver adolece de un soporte teórico que fundamente la relación existente entre las variables empleadas.

El impacto de estos trabajos fue realmente extraordinario, y estimuló toda una nueva línea de investigación que hoy, veintiocho años después, aún perdura y mantiene todo su vigor, y en la que asistimos a una constante innovación al hilo de los nuevos perfeccionamientos metodológicos y del empleo de nuevas técnicas econométricas y estadísticas.

Tuvieron que transcurrir bastantes años hasta que Lev (1989) llamara la atención de forma explícita acerca del escaso papel que la información contable desempeña en el mercado de capitales, dado el bajo poder explicativo del R^2 (en torno al 4% en ventanas anuales)⁹; entre otras, dos son las explicaciones más sólidas y extendidas de esta débil correlación. En primer lugar, muchos sostienen que el resultado contable no constituye una muy buena medida de la capacidad de creación de valor de una empresa, fundamentalmente por la posibilidad de que sea manipulado, y ésta es la razón primordial por la que el mercado no presta mucha atención a este dato. Y en segundo término, estudios posteriores han puesto de manifiesto que esta baja capacidad explicativa se debe a un problema ya reconocido en su día por Ball y Brown: que los precios van por delante de los resultados. En efecto, los propios pronósticos

⁷ Una compañía era clasificada en la submuestra de "buenas noticias" ("malas noticias") si el resultado obtenido era superior (inferior) al pronosticado por un modelo de predicción basado en series temporales.

⁸ No obstante, el contenido informativo del resultado contable, ya en este trabajo, es muy modesto. Ball y Brown estimaron que aproximadamente entre el 80% y el 85% de la rentabilidad anormal se obtenía en los días anteriores al anuncio del resultado de las empresas, lo que sugiere que si bien la información contable es útil en el sentido de reflejar la capacidad de creación de valor, tiene un escaso impacto en los precios.

⁹ Un examen más detallado de esta cuestión puede consultarse en Monterrey y Sánchez (1994).

de los analistas financieros y las expectativas creadas por los participantes en el mercado son los que en realidad provocan los movimientos en las cotizaciones, de manera que cuando se anuncian los resultados de las compañías, éstos ya suelen estar descontados en los precios de las acciones. Por esta razón se suele afirmar que los precios "pronostican" cambios en resultados, y no a la inversa¹⁰.

3.2. Extensiones y ampliaciones posteriores.

Los trabajos de Ball y Brown (1968) y Beaver (1968) significaron el punto de partida de un monumental despliegue por parte de la comunidad contable, si bien ha de ponerse de manifiesto que este fenómeno, en la práctica, se circunscribió a Estados Unidos, por ser de hecho el único país en el que la posibilidad de acceder a las grandes bases de datos (Compustat y CRSP principalmente) favorecía la ampliación y profundización en esta línea de investigación¹¹. Pese a esta limitación, la investigación contable ha avanzado de forma muy notable en las casi tres décadas transcurridas, si bien, y en el plano de la mayor objetividad, ha de reconocerse que los resultados obtenidos han sido muy inferiores al enorme esfuerzo realizado.

En realidad, el hilo conductor de toda la literatura empírica orientada hacia el mercado de capitales es la búsqueda de un papel de mayor protagonismo de la información contable. Como veremos en los párrafos siguientes, se han ensayado prácticamente todas las combinaciones y variables posibles, pero los resultados obtenidos ponen de manifiesto, una y otra vez, la existencia de un contenido informativo sólo modesto.

Una de las primeras extensiones en esta línea, hoy relegada a un segundo plano, fue la investigación de las propiedades temporales del resultado contable. Ball y Watts (1972) y más recientemente Finger (1994) demostraron que el resultado es de una naturaleza temporal muy aproximada a un proceso *random walk*, y que el mejor pronóstico de resultados futuros es el resultado del ejercicio presente; Brooks y Buckmaster (1976) pusieron de manifiesto que el resultado posee la propiedad de reversión a la media, en especial los resultados denominados 'estremos' es decir, los anormalmente positivos y los anormalmente negativos.

Fama y French (1997) han confirmado esta propiedad de reversión a la media y emplean técnicas convencionales de regresión. En su opinión, el empleo de series temporales, al requerir series históricas en torno a veinte años por empresa, hace que las compañías que configuran las muestras sean supervivientes en sus respectivos mercados, lo que ocasiona un sesgo de supervivencia que puede afectar de manera muy notable a los resultados empíricos. En cuanto a la reversión a la media, la lógica subyacente en esta propiedad estadística es que,

¹⁰ Al hilo de esta cuestión, algunos trabajos se han ocupado de analizar las regresiones inversas precios-resultados, confirmándose este efecto. Así lo corroboran los estudios de Beaver, Lambert y Morse (1980), Beaver, Lambert y Ryan (1987) y Kothari y Sloan (1992); éstos últimos encontraron evidencia de que los precios anticipan los cambios en resultados incluso tres años antes de que se produzcan.

¹¹ No obstante, también existen estudios referidos a otros países, como el de Brown (1970) para Australia, Strong y Walker (1993) para el Reino Unido, Raffournier (1993) para Francia, y Regojo (1993) y Monterrey y Pineda (1996) para España.

dado que los resultados tienen componentes transitorios (Miller y Modigliani, 1961), la variación transitoria en los resultados implica que los cambios de éstos pueden ser pronosticados: los ratios book-to-market y de endeudamiento están estadísticamente relacionados con los mencionados cambios.

y aportaron evidencia empírica que probaba que los cambios en resultados pueden ser pronosticados por los ratios book-to-market y de endeudamiento

La investigación de la relación entre resultados contables y precios bursátiles empleando datos cuatrimestrales, en lugar de datos anuales, se debe a Foster (1977), quien demostró que existía una correlación significativa entre resultados cuatrimestrales inesperados y cambios en los precios bursátiles. Los resultados trimestrales, a diferencia de los anuales, no siguen un proceso *random walk*, sino que tienen un componente estacional: el cambio en resultados que tiene lugar en el último trimestre del año es una función tanto del cambio operado en el mismo trimestre del año anterior como del cambio en el trimestre inmediatamente anterior. Cuando los cuatro trimestres se añaden para formar el resultado anual, este componente estacional se elimina (Watts y Leftwich, 1977).

Más recientemente, y a partir de las propuestas de Lev (1989), la literatura contable se ha inclinado por emplear el nivel de resultados, en lugar de los cambios, como variable explicativa de los precios. Easton y Harris (1991) fueron los primeros en emplear esta variante, y demostraron que al igual que los cambios, los niveles de resultados tienen contenido informativo, aunque también de forma modesta. En un intento por encontrar un mayor protagonismo del resultado contable como factor explicativo de los precios bursátiles, y tomando como base el importante trabajo teórico de Ohlson (1989), los mismos autores diseñaron un modelo bivariante en el que combinaron como variables independientes los niveles de resultados y los cambios en éstos. La teoría sugiere que la combinación de ambas variables debe ser significativa desde el punto de vista del valor, y que cuando los niveles de resultados son elevados, el mercado valora menos los cambios operados en éstos, y viceversa. La evidencia empírica puso de manifiesto un mayor contenido informativo, demostrándose que el mercado toma en consideración tanto uno como otro elemento para formar los precios de los títulos.

Algunos trabajos han empleado ventanas superiores al año para analizar la relación entre resultados y precios a largo plazo. Así, Warfield y Wild (1992) sugieren que una de las causas que explican el bajo contenido informativo es que el resultado contable anual mide la capacidad de creación de valor de las empresas en un plazo muy corto y con errores, por lo que no captura todos los acontecimientos relevantes desde el punto de vista del valor. Ampliando el horizonte temporal y tomando como variable explicativa los resultados acumulados de varios ejercicios, éstos serían más significativos, y desaparecerían, o al menos se atenuarían, los efectos de los errores de medición. La evidencia empírica obtenida tanto en este trabajo como en los de Easton, Harris y Ohlson (1992), Shroff (1996) y Ansón y Pina (1994) para España, así lo indica, lográndose en todos ellos una mejora muy importante de las correlaciones a medida que se amplía el horizonte temporal de medición; en ventanas de diez años, el coeficiente de correlación alcanza hasta un 60%.

Otros estudios han asumido como eje central de sus planteamientos la idea de que el mercado no aprecia de manera uniforme los componentes del resultado. Así, Lipe (1986) verificó la hipótesis de que cada elemento integrante del resultado contable tiene un

contenido informativo diferente, siendo éste mayor en aquellos elementos que más contribuyen a la formación de expectativas futuras. Trabajos posteriores, como los de Givoly y Hayn (1993) y Ohlson y Penman (1992) han corroborado los resultados originales de Lipe, obteniendo evidencia de que variables como el margen bruto o los resultados de explotación tienen un contenido informativo muy superior al de otras que, como los resultados extraordinarios, son de un carácter menos recurrente.

También en los últimos años se ha investigado cómo la relación entre resultados y precios no es uniforme, sino que varía con determinadas características corporativas. Desde que Collins y Kothari (1989) demostraron que la relación entre resultados y precios puede variar según las empresas y según el momento de tiempo en el que se analice, se han sucedido numerosos estudios en esta dirección. Entre otros, Biddle y Seow (1991) encontraron evidencia de que el mercado responde de forma diferente a la información contable según el sector al que pertenezcan las empresas, y Atiase (1985), Freeman (1987) y Collins, Kothari y Rayburn (1987) demostraron que cuanto mayor es el tamaño de una empresa, menor es el contenido informativo de su resultado, debido quizás a que el mayor número de analistas que siguen a las empresas grandes ya han descontado en precios los pronósticos de resultados cuando éstos se anuncian; por último, Anthony y Ramesh (1992) y Lang (1991) encontraron evidencia de que la relación entre resultados y precios varía con el ciclo de vida, de forma que en las empresas jóvenes, al presentar un mayor perfil de riesgo, la relación entre resultados y precios es menor.

