



***Utilidad del estado de flujos de efectivo en la  
detección de la manipulación contable.***

**Núria Villaescusa Serrano**

**ADVERTIMENT** La consulta d'aquesta tesi queda condicionada a l'acceptació de les següents condicions d'ús: La difusió d'aquesta tesi per mitjà del repositori institucional UPCommons (<http://upcommons.upc.edu/tesis>) i el repositori cooperatiu TDX (<http://www.tdx.cat/>) ha estat autoritzada pels titulars dels drets de propietat intel·lectual **únicament per a usos privats** emmarcats en activitats d'investigació i docència. No s'autoritza la seva reproducció amb finalitats de lucre ni la seva difusió i posada a disposició des d'un lloc aliè al servei UPCommons o TDX. No s'autoritza la presentació del seu contingut en una finestra o marc aliè a UPCommons (*framing*). Aquesta reserva de drets afecta tant al resum de presentació de la tesi com als seus continguts. En la utilització o cita de parts de la tesi és obligat indicar el nom de la persona autora.

**ADVERTENCIA** La consulta de esta tesis queda condicionada a la aceptación de las siguientes condiciones de uso: La difusión de esta tesis por medio del repositorio institucional UPCommons (<http://upcommons.upc.edu/tesis>) y el repositorio cooperativo TDR (<http://www.tdx.cat/?locale-attribute=es>) ha sido autorizada por los titulares de los derechos de propiedad intelectual **únicamente para usos privados enmarcados** en actividades de investigación y docencia. No se autoriza su reproducción con finalidades de lucro ni su difusión y puesta a disposición desde un sitio ajeno al servicio UPCommons. No se autoriza la presentación de su contenido en una ventana o marco ajeno a UPCommons (*framing*). Esta reserva de derechos afecta tanto al resumen de presentación de la tesis como a sus contenidos. En la utilización o cita de partes de la tesis es obligado indicar el nombre de la persona autora.

**WARNING** On having consulted this thesis you're accepting the following use conditions: Spreading this thesis by the institutional repository UPCommons (<http://upcommons.upc.edu/tesis>) and the cooperative repository TDX (<http://www.tdx.cat/?locale-attribute=en>) has been authorized by the titular of the intellectual property rights **only for private uses** placed in investigation and teaching activities. Reproduction with lucrative aims is not authorized neither its spreading nor availability from a site foreign to the UPCommons service. Introducing its content in a window or frame foreign to the UPCommons service is not authorized (*framing*). These rights affect to the presentation summary of the thesis as well as to its contents. In the using or citation of parts of the thesis it's obliged to indicate the name of the author.

# **Tesis Doctoral**

Doctorado en Administración y Dirección de empresas

Universitat Politècnica de Catalunya (UPC)

Utilidad del Estado de Flujos de Efectivo en la detección de la  
manipulación contable.

Doctorando: **Núria Villaescusa Serrano**

Directores: **Joan Mundet Hiern, UPC**

**Oriol Amat Salas, UPF**

Junio de 2016

A la meva mare,  
Maria Rosa



## **Resumen**

Esta tesis analiza la capacidad predictiva del Estado de Flujos de Efectivo en la manipulación del resultado contable. Mediante el estudio en profundidad de un caso del que se ha hecho público la manipulación de sus estados financieros y un modelo basado en los incentivos y oportunidades de que dispone la empresa para manipular su resultado, conjuntamente con el estudio del Estado de Flujos de Efectivo, se analiza su evolución a efectos de determinar qué situaciones nos indican que podría haber indicios de manipulación contable. El estudio del caso nos da indicios de que la empresa podría haber comenzado a manipular su resultado de una manera legal muchos años antes de su descubrimiento. Posteriormente se observa que los años previos al descubrimiento del fraude, la diferencia entre el resultado contable y la caja generada por las operaciones es alta. No obstante, el estudio del Estado de Flujos de Efectivo es útil para la obtención de indicios de irregularidades, pero que deben ser complementados con información cualitativa.

## **Abstract**

This Thesis analyses the predictive ability of the Cash Flow Statement with respect to earnings management. Using case method research, we define a model based on incentives and opportunities together with the Cash flow Statement and apply it to the case of a company that has been publicly found to have managed its earnings. The aim is to identify which situations could be suspected of earnings management practices. The case study gives us some indicators that the company could have been managing earnings long before the fraud was discovered. We also observe that in the years previous to the discovery of the fraud, the difference between earnings and cash flow from operations is high. However, the analysis of the Cash flow Statement is useful when obtaining indicators of irregularities, but they should be complemented with other qualitative information.



## Agradecimientos

En primer lugar quiero expresar mi más absoluto y sincero agradecimiento a mis directores de tesis, los profesores Dr. Joan Mundet y Dr. Oriol Amat. A Joan, por entusiasmarse con mi trabajo y creer en él desde el principio. A Oriol, por ser diligente, resolutivo y ofrecerme siempre tan buenos consejos y tan rápido.

Al Dr. Josep M<sup>a</sup> Rosanas, que fue en parte el culpable de que comenzara esta tesis. Sin su apoyo, tal vez no me hubiera animado nunca.

A la Dra. Natàlia Cugueró, que aunque la llame doctora es mi amiga y sé