La persistencia es otro de los atributos del resultado que ha sido estudiado como factor explicativo de los precios bursátiles. Con base en los importantes trabajos de Flavin (1981) y Miller y Rock (1985), Kormendi y Lipe (1987) verificaron que el mercado valora positivamente aquéllas compañías en las que su capacidad de generar recursos es más persistente en el tiempo, y que los precios no se ajustan cuando tiene lugar un cambio en los resultados, sino únicamente cuando tal modificación se produce en el componente permanente de dichos resultados. Posteriores trabajos (Lipe y Kormendi, 1993; Kormendi y Zarowin, 1995) confirman y profundizan en esta misma línea.

Otro grupo de trabajos ha empleado como variable explicativa los pronósticos de resultados realizados por los analistas financieros, en lugar de los resultados. En efecto, los estudios que participan de este planteamiento sostienen que los pronósticos de los analistas son fundamentales, ya que constituyen una importante fuente de información en el mercado al ser un indicador razonable de las expectativas de éste, que en definitiva constituye el ingrediente esencial de la formación de precios. La literatura recoge numerosas investigaciones, entre la que cabe destacar las de Brown y Rozeff (1978), Collins y Hopwood (1982), Fried y Givoly (1982), Brown, Griffin, Hagerman y Zmijewski (1987) y O'Brien (1988), que se han ocupado genéricamente de esta cuestión.

Más específicamente, Abarbanell (1991) y Schipper (1991) estudian el grado de acierto en los pronósticos, descubriendo que éstos suelen tener un sesgo optimista; Ali, Klein y Rosenfeld (1992), Abarbanell y Bernard (1992) y Capstaff, Paudyal y Rees (1995), éstos últimos para el Reino Unido, ponen de manifiesto que los analistas ignoran algunas informaciones importantes, como por ejemplo, las causas de los errores de sus pronósticos pasados; Stickel (1989) demuestra que la mayoría de las revisiones de pronósticos de los analistas ocurre inmediatamente después del anuncio de resultados, y Givoly y Lakonishok (1979), Brown, Foster y Noreen (1985) y Lys y Sohn (1990) demuestran la asociación positiva y significativa

existente entre revisión de pronósticos de los analistas y movimientos en los precios de los títulos.

Pero también los pronósticos de los analistas han sido utilizados para documentar algunas de las anomalías del mercado. Así, De Bondt y Thaler (1985) sostienen que el sesgo optimista de sus pronósticos es la causa que origina el fenómeno de *sobrerreacción*, mientras que Abarbanell y Bernard (1992) documentan la denominada *infrarreacción*.

La relatividad de las cifras contables ha llevado a algunos investigadores al empleo del cash flow de operaciones como variable independiente, en la creencia de que se trata de una magnitud con unas posibilidades de manipulación mucho menores que el resultado. En esta línea se encuentran los trabajos de Beaver y Dukes (1972), Rayburn (1986), Bowen, Burgstahler y Daley (1987), Livnat y Zarowin (1990), Klein y Todd (1992) y Larrán (1994), éste último para España. La evidencia empírica pone de manifiesto de manera unánime que tanto los resultados como el cash flow tienen contenido informativo incremental, con la única excepción de Dechow (1994), que encuentra que los resultados contables son una mejor medida que el cash flow.

3.3. La respuesta del mercado a los cambios en los métodos contables.

Muchos gerentes creen que pueden elevar el precio de las acciones de su empresa con el sencillo procedimiento de alterar sus métodos contables, optando por implementar políticas contables *agresivas*, consistentes en presentar un resultado lo más amplificado posible¹². Sin embargo, la hipótesis de eficiencia pronostica lo contrario: a menos que los cambios en los métodos estén asociados con alguna alteración en los cash flows subyacentes, el mercado no debe responder a estas manipulaciones, pues su conducta racional implica que éste puede ver más allá de las cifras contables. Por esta razón, una cuestión de interés para la contabilidad positiva es, precisamente, investigar si los ajustes en los precios bursátiles y las modificaciones en los métodos contables están relacionados.

Esta línea se inició con Kaplan y Roll (1972), que investigaron si un cambio en los métodos de contabilización del impuesto sobre beneficios ocurrido en Estados Unidos en 1964, sin efectos directos sobre el cash flow, estimuló algún movimiento en los precios bursátiles, sin que encontraran evidencia de respuesta alguna por parte del mercado. En la misma época, Ball (1972) investigó todos los cambios de normas contables sucedidos entre 1947 y 1960, obteniendo idéntica evidencia que Kaplan y Roll, coherentes con la hipótesis de eficiencia.

Los resultados que acabamos de mencionar animaron a los investigadores a concentrar su esfuerzo en esta cuestión, y más concretamente en la modificación de los métodos de valoración de inventarios, que son voluntarios y en los que el efecto del cambio sobre el cash flow es de signo opuesto al efecto contable. Así, las empresas que adoptan el método LIFO (generalmente las más rentables) provocan una reducción del resultado contable y del gasto por impuesto sobre beneficios, pero simultáneamente producen un aumento del cash flow. En este caso, la hipótesis de eficiencia pronostica un ajuste al alza de los precios bursátiles, y los resultados obtenidos por Sunder (1973), Biddle y Lindahl (1982) y Biddle y Ricks (1988),

¹² Un examen de la distinción entre políticas contables *agresivas* y políticas contables *conservadoras* puede verse en García-Ayuso y Monterrey (1996).

confirman las predicciones teóricas.

4. CONTABILIDAD POSITIVA BASADA EN LA TEORÍA DE LA FIRMA Y ORIENTADA HACIA LAS ORGANIZACIONES

4.1. Orígenes de la contabilidad positiva basada en la teoría de la firma.

La literatura orientada hacia los mercados de capitales nos ha dado a conocer el papel que la información contable desempeña en este ámbito, y es previsible que los investigadores continúen realizando nuevas e interesantes aportaciones. Sin embargo, ha proporcionado muy pocas explicaciones acerca de su significado en el ámbito interno de las organizaciones y de las razones que fundamentan algo tan importante como es la elección de los métodos y procedimientos contables por parte de los gerentes. Watts (1995) señala que en torno a los primeros años setenta, la falta de argumentos para explicar en las escuelas de negocios las causas y consecuencias de la selección de las políticas contables que hacen las empresas comenzó a ser un problema, habida cuenta de la necesidad de enseñar a los alumnos a elegir entre soluciones contables alternativas y de darles a conocer las diferentes consecuencias económicas que se derivan de cada opción.

El nacimiento de la moderna teoría de la firma fue, en realidad, el acontecimiento decisivo para el inicio de la investigación contable orientada hacia las organizaciones. Los enfoques positivos basados en la teoría de la firma tienen como base el trabajo seminal de Coase (1937), desarrollándose a partir de aquí planteamientos más acabados, basados en los costes contractuales o en la teoría de la agencia, que proporcionan el soporte teórico y conceptual a la investigación positiva desplegada.

Coase estableció la proposición fundamental de que todas las instituciones económicas (Coase las llamó firmas, siguiendo el término generalmente empleado en economía) deben su existencia a los costes contractuales. Como suele ocurrir con todas las proposiciones importantes, la de Coase es extremadamente simple: observó que en ausencia de costes contractuales, las empresas serían irrelevantes y no tendrían sentido alguno, ya que los consumidores contratarían directamente con los propietarios de los factores de producción. En un mundo sin costes contractuales, la contabilidad, sencillamente, sería inexistente, por ser irrelevante: los precios se erigirían como único y suficiente elemento para tomar decisiones.

El teorema de Coase es lo que puede denominarse un teorema de irrelevancia institucional general¹³. El análisis basado en los costes contractuales es muy interesante para la contabilidad; Ball y Smith (1992, p. 3) consideran que sus planteamientos son la génesis de la actual investigación positiva orientada hacia las organizaciones, pues explican la existencia de la contabilidad, la forma adoptada por la profesión contable, la existencia de normas contables, el proceso de emisión de éstas, su contenido y la elección de las políticas contables

¹³ Junto a este teorema de Coase de irrelevancia institucional general conviven los que pueden denominarse teoremas de irrelevancia institucional específica. Un ejemplo son las tesis fundamentales de Miller y Modigliani (1958, 1961) que demostraron que en un mundo sin costes de transacción, la estructura de capital y la política de dividendos son irrelevantes y no afectan al valor de la empresa.

realizadas por las empresas¹⁴.

Zmijewski y Hagerman (1981) señalan el trabajo de Gordon (1964) --al que nos referiremos más adelante-- como en primero en proponer una teoría para explicar los incentivos que motivaban la elección de métodos contables de las empresas. Gordon sostiene que los gerentes elegirán aquellas políticas contables que mejor alisen las series temporales de resultados, y por tanto, asume de forma implícita que aquéllos consideran que los usuarios de la información contable no tienen la suficiente capacidad para identificar las manipulaciones realizadas y reajustar las cifras contables a lo que sería su evolución "verdadera".

Sin embargo, todas estas ideas fueron definitivamente introducidas por Watts y Zimmerman (1978), a quienes de manera unánime se les reconoce como los grandes impulsores de la contabilidad positiva; su trabajo se construye gracias a la fuerte inspiración de Alchian y Demsetz (1972) y sobre todo, Jensen y Meckling (1976) ya que sus explicaciones sobre los costes contractuales y la relación entre principal y agente proporcionan una excelente estructura teórica en la que ubicar la investigación positiva.

El trabajo mencionado de Watts y Zimmerman fue rápidamente seguido por Hagerman y Zmijewski (1979), quienes explícitamente emplearon las tesis de aquéllos para explicar y predecir las decisiones gerenciales sobre las políticas contables relativas a inventarios, amortizaciones, créditos fiscales por inversiones y contabilización del coste de servicios pasados. Otros trabajos de esta primera época son los de Deakin (1979) y Dhaliwal (1980), sobre la elección contable en industrias petrolíferas¹⁵; Bowen, Noreen y Lacey (1981), sobre capitalización de intereses; Holthausen (1981), sobre métodos de amortización; Leftwich (1981) y Collins, Rozeff y Dhaliwal (1981), sobre el impacto en los precios bursátiles de la implantación algunas normas contables, y Leftwich, Watts y Zimmerman (1981), sobre los efectos de la información contable intermedia.

Una vez señalados los orígenes de esta parcela de la contabilidad positiva, creemos necesario subrayar su relación fundamental con la teoría de la organización. Como hemos afirmado, la contabilidad positiva que descansa en la teoría de la firma tiene por cometido primordial obtener explicaciones acerca de la elección de la política contable que adoptan las empresas. En este sentido, y como afirma Jensen (1983), la existencia de regularidades empíricas entre la elección de métodos contables y características corporativas como tamaño, estructura de capital, estructura de la propiedad, niveles de rentabilidad, etc., es un elemento esencial para conocer el papel que la contabilidad desempeña en el ámbito de las organizaciones.

Pero además, en este contexto organizacional, la contabilidad debe entenderse como una función especializada de las firmas, que juega un papel esencial facilitando información en

¹⁴ De hecho, la contabilidad no es una disciplina ajena para Coase, que en uno de sus trabajos (Coase, 1990) recuerda sus inicios en la London School of Economics y los once artículos que con periodicidad semanal firmó en la revista *The Accountant* en 1938, en los que, afirma, relacionaba la contabilidad y la teoría de la firma.

¹⁵ Según Watts (1995), éste es un trabajo independiente y no inspirado en Watts y Zimmerman (1978), aunque emplea variables explicativas muy similares a las de Hagerman y Zmijewski (1979).

función de la cual se determinan las prestaciones económicas de cada contrato (Pina, 1988, p. 13). De aquí que su cometido sea, principalmente, la medida de la *performance*, la localización de los derechos de decisión y la monitorización. Para cumplir con estas misiones, la información contable ayuda a las firmas a obtener lo que Ball (1989) denomina "cuasi-precios", es decir, precios internos de transferencia y estándares, ya que los precios de mercado no son suficientes para orientar las decisiones de las firmas y minimizar los costes contractuales. También los presupuestos juegan un rol fundamental en la organización, y su división en centros de costes y resultados está asociado al hecho de existir diferentes niveles de localización de derechos de decisión.

4.2. Elección eficiente y elección oportunista de los métodos contables.

Los responsables de las organizaciones son perfectos conocedores del papel fundamental de la contabilidad. Por esta razón, la elección de métodos y procedimientos contables no es, precisamente, un acto neutral, sino que debe entenderse como una acción orientada con efectos sobre la riqueza y sobre la distribución de ésta, como ya hemos comentado en la introducción de este trabajo.

La elección contable, que constituye el principal objeto de la investigación basada en la teoría de la firma, suele calificarse de eficiente o de oportunista. Para ilustrar en qué consiste la elección eficiente de los métodos contables, piénsese que todas las decisiones basadas en la información que proporciona la contabilidad, tales como comprar o fabricar, asignar costes, determinar precios de transferencia, planificar y presupuestar, decidir sobre precios, evaluar de la rentabilidad, etc., están afectadas por la elección contable, de forma que la maximización del valor de la firma requiere, como escriben Christie y Zimmerman (1994, p. 542), una selección de aquéllas políticas contables que conjuntamente optimicen estas decisiones.

Por el contrario, se considera que la elección contable es oportunista cuando los gerentes seleccionan aquellas políticas que mejor favorecen sus intereses, a expensas de una o más partes contratantes. Por tanto, la elección contable oportunista incrementa la riqueza de la gerencia, pero no crea un aumento neto de la riqueza agregada.

Ahora bien, la proporción de eficiencia y oportunismo de cada elección contable dependerá en gran medida del control que ejerzan los gerentes sobre las políticas contables de sus organizaciones y de los mecanismos de monitorización (auditoría, por ejemplo) existentes. Ball y Smith (1992, p. 4) consideran que es importante saber distinguir entre elección eficiente y elección oportunista, aunque en realidad no son tan claramente identificables y separables, dado que algunos métodos pueden ser oportunistas y simultáneamente eficientes. Por ejemplo, consideremos una empresa en la que la alta dirección se remunera según un plan de incentivos basados en resultados contables: si los gerentes optan por una política agresiva, esto es, tendentes a amplificar los resultados, se diría que estamos en presencia de una elección oportunista; pero si de modo simultáneo, las políticas contables adoptadas son las idóneas para adoptar determinadas decisiones, habría que afirmar que la elección contable es también eficiente.

La investigación acerca de las causas que explican la elección oportunista de métodos contables constituye, sin lugar a dudas, la línea mayoritariamente seguida. Como podrá deducirse de los párrafos siguientes, su hilo conductor es la asunción de que los individuos

no actúan por altruísmo, sino para maximizar su propia utilidad.

4.2. Los instrumentos de la elección contable oportunista: el concepto de "earnings management".

La elección contable oportunista se sirve, fundamentalmente, de tres procedimientos para el logro de sus objetivos: las prácticas de alisamiento del resultado, las políticas contables agresivas y, en el plano de la comunicación externa de la información, las políticas de revelación contable. Estas tres categorías se suelen englobar bajo el término "earnings management", si bien encierran significados diferentes y persiguen objetivos distintos, como seguidamente comentaremos.

4.2.1. Alisamiento del resultado.

Aunque Tua (1983) señala el de Hepworth (1953) como el primer trabajo dedicado al análisis de las prácticas contables de alisamiento del resultado, suele aceptarse el trabajo de Gordon (1964) como el verdadero impulsor de esta línea de investigación. Empleando su modelo de valoración basado en los dividendos, Gordon consideró que los precios de las acciones son una función del nivel del resultados, de la tasa de crecimiento de éste y de la varianza de los cambios en resultados. Por tanto, y asumiendo que el mercado no distingue el efecto de emplear métodos contables alternativos, los gerentes seleccionarán aquéllos que incrementen el nivel de resultados y su tasa de crecimiento, y que al mismo tiempo reduzcan su varianza. De esta forma, la serie histórica de resultados ofrecerá un aspecto más estabilizado, con los consiguientes efectos beneficiosos para la política de dividendos, los precios de los títulos y el perfil de riesgo de la compañía.

A partir del trabajo de Gordon, la literatura sobre alisamiento creció tan rápidamente que Ronen y Sadan (1981) llegaron a sumarizar más de 30 trabajos. En general, la evidencia empírica es consistente con esta hipótesis, que es aceptada de forma generalizada por la comunidad contable. En España, los trabajos de Pina (1988) y Apellániz (1992) confirman la existencia de prácticas de alisamiento en el sector bancario.

No obstante, resulta difícil verificar empíricamente la existencia de alisamiento, debido a que los tests que se emplean suelen asumir la hipótesis consistente en que si los resultados no son manipulados por los gerentes, hubieran seguido una serie histórica natural diferente. Por tanto, en realidad estos trabajos enuncian dos hipótesis, el alisamiento y el proceso natural subyacente, y dada la dificultad de estos tests, no es sorprendente que los resultados obtenidos sobre la evidencia del alisamiento no parezcan ser muy robustos.

4.2.2. Políticas contables agresivas frente a políticas conservadoras.

La segunda modalidad de elección oportunista consiste en elegir procedimientos que favorezcan la presentación de resultados amplificados (políticas contables agresivas), o excepcionalmente, la obtención de resultados deprimidos (políticas contables conservadoras). Davidson, Stickney y Weil (1988, p. 628) definen las políticas contables conservadoras como aquellas que mediante su implementación arrojan los menores resultados acumulados en

cualquier momento de tiempo; a *sensu contrario*, son políticas agresivas las que propenden a ofrecer el mayor nivel de resultados acumulados en cualquier momento. Pero además, las políticas agresivas no sólo tienen efectos sobre los resultados, sino que también amplifican el valor contable de los activos y el nivel de los recursos propios de las empresas.

Esta línea de investigación parte de asumir la hipótesis de que los gerentes tienen incentivos para incrementar, o excepcionalmente disminuir, los resultados de las compañías, en lugar de incentivos para alisarlos. DeAngelo (1988) y Porciau (1993), entre otros, consideran que dichos incentivos son consecuencia del intento de los gerentes de permanecer en sus puestos. DeAngelo, DeAngelo y Skinner (1994) demuestran que en empresas con problemas financieros, la elección contable suele orientarse de manera casi unánime en la dirección de "engordar" los resultados¹⁶.

4.2.3. Políticas de revelación contable.

Como ya hemos afirmado, en el enfoque positivo la información contable se concibe como una acción orientada, encaminada a producir un determinado impacto en la conducta de los usuarios (García y Monterrey, 1993, p. 54). Los efectos que se persiguen no sólo pueden lograrse mediante la elección de métodos que alteren la cuantificación del resultado, bien mediante alisamiento o mediante su amplificación, sino mediante lo que Gibbins, Richardson y Waterhouse (1990) denominan políticas de revelación. En efecto, la información contable no sólo consiste en la comunicación de datos consignados en los estados financieros, sino en la revelación de otros elementos recogidos en las memorias de las compañías, bien con carácter obligatorio o voluntario, bien de forma cuantificada o narrativa.

Por esta razón, y en el contexto de la contabilidad positiva, es muy importante analizar qué se dice y cómo se dice. Así, el trabajo seminal de Verrecchia (1983) parte de asumir la hipótesis consistente en que las políticas de revelación trazadas por las empresas son el fruto de un calculado análisis coste-beneficio, y que éstas sólo divulgarán información de modo voluntario cuando las consecuencias positivas de su diseminación sean superiores a los costes que origina, entendiéndose por tales no sólo los directamente asociados, como recogida de datos y preparación, sino otros menos visibles pero mucho más trascendentes, y que se derivan de desvelar la posición competitiva de las firmas.

A partir del trabajo de Verrecchia se ha desplegado una fructífera línea de investigación que ha aportado un notable bagaje de explicaciones. Hoy sabemos que el impacto de la información revelada por las empresas dependerá de la existencia o no de otras fuentes de información alternativas (Botosan, 1994); que las firmas con mayor cantidad de información emitida voluntariamente son las más seguidas por los analistas financieros (Lang y Lundholm, 1995); que las empresas de mayor tamaño tienen una mayor propensión a revelar

¹⁶ No obstante, en ocasiones se observan prácticas consistentes en deprimir el resultado hasta el menor nivel posible, lo que se conoce como "big bath". El trabajo citado de DeAngelo, DeAngelo y Skinner (1994) evidenció que muchas compañías con pérdidas aprovechan en los años negativos para renegociar contratos con acreedores, prestamistas y sindicatos, como táctica para convencer a terceras partes y obtener amplias concesiones.

un mayor volumen de información¹⁷; que las compañías que buscan financiación tienen incentivos para emitir información discrecional (Healy y Palepu, 1993); que existe una cierta propensión a exhibir "buenas noticias" (García y Monterrey, 1993), y que la revelación voluntaria suele emplearse para legitimar ciertas conductas, como la comunicación de mejoras sociales en compañías con problemas laborales o la implantación de medidas medioambientales en empresas contaminantes (García y Monterrey, 1993). Sin embargo, la evidencia es contradictoria en cuanto a la relación entre revelación y coste de capital; Choi (1983) enunció la hipótesis de que un mayor nivel de revelación de información reduce la incertidumbre y favorece un menor coste de capital, confirmada recientemente por Healy, Palepu y Sweeney (1995), pero Botosan (1994) no encuentra una evidencia clara de este fenómeno¹⁸.

Pero las políticas de revelación también sirven para comunicar "malas noticias". Skinner (1994) sostiene que aunque por regla general la revelación de noticias desfavorables no suele ser frecuente, es un hecho comprobado que las señales negativas (pérdidas, reducción de pedidos, etc.), provocan una reacción a la baja en los precios bursátiles de una magnitud mucho mayor que los movimientos al alza cuando las señales son positivas. Por esta razón, los gerentes tienen incentivos para anticiparse a los acontecimientos y emitir voluntariamente las malas noticias en el momento oportuno, es decir, cuando su conocimiento por el mercado produzca la menor disminución posible de los precios.

4.3. Causas de la elección contable oportunista.

Ahora bien, la elección oportunista, cuyos instrumentos esenciales (alisamiento, agresividad y revelación) acabamos de describir, obedece a determinadas causas. Watts y Zimmerman (1990, p. 60-61) agruparon la investigación sobre elección contable oportunista en tres grandes bloques, y desde entonces esta clasificación permanece invariable:

- (a) Hipótesis de planes de remuneración (bonus plan hypothesis), que considera que los gerentes que han acordado con sus empresas planes de remuneración basados en variables contables, principalmente el resultado, tienen una mayor propensión a emplear métodos que aumenten los resultados actuales.
- (b) Hipótesis del endeudamiento (debt hypothesis), que pronostica que las empresas con un mayor nivel de endeudamiento son más proclives a implementar políticas agresivas.
- (c) Hipótesis de los costes políticos (political costs hypothesis), también denominada hipótesis del tamaño, que sostiene que las grandes firmas, más que las pequeñas, tienden a utilizar métodos contables que reduzcan los resultados, ya que un elevado nivel de éstos puede ser percibido como la obtención de rentas de monopolio e interpretarse de forma negativa.

¹⁷ Existen numerosos trabajos, referidos a varios países, que documentan con gran precisión esta relación, y que por el gran número de referencias evitamos incluir.

¹⁸ Ross (1979) y Lev y Penman (1990) han sugerido que la falta de información puede ser también interpretada como que ésta es la peor posible, justificándose así la teórica relación inversa entre nivel de revelación y coste de capital.

4.3.1. Hipótesis de planes de remuneración.

Desde el punto de vista de la teoría de la agencia, el sentido de los planes de remuneración es alinear los objetivos de los gerentes con los de la firma (Smith y Watts, 1982), y la literatura que se ocupa de esta cuestión concibe la contabilidad como una parte esencial del proceso institucional que minimiza los costes de agencia. Así, los resultados contables son ampliamente utilizados como un elemento crucial en los planes de remuneración la alta dirección de las empresas norteamericanas.

No obstante, algunos autores (Rappaport, 1990) defienden la superioridad de los planes basados en precios de acciones en lugar de planes basados en resultados contables, debido a la imposibilidad de manipular aquéllos. Sin embargo, Sloan (1993) demuestra empíricamente que las empresas emplean tanto planes basados en precios como en resultados contables, y aunque esta dualidad se ha tratado de explicar con diversos argumentos, la razón que se invoca con mayor frecuencia es que mientras los precios bursátiles están influidos por factores de mercado que escapan al control de los ejecutivos, los resultados pueden ser mejor controlados por éstos (Gibbons y Murphy, 1990).

La evidencia empírica es consistente con la hipótesis de los planes de remuneración, y parece claro que las firmas que los tienen establecidos son más propensas a orientaciones contables agresivas. Healy (1985) Lambert y Larcker (1987), Banker y Datar (1989) y Bushman e Indjejikian (1993), por citar sólo algunos, confirman la hipótesis, y Healy (1985) y Healy, Kang y Palepu (1987) encuentran evidencia de que en los ejercicios en los que se adoptan planes de remuneración se producen cambios en las políticas contables, pasando a ser más agresivas. También Healy (1985) verifica la existencia de manipulaciones a la baja de los resultados (big bath) cuando éstos son bajos e impedirán percibir compensaciones salariales a los directivos, y también cuando los resultados son muy elevados y no se percibirán mayores compensaciones por estar ya maximizadas¹⁹.

4.3.2. Hipótesis del endeudamiento.

La estructura interna de la organización no es la única que utiliza la información contable desde un punto de vista contractual, puesto que los pactos y compromisos entre las compañías y sus acreedores financieros también la emplean como mecanismo para monitorizar y controlar las acciones gerenciales; Jensen y Meckling (1976) ya apuntaban la posible existencia de tensiones entre prestamistas, obligacionistas y, en general, proveedores de recursos financieros, con las firmas y sus gerentes.

Inspirado en el trabajo de Jensen y Meckling (1976), Watts (1977) fue el primero en sugerir que las firmas con un elevado nivel de endeudamiento son, en principio, más proclives al alisamiento del resultado, con la intención de ofrecer un perfil de riesgo más reducido, y a seleccionar políticas contables agresivas²⁰.

¹⁹ Sin embargo, los resultados obtenidos recientemente por Holthausen, Larcker y Sloan (1995) no encuentran evidencia de prácticas de big bath en caso de resultados adversos.

²⁰ Sweeney (1994) considera que en este contexto, si bien la elección contable es oportunista,

Esta propensión es especialmente significativa en aquellas compañías en las que existen acuerdos sobre deuda (debt covenants), consistentes en imponer determinadas restricciones a sus decisiones sobre inversiones y financiación, como limitar la política de dividendos, al objeto de garantizar el reembolso de la deuda y/o mantener el valor de la inversión de los tenedores de bonos y obligaciones. Dado que este tipo de compromisos son frecuentemente redactados en términos de magnitudes contables, y como de su incumplimiento se suelen derivar costes importantes para las empresas, los gerentes de estas firmas tienen incentivos para elegir procedimientos contables que favorezcan el alisamiento y/o la presentación de los mejores resultados posibles.

Los resultados de la investigación son unánimes. Dhaliwal (1980), Holthausen (1981), Leftwich (1981) y Collins, Rozeff y Dhaliwal (1981) demuestran que cuanto más alto es el ratio de endeudamiento, más duros son los acuerdos sobre deuda impuestos a la firma. DeFond y Jiambalvo (1994) y Sweeney (1994) investigan el caso de empresas que han violado los acuerdos sobre deuda y encuentran evidencia de que los gerentes manipulan los resultados, tanto en el año del incumplimiento como en el anterior.

4.3.3. Hipótesis de los costes políticos.

La elección contable oportunista no siempre consiste en determinar un resultado estabilizado o amplificado. Bajo esta hipótesis, se considera que algunas grandes compañías pueden tener incentivos para presentar resultados basados en prácticas contables conservadoras. En efecto, la obtención sistemática de resultados elevados puede ser interpretada como el producto de rentas de monopolio, con el consiguiente riesgo de incurrir en costes políticos significativos; una de las maneras de evitarlos consiste, precisamente, en adoptar las opciones contables más conservadoras²¹.

Los resultados obtenidos son coherentes con esta hipótesis, si bien se ha verificado de forma más patente en algunos sectores, como el petrolífero (Zimmerman, 1983), o en las firmas de tamaño gigantesco (Zmijewski y Hagerman, 1981).

4.4. Otros estudios basados en la moderna teoría de la firma.

Existen otras líneas de investigación que aunque no tienen por objeto estudiar la elección de políticas contables, adoptan decididamente el enfoque positivo y se apoyan en la teoría de la firma. Nos estamos refiriendo a la investigación sobre auditoría, sobre impuestos y la denominada "Contabilidad del Comportamiento", que a continuación pasamos a comentar.

Ya en su día, Jensen y Meckling (1976) y Antle (1982) sugirieron que la auditoría es un parte

también es al mismo tiempo eficiente, en la medida en que trata de evitar posibles insolvencias y toda la cadena de efectos costosos y perjudiciales asociados a esta situación.

²¹ En las páginas económicas del diario "El País" se hacía recientemente (13/03/96) una referencia explícita a esta cuestión en el caso de Endesa, al comentarse que el proceso de determinación del resultado contable de esta compañía se determinaba con arreglo a criterios muy conservadores, en un intento de evitar críticas de esta naturaleza.

importante del equilibrio en las relaciones de agencia, y existe un amplio abanico de trabajos sobre esta materia basados en costes contractuales. Aunque la literatura es muy extensa, nos limitaremos a exponer a trazo grueso algunos de los trabajos más significativos; así, entre otros, Chow (1982) investiga porqué las empresas se auditan voluntariamente; DeAngelo (1982) la relación entre tamaño de las firmas de auditoría y calidad de su trabajo; Antle y Demski (1991) las relaciones contractuales en el ámbito de las firmas de auditoría, y Palmrose (1987, 1991) los litigios y reclamaciones por responsabilidad de los auditores.

En cuanto a los impuestos, el estudio de sus importantes efectos sobre la elección contable ha sido impulsado desde el trabajo de Scholes y Wolfson (1992), que conciben la planificación fiscal como una parte del diseño eficiente de las organizaciones y desde una perspectiva marcadamente contractual. Ambos autores intuyen que la elección contable, en la mayoría de las ocasiones, está tanto o más condicionada por las circunstancias fiscales que por cualquier otro factor. Este trabajo seminal ha estimulado una línea de investigación en la que destacan los estudios de Boynton, Dobbins y Plesko (1992) y Matsunaga, Shevlin y Shores (1992) sobre los conflictos existentes entre políticas contables y estrategias fiscales de las compañías.

Por último, otra interesante parcela, aunque menos conocida en España, es la constituida por la investigación basada en las ciencias del comportamiento, y que genéricamente se engloba bajo la denominación de "Contabilidad del Comportamiento" (Behavioral Accounting). Se diferencia de otras áreas de la contabilidad positiva en, al menos, dos aspectos significativos: en primer lugar, que su propósito no es analizar el comportamiento agregado del mercado y cómo se maximiza la creación de valor, sino estudiar la conducta del individuo y cómo tiene lugar el proceso de adopción de decisiones; en segundo término, la mayor parte de la literatura desplegada en este campo ha empleado técnicas de observación y experimentación, basadas generalmente en simulaciones y estudios de laboratorio²².

4. UNA EVALUACION DE LA CONTABILIDAD POSITIVA

Tres décadas de investigación proporcionan una perspectiva más que suficiente para poder afirmar que a lo largo de este tiempo la orientación positiva ha realizado aportaciones muy útiles, merced a las cuales hoy conocemos mucho mejor el mundo real de la contabilidad. Hay que subrayar, una vez más, que ello nunca hubiera sido posible desde una concepción autónoma de la contabilidad, sin entender la disciplina como un cuerpo de conocimientos en interacción con otras ramas conexas de la economía, como son la teoría financiera y la teoría de la organización. No obstante, junto con las luces también existen algunas sombras, y tanto unas como otras se comentarán seguidamente.

Con relación a la investigación orientada hacia el mercado de capitales, basada en la teoría financiera, hoy día sabemos que el papel que la información contable representa en el mecanismo de formación de los precios bursátiles es bastante más modesto del que los contables desearíamos, y que su impacto depende en una medida decisiva de las características que presente la firma que emite. Sería muy importante que la literatura comenzara a recoger aportaciones procedentes de otros escenarios bursátiles distintos del norteamericano, si bien cabe esperar que en un futuro próximo, la facilidad de acceso a bases

²² Un reciente trabajo de Libby y Luft (1993) aporta una excelente visión panorámica sobre esta cuestión.

de datos favorezca este hecho.

No obstante, algunos críticos de los enfoques positivos consideran que la naturaleza social de la economía hace imposible la formulación y verificación exactas, por lo que cualquier esfuerzo por conocer el alcance y significación de la información contable en los mercados resulta estéril. Precisamente, algunos de los problemas de la econometría contemporánea se refieren a las formalizaciones inexactas o incompletas de la teoría económica y a diversas imperfecciones de las muestras de datos²³. Sin embargo, esta cuestión no puede erigirse como un impedimento para conocer el papel de la información contable en el mundo real, aún con las limitaciones propias de la investigación en las ciencias sociales.

Ahora bien, en el plano de la mayor objetividad, ha de reconocerse que en ocasiones, las críticas hacia la investigación orientada al mercado de capitales pueden haber surgido como consecuencia de cierta literatura carente de rigor. Como ya hemos afirmado (Monterrey, 1995), la búsqueda, irreflexiva en ocasiones, de regularidades empíricas provoca la sensación de estar asistiendo a una loca carrera consistente en formular hipótesis, en muchas ocasiones sin ninguna solidez conceptual, que más parece el fruto de la presión por publicar que existe en determinadas universidades que el resultado del análisis sosegado que debe ser inherente al trabajo científico.

En lo concerniente a la contabilidad positiva basada en la teoría de la firma, la investigación ha aportado explicaciones muy útiles acerca de su papel en el ámbito de las organizaciones. Hoy día se acepta sin reservas que la contabilidad, más allá de los principios y normas que constituyen la regulación, también es un asunto que depende de los gerentes, y que la información contable no es, en absoluto, neutral. La elección de determinadas políticas contables obedece a determinadas intenciones que es necesario conocer si se quiere obtener un conocimiento integral de la disciplina.

A nuestro juicio, uno de los mayores problemas de esta línea de investigación es que los costes contractuales y los costes políticos no son observables, por lo que los investigadores tienden a emplear subrogados y aproximaciones de éstos. Por ejemplo, el ratio de endeudamiento se suele tomar como un indicador del riesgo y de las dificultades de cumplimiento de los contratos sobre deuda, y el tamaño se emplea con frecuencia como como un subrogado de los costes políticos derivados de la elección de la política contable.

²³ Para ilustrar la importancia de esta cuestión, señalemos el reciente debate en torno a la validez del ratio book-to-market (cociente entre el valor de mercado y el valor contable de las acciones) como variable explicativa de la rentabilidad de los títulos, en lugar de la clásica beta, basado en la evidencia recogida por Chan, Hamao y Lakonishok (1991) y sobre todo, Fama y French (1992). La controversia *book-to-market versus* beta gira en torno al efecto que la selección de los datos provoca sobre los resultados. Kothari, Shanken y Sloan (1995) rebaten la superioridad del ratio *book-to-market* y consideran que los resultados obtenidos por Fama y French son consecuencia de errores en las bases de datos, y no por la superioridad del ratio *book-to-market*. Posteriormente, un documento de trabajo de Breen y Korajczyk (1995) rechaza las conclusiones de Kothari, Shanken y Sloan y se adhiere a las de Fama y French [para un estudio más detallado de los efectos que la selección de datos tiene sobre la investigación contable orientada hacia el mercado de capitales, pueden consultarse los trabajos de Courtenay y Keller (1994) y sobre todo, el de Kern y Morris (1994)].

Un segundo problema es el que señalan Prieto y Pérez (1992, p. 648), consistente en que el análisis de la elección contable, ya sea ésta eficiente u oportunista, se aborda desde una óptica demasiado simple. En realidad, la política contable de las empresas está cimentada no en un único método, sino en una variedad de ellos, por lo que sería más interesante conocer cómo estas combinaciones de procedimientos afectan a la información contable. En nuestra opinión, una forma de evitar algunos de los problemas asociados a esta línea de investigación sería estimular la aparición de trabajos clínicos, que tan excelente resultado parecen haber dado en el ámbito de las finanzas²⁴.

5. RESUMEN Y CONCLUSIONES FINALES

En este trabajo hemos realizado una visión panorámica de la investigación positiva desplegada en sus tres décadas de trayectoria. Nuestro recorrido ha estado presidido por la idea central de que la contabilidad debe entenderse como una parte integral de la economía, en interacción con otros ámbitos de ésta, y que la información contable no es un fenómeno neutral, ya que afecta a la asignación de recursos y tiene consecuencias tanto en el ámbito de las organizaciones como en el de los mercados. En la sección 2 hemos descrito sus orígenes, paralelos a un cierto declive del normativismo, y hemos expresado nuestra posición personal en torno al siempre polémico debate suscitado por defensores de los enfoques positivos y los de carácter normativo. Seguidamente nos hemos ocupado de la investigación orientada hacia los mercados, desde las aportaciones pioneras de Ball y Brown (1968) y Beaver (1968) hasta las más recientes, entre las que comienzan a aparecer trabajos españoles, como el descriptivo de Tua (1991) y los empíricos de Ansón y Pina (1994) y Larrán (1994), por citar algunos, para continuar con la descripción de las aportaciones más relevantes en el ámbito de la investigación basada en la moderna teoría de la firma; también aquí cabe hacer mención de los primeros trabajos de autores españoles, como Apellániz (1992), García y Monterrey (1993) y Pina (1988). Finalmente, hemos realizado una evaluación de la contabilidad positiva, no sólo reconociendo que junto a sus decisivas aportaciones conviven algunas lagunas de importancia que es necesario resolver si lo que se pretende es obtener el reconocimiento y la aceptación unánime por parte de la de la comunidad contable.

No queremos terminar este trabajo sin resaltar algo que nos parece esencial: una implicación fundamental de la contabilidad positiva es que las aportaciones de estos años no deben quedar ceñidas al estricto ámbito de la investigación, sino que el bagaje de conocimientos adquirido debe también trasladarse a las aulas. El sentido de la investigación no es otro que producir conocimientos útiles, y por ello la docencia universitaria de la contabilidad debe asumir las explicaciones positivas.

Pero ello tampoco puede significar, en ningún caso, el abandono de las enseñanzas encaminadas a ilustrar el proceso de producción de la información contable; algunos años en las aulas nos han enseñado que no es posible el análisis económico de la información sin conocer su proceso de producción. Así, por ejemplo, si un grupo de empresas altera de un ejercicio a otro su perímetro consolidable, y ello va acompañado de una variación notable en el resultado, no es posible proporcionar explicaciones satisfactorias desde un enfoque

²⁴ Desde 1989, el *Journal of Financial Economics* inició la publicación de trabajos clínicos bajo la dirección de Richard Ruback, que parecen haberse erigido como un importante medio de investigación.

positivo sin conocer a fondo las técnicas de consolidación; o la tendencia natural de los gerentes a alisar o amplificar los resultados no puede entenderse en profundidad sin antes conocer de forma detallada el proceso de formación de éstos.

BIBLIOGRAFIA

- Abarbanell, Jeffery S. (1991), "Do analysts' earnings forecasts incorporate information in prior stock price changes?", *Journal of Accounting and Economics*, junio, pp. 147-165.
- Abarbanell, Jeffery S. y Victor L. Bernard (1992), "Test of analysts' overreaction/underreaction to earnings information as an explanation for anomalous stock price behavior", *Journal of Finance*, julio, pp. 1181-1207.
- Alchian, Armen A. y Harold Demsetz (1972), "Production, information costs and economic organization", *American Economic Review*, diciembre, pp. 777-795.
- Ali, Ashiq, April Klein y James Rosenfeld (1992), "Analysts' use of information about permanent and transitory earnings components in forecasting annual EPS", *Accounting Review*, enero, pp. 183-198.
- Ansón, José Angel y Vicente Pina (1994), "El excedente empresarial como factor explicativo de la rentabilidad", comunicación al V Encuentro de profesores universitarios de Contabilidad, Madrid, mayo.
- Anthony, Joseph y K. Ramesh (1992), "Association between accounting performance measures and stock prices", *Journal of Accounting and Economics*, junio-septiembre, pp. 203-227.
- Antle, Rick (1982), "The auditor as an economic agent", *Journal of Accounting and Economics*, otoño, pp. 503-527.
- Antle, Rick y Joel S. Demski (1991), "Contracting frictions, regulation, and structure of CPA firms", *Journal of Accounting and Economics*, suplemento, pp. 1-24.
- Apellániz Gómez, Paloma (1992), "Una aproximación empírica al alisamiento de beneficios en la banca española". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, pp. 195-219.
- Atiase, Rowland K. (1985), "Predisclosure information, firm capitalization, and security price behavior around earnings announcements", *Journal of Accounting Research*, primavera, pp. 21-36.
- Ball, Ray (1972), "Changes in accounting techniques and stock prices", *Journal of Accounting Research*, suplemento, pp. 1-38.
- Ball, Ray (1989), "The firm as a specialist contracting intermediary: Application to accounting and auditing", Working paper, University of Rochester, abril.
- Ball, Ray y Philip Brown (1968), "An empirical evaluation of accounting income numbers", *Journal of Accounting Research*, otoño, pp. 159-178.

- Ball, Ray y Clifford W. Smith, eds. (1992), "*The economics of accounting policy choice*", McGraw-Hill, New York, NY.
- Ball, Ray y Ross L. Watts (1972), "Some time series properties of accounting income", *Journal of Finance*, junio, pp. 663-681.
- Banker, Rajiv y Srikant Datar (1989), "Sensitivity, precision and linear aggregation of signals for performance evaluation", *Journal of Accounting Research*, primavera, pp. 21-39.
- Beaver, William H. (1968), "The information content of accounting earnings announcements", *Journal of Accounting Research*, suplemento, pp. 67-92.
- Beaver, William H. y Roland E. Dukes (1972), "Interperiod tax allocation, earnings expectations, and the behavior of stock prices", *Accounting Review*, abril, pp. 320-332.
- Beaver, William H., Richard A. Lambert y Dale Morse (1980), "The information content of security prices", *Journal of Accounting and Economics*, enero, pp. 3-28.
- Beaver, William H., Richard A. Lambert y Stephen G. Ryan (1987), "The information content of security prices. A second look", *Journal of Accounting and Economics*, junio, pp. 139-158.
- Biddle, Gary C. y Frederick W. Lindahl (1982), "Stock price reactions to LIFO adoptions: The association between excess return and LIFO tax savings", *Journal of Accounting Research*, otoño, pp. 551-588.
- Biddle, Gary C. y William E. Ricks (1988), "Analyst forecast errors and stock price behavior near the earnings announcement dates of LIFO adopters", *Journal of Accounting Research*, otoño, pp. 169-194.
- Biddle, Gary C. y Gim S. Seow (1991), "The estimation and determinants of association between returns and earnings: Evidence from cross-industry comparisons", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, primavera, pp. 183-232.
- Botosan, Christine A. (1994), "The impact of annual report disclosure level on investor base and the cost of capital", Working paper, University of Michigan, febrero.
- Bowen, Robert M., David Burgstahler y Lane A. Daley (1987), "Evidence on the relationships between earnings and various measures of cash flow", *Accounting Review*, octubre, pp. 713-725.
- Bowen, Robert M., Eric W. Noreen y John M. Lacey (1981), "Determinants of the corporate decision to capitalize interest", *Journal of Accounting and Economics*, agosto, pp. 151-179.
- Boynton, Charles E., Paul S. Dobbins y George A. Plesko (1992), "Earnings management and the corporate alternative minimum tax", *Journal of Accounting Research*, suplemento, pp. 131-154.

- Breen, William J. y Robert A. Korajczyk (1995), "On selection biases in book-to-market based tests of asset pricing models", Working paper, Northwestern University, julio.
- Brooks, L.D. y D.A. Buckmaster (1976), "Further evidence of the time series properties of accounting income". Journal of Finance, diciembre, pp. 1359-1373. Archivo.
- Brown, Lawrence D. y Michael S. Rozeff (1978), "The superiority of analysts forecasts as measures of expectations: Evidence from earnings", Journal of Finance, marzo, pp. 1-16.
- Brown, Lawrence D., Paul A. Griffin, Robert L. Hagerman y Mark E. Zmijewski (1987), "An evaluation of the alternative proxies for the market's assesment of unexpected earnings", Journal of Accounting and Economics, julio, pp. 159-193.
- Brown, Philip (1970), "The impact of the annual net profit report on the stock market", Australian Accountant, julio, pp. 277-283.
- Brown, Philip (1989), "Ball and Brown [1968]", Journal of Accounting Research, suplemento, pp. 202-217.
- Brown, Philip, George Foster y Eric W. Noreen (1985), "Security analyst multi-year earnings forecasts and the capital market", American Accounting Association, Sarasota, FL.
- Bushman, Robert M. y Raffi J. Indjejikian (1993), "Accounting income, stock price, and managerial compensation", Journal of Accounting and Economics, enero-abril-julio, pp. 3-23.
- Cañibano, Leandro (1975), "Teoría actual de la contabilidad", ICE, Madrid.
- Capstaff, John, Krishna Paudyal y William Rees (1995), "The accuracy and rationality of earnings forecasts by UK analysts", Journal of Business Finance & Accounting, enero, pp. 67-85.
- Chan, Louis K., Yashusi Hamao y Josef Lakonishok (1991), "Fundamentals and stock returns in Japan", Journal of Finance, diciembre, pp. 1739-1764.
- Chambers, Raymond J. (1966), "Accounting, evaluation and economic behavior", Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- Choi, Frederick D.S. (1983), "Financial disclosure in relation to a firm's capital costs", Accounting and Business Research, otoño, pp. 282-292.
- Chow, Chee W. (1982), "The demand for external auditing: Size, debt and ownership influences", Accounting Review, abril, pp. 272-291.
- Christenson, Charles (1983), "The methodology of positive accounting", Accounting Review, enero, pp. 1-22.
- Christie, Andrew A. y Jerold L. Zimmerman (1994), "Efficient and opportunistic choices of

- accounting procedures: Corporate control contest". *Accounting Review*, octubre, pp. 539-566.
- Coase, Ronald H. (1937), "The nature of the firm", *Economica*, noviembre, pp. 386-405.
- Coase, Ronald H. (1990), "Accounting and the theory of the firm". *Journal of Accounting and Economics*, enero, pp. 3-13
- Collins, Daniel W. y William S. Hopwood (1982), "A multivariate analysis of annual earnings forecasts generated from quarterly forecasts of financial analysts and univariate time series model", *Journal of Accounting Research*, otoño, pp. 390-405.
- Collins, Daniel W. y S.P. Kothari (1989), "An analysis of inter-temporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients", *Journal of Accounting and Economics*, julio, pp. 383-403.
- Collins, Daniel W., S.P. Kothari y Judy D. Rayburn (1987), "Firm size and the information content of prices with respect to earnings", *Journal of Accounting and Economics*, julio, pp. 111-138.
- Collins, Daniel W., Michael S. Rozeff y Dan S. Dhaliwal (1981), "The economic determinants of the market reaction to proposed mandatory accounting changes in the oil and gas industry: A cross-sectional analysis", *Journal of Accounting and Economics*, marzo, pp. 37-71.
- Courtenay, Stephen M. y Stuart B. Keller (1994), "Errors in databases revisited: An examination of the CRSP shares-outstanding data", *Accounting Review*, enero, pp. 285-291.
- Davidson, Sidney, Clyde P. Stickney y Roman L. Weil (1988), "*Financial Accounting*", Dryden Press, Chicago, IL.
- Deakin Edward B. (1979), "An analysis of differences between non-major oil firms using successful efforts and full costs methods", *Accounting Review*, octubre, pp. 722-734.
- DeAngelo, Linda E. (1982), "Mandated successful efforts and auditor choice", *Journal of Accounting and Economics*, enero, pp. 171-204.
- DeAngelo, Linda E. (1988), "Managerial competition, information costs, and corporate governance: The use of accounting performance measures in proxy contests", *Journal of Accounting and Economics*, enero, pp. 3-36.
- DeAngelo, Harry, Linda E. DeAngelo y Douglas J. Skinner (1994), "Accounting choice in troubled companies". *Journal of Accounting and Economics*, enero, pp. 113-143.
- DeBondt, Werner F.M. y Richard H. Thaler (1985), "Does the stock market overreact?", *Journal of Finance*, junio, pp. 557-581.
- Dechow, Patricia M. (1994), "Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals", *Journal of Accounting and Economics*,

julio, pp. 3-42.

- DeFond, Mark L. y James Jiambalvo (1994), "Debt covenant violation and manipulation of accruals". *Journal of Accounting and Economics*, enero, pp. 145-176.
- Demski, Joel S. (1973), "The general impossibility of normative accounting standards", *Accounting Review*, octubre, pp. 718-723.
- Demski, Joel S. (1974), "Choice among financial reporting alternatives", *Accounting Review*, abril, pp. 221-232.
- Dhaliwal, Dan S. (1980), "The effect of the firm's capital structure on the choice of accounting methods", *Accounting Review*, enero, pp. 78-84.
- Dyckman, Thomas R. y Stephen A. Zeff (1984), "Two decades of the Journal of Accounting Research". *Journal of Accounting Research*, primavera, pp. 225-297.
- Dye, Ronald A. y Robert E. Verrecchia (1994), "Discretion vs. uniformity: Choices among GAAP", Working paper, Northwestern University y University of Pennsylvania, agosto.
- Easton, Peter D. y Trevor S. Harris (1991), "Earnings as an explanatory variable for returns", *Journal of Accounting Research*, primavera, pp. 19-36.
- Easton, Peter D., Trevor S. Harris y James A. Ohlson (1992), "Aggregate accounting earnings can explain most of security returns. the case of long return intervals", *Journal of Accounting and Economics*, junio-septiembre, pp. 119-142.
- Fama, Eugene F. (1965), "The behavior of stock market prices", *Journal of Business*, enero, pp. 34-105.
- Fama, Eugene F., L. Fisher, Michael C. Jensen y Richard Roll (1969), "The adjustment of stock prices to new information", *International Economic Review*, febrero, pp. 1-21.
- Fama, Eugene F. y Kenneth R. French (1992), "The cross-section of expected stock returns", *Journal of Finance*, junio, pp. 427-465.
- Fama, Eugene F. y Kenneth R. French (1997), "Forecasting profitability and earnings", working paper, University of Chicago, julio.
- Finger, Catherine A. (1994), "The ability of earnings to predict future earnings and cash flows", *Journal of Accounting Research* 32, otoño, pp. 210-223.
- Flavin, Marjorie A. (1981), "The adjustment of consumption to changing expectations about future income", *Journal of Political Economy*, mayo, pp. 974-1009.
- Foster, George (1977), "Quarterly accounting data: Time series properties and predictive ability results", *Accounting Review*, enero, pp. 1-21.

- Freeman, Robert N. (1987), "The association between accounting earnings and security returns for large and small firms", *Journal of Accounting and Economics*, julio, pp. 195-228.
- Fried, Dov y Dan Givoly (1982), "Financial analysts' forecasts of earnings: A better surrogate of earnings expectations", *Journal of Accounting and Economics*, octubre, pp. 85-107.
- Friedman, Milton (1953), "The methodology in positive economics", en "*Essays in positive economics*", University of Chicago Press, Chicago, IL.
- García Benau, María Antonia y Juan Monterrey (1993), "La revelación voluntaria en las compañías españolas cotizadas en Bolsa", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, enero-marzo, pp. 53-70.
- García-Ayuso, Manuel y Juan Monterrey (1996), "The impact of accounting policy choice on the Edwards-Bell-Ohlson (EBO) valuation model", comunicación al 19th Annual Congress of the European Accounting Association, mayo.
- Gibbins, Michael, Alan Richardson y John Waterhouse (1990), "The management of corporate financial disclosure: Opportunism, ritualism, policies and processes", *Journal of Accounting Research*, primavera, pp. 121-143.
- Gibbons, Robert y Kevin J. Murphy (1990), "Relative performance evaluation for chief executive officers", *Industrial and Labor Relations Review*, 43, pp. 30-51.
- Givoly, Dan y Carla Hayn (1993), "Transitory accounting items: Information content and earnings management", Working paper, Northwestern University, febrero.
- Givoly, Dan y Josef Lakonishok (1979), "The information content of financial analysts' forecasts of earnings", *Journal of Accounting and Economics*, invierno, pp. 165-185.
- Gordon, Myron J. (1964), "Postulates, principles and research in accounting", *Accounting Review*, abril, pp. 251-263.
- Hagerman, Robert L. y Mark E. Zmijewski (1979), "Some economic determinants of accounting policy choice", *Journal of Accounting and Economics*, agosto, pp. 141-161.
- Hakansson Nils H. (1981), "On the politics of accounting disclosure and measurement: An analysis of economic incentives", *Journal of Accounting Research*, suplemento, pp. 1-35.
- Healy, Paul M. (1985), "The effect of bonus schemes on accounting decisions". *Journal of Accounting and Economics*, abril, pp. 85-107.
- Healy, Paul M., Sok-Hyon Kang y Krishna G. Palepu (1987), "The effect of accounting procedure changes on executives' remuneration", *Journal of Accounting and Economics*, marzo, pp. 7-34.
- Healy, Paul M. y Krishna G. Palepu (1993), "The effect of firm's financial disclosure strategies on stock prices", *Accounting Horizons*, marzo, pp. 1-11.

- Healy, Paul M., Krishna G. Palepu y Amy P. Sweeney (1995), "Do firms benefit from expanded voluntary disclosure?", Working paper, Harvard University and MIT, agosto.
- Hepworth, Samuel R. (1953), "Smoothing periodic income", *Accounting Review*, enero, pp. 32-40.
- Holthausen, Robert W. (1981), "Evidence on the effect of bond covenants and management compensation contracts on the choice of accounting techniques: The case of the depreciation switch-back", *Journal of Accounting and Economics*, marzo, pp. 73-109.
- Holthausen, Robert W., David F. Larcker y Richard G. Sloan (1995), "Annual bonus schemes and the manipulation of earnings". *Journal of Accounting and Economics*, febrero, pp. 29-74.
- Jensen, Michael C. (1983), "Organization theory and methodology", *Accounting Review*, abril, pp. 319-339.
- Jensen, Michael C. y William H. Meckling (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, octubre, pp. 305-360.
- Kaplan, Robert S. y Richard Roll (1972), "Investor evaluation of accounting information: Some empirical evidence", *Journal of Business*, abril, pp. 225-257.
- Kern, Beth B. y Michael H. Morris (1994), "Differences in the COMPUSTAT and expanded VALUE LINE databases and the potential impact on empirical research", *Accounting Review*, enero, pp. 274-284.
- Klein, April y Rebecca Todd (1992), "The market valuation of earnings and cash flows", Working paper, New York University, junio.
- Kormendi, Roger y Robert C. Lipe (1987), "Earnings innovations, earnings persistence, and stock returns", *Journal of Business*, julio, pp. 323-345.
- Kormendi, Roger y Paul Zarowin (1995), "Dividend policy and persistence of earnings". Working paper, University of Michigan, febrero.
- Kothari, S.P., Jay Shanken y Richard G. Sloan (1995), "Another look at the cross-section of expected stock returns", *Journal of Finance*, marzo, pp. 185-224.
- Kothari, S.P. y Richard G. Sloan (1992), "Information in prices about future earnings", *Journal of Accounting and Economics*, junio-septiembre, pp. 143-171.
- Lambert, Richard A. y David F. Larcker (1987), "Accounting and market measures of performance", *Journal of Accounting Research*, suplemento, pp. 85-125.
- Lang, Mark A. (1991), "Time-varying stock price responses to earnings induced by un-

- certainty about the time-series properties of earnings", *Journal of Accounting Research*, otoño, pp. 229-257.
- Lang, Mark A. y Russell Lundholm (1995), "An empirical assesment of voluntary disclosure theory", Working paper, Stanford University, mayo.
- Larrán Jorge, Manuel (1994), "Los estados de flujos de tesorería: origen, utilidad y normalización", Tesis doctoral, Universidad de Cádiz.
- Leftwich, Richard W. (1981), "Evidence of the impact of mandatory changes in accounting principles on corporate loan agreements", *Journal of Accounting and Economics*, enero, pp. 3-36.
- Leftwich, Richard W., Ross L. Watts y Jerold L. Zimmerman (1981), "Voluntary corporate disclosure: The case of interim reporting", *Journal of Accounting Research*, suplemento, pp. 50-77.
- Lev, Baruch (1989), "On the usefulness of earnings and earnings research: Lessons and directions of two decades of empirical research", *Journal of Accounting Research*, suplemento, pp. 153-192.
- Lev, Baruch y Stephen H. Penman (1990), "Voluntary forecast disclosure, nondisclosure, and stock prices", *Journal of Accounting Research*, primavera, pp. 49-76.
- Libby, Robert y J. Luft (1993), "Determinants of judgement performance in accounting settings: Ability, knowledge, motivation, and environment", *Accounting, Organizations and Society*, 18, pp. 424-450.
- Lipe, Robert C. (1986), "The information content in the components of earnings", *Journal of Accounting Research*, suplemento, pp. 37-64.
- Lipe, Robert C. y Roger Kormendi (1993), "The implications of the higher order properties of annual earnings for security valuation", en Stephen A. Butler, ed., "*The quality of earnings*", The University of Oklahoma Press.
- Livnat, Joshua y Paul Zarowin (1990), "The incremental information content of cash flows components", *Journal of Accounting and Economics*, octubre, pp. 25-46.
- Lys, Thomas y Sungkyu Sohn (1990), "The association between revisions of financial analysts' earnings forecasts and security price changes", *Journal of Accounting and Economics*, enero, pp. 341-363.
- Matsunaga, Steve, Terry Shevlin y Dee Shores (1992), "Disqualifying dispositions of incentive stock options: Tax benefits versus financial reporting costs", *Journal of Accounting Research*, suplemento, pp. 37-68.
- Mattessich, Richard (1964), "*Accounting and analytical methods*", Richard D. Irwin, Homewood, IL.

- Miller, Merton H. y Franco Modigliani (1961), "Dividend policy, growth, and valuation of shares", *Journal of Business* 34, octubre, pp. 411-433.
- Miller, Merton H. y Kevin Rock (1985), "Dividend policy under asymmetric information", *Journal of Finance* 40, septiembre, pp. 1031-1051.
- Modigliani, Franco y Merton H. Miller (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *American Economic Review*, junio, pp. 261-297.
- Monterrey, Juan (1995), "Los programas de investigación en contabilidad: un comentario", I Jornadas de Teoría de la Contabilidad, Jerez de la Frontera, febrero.
- Monterrey, Juan y Carmen Pineda (1996), "La relación resultados-precios en España", Documento de trabajo, Universidad de Extremadura, enero.
- Monterrey, Juan y Amparo Sánchez (1994), "La anomalía resultado-precio y el mercado de capitales: implicaciones para el análisis de estados financieros", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, julio-septiembre, pp. 761-791.
- O'Brien, Patricia (1988), "Analysts' forecasts as earnings expectations", *Journal of Accounting and Economics*, enero, pp. 53-83.
- Ohlson, James A. (1989), "Earnings, book value and dividends in security valuation", Working paper, Columbia University, febrero.
- Ohlson, James A. y Stephen H. Penman (1992), "Disaggregated accounting data as explanatory variable for returns", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, otoño, pp. 553-573.
- Palmrose, Zoe-Vonna (1987), "Litigation and independent auditors: The role of business failures and management fraud", *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, primavera, pp. 90-103.
- Palmrose, Zoe-Vonna (1991), "Trials of legal disputes involving independent auditors: Some empirical evidence", *Journal of Accounting Research*, suplemento, pp. 149-185.
- Pina Martínez, Vicente (1988), "*Efectos económicos de las normas contables*", AECA, Madrid.
- Porciau, Susan (1993), "Earnings management and nonroutine executive changes", *Journal of Accounting and Economics*, enero-abril-julio, pp. 317-336.
- Prieto, Begoña y María José Pérez (1992), "La teoría de la contabilidad positiva en el transcurso de una década". *Actualidad Financiera*, nº 47, diciembre, pp. C645-C654.
- Raffournier (1993), "Accounting earnings and firm value in France", 15th Annual Congress of the European Accounting Association, Maastricht, mayo.
- Rappaport, Alfred (1990), "*Creating shareholder value*", The Free Press, New York, NY.

- Rayburn, Judy D. (1986), "The association of operating cash flow and accruals with security returns", *Journal of Accounting Research*, suplemento, pp. 112-133.
- Regojo, Pedro (1993), "El contenido informativo de los estados contables que publican las compañías admitidas a cotización en el mercado bursátil español", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, enero-marzo, pp. 71-103.
- Ronen, Joshua y Simcha Sadan (1981), "Smoothing income numbers: Objectives, means and implications", Addison Wesley, Reading, MA.
- Ross, Stephen A. (1979), "The economic theory of agency: The principal's problem", *American Economic Review*, mayo, pp. 134-139.
- Schipper, Katherine (1991), "Analysts' forecasts", *Accounting Horizons*, diciembre, pp. 105-121.
- Scholes, Myron S. y Mark A. Wolfson (1992), "Taxes and business strategy", Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- Shroff, Pervin K. (1996), "The relation between accounting earnings and security returns over long windows", Working paper, Ohio State University, enero.
- Skinner, Douglas J. (1994), "Why firms voluntarily disclose bad news", *Journal of Accounting Research*, primavera, pp. 38-60.
- Sloan, Richard G. (1993), "Accounting earnings and top executive compensation". *Journal of Accounting and Economics*, enero-abril-julio, pp. 55-100.
- Smith, Clifford W. y Ross L. Watts (1982), "Incentive and tax effects of US executive compensation plans", *Australian Journal of Management*, diciembre, pp. 139-157.
- Sterling, Robert R. (1990), "Positive accounting: An assesment", *Abacus*, septiembre, pp. 97-135.
- Stickel, Scott E. (1989), "The timing of and incentives for annual earnings forecasts near earnings announcements". *Journal of Accounting and Economics*, julio, pp. 275-292.
- Strong, Norman y Martin Walker (1993), "The explanatory power of earnings for stock returns", *Accounting Review*, abril, pp. 385-399.
- Sunder, Shyam (1973), "Relationship between accounting changes and stock prices: Problems of measurement and some empirical evidence", *Journal of Accounting Research*, suplemento, pp. 1-45.
- Sweeney, Amy P. (1994), "Debt covenant violations and managers' accounting responses", *Journal of Accounting and Economics*, mayo, pp. 281-308.
- Tinker, Tony A., Barbara D. Merino y M.D. Neimark (1982), "The normative origins of positive theories: Ideology and accounting thought", *Accounting, Organizations and So-*

ciety, 2, pp. 167-200.

Tua, Jorge (1983), "Principios y normas de contabilidad", Instituto de Planificación Contable, Madrid.

Tua, Jorge (1991), "La investigación empírica en Contabilidad. La hipótesis de eficiencia del mercado", Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Madrid.

Verrecchia, Robert E. (1983), "Discretionary disclosure", *Journal of Accounting and Economics*, junio, pp. 174-194.

Warfield, Terry D. y John J. Wild (1992), "Accounting recognition and the relevance of earnings as an explanatory variable for returns", *Accounting Review*, octubre, pp. 821-842.

Watts, Ross L. (1977), "Corporate financial statements, a product of the market and political process", *Australian Journal of Management*, abril, pp. 53-64.

Watts, Ross L. (1995), "Positive research in accounting", Working paper, University of Rochester, octubre.

Watts, Ross L. y Richard W. Leftwich (1977), "The time series of annual accounting earnings", *Journal of Accounting Research*, otoño, pp. 253-271.

Watts, Ross L. y Jerold L. Zimmerman (1978), "Towards a positive theory of the determination of accounting standards", *Accounting Review*, enero, pp. 112-134.

Watts, Ross L. y Jerold L. Zimmerman (1986), "Positive Accounting Theory", Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.

Watts, Ross L. y Jerold L. Zimmerman (1990), "Positive accounting theory: A ten year perspective", *Accounting Review*, enero, pp. 131-156.

Zimmerman, Jerold L. (1983), "Taxes and firm size", *Journal of Accounting and Economics*, agosto, pp. 119-149.

Zimmerman, Jerold L. (1995), "Accounting for decision making and control", Richard D. Irwin, Burr Ridge, IL.

Zmijewski, Mark E. y Robert L. Hagerman (1981), "An income strategy approach to the positive theory of accounting standard setting/choice", *Journal of Accounting and Economics*, agosto, pp. 129-149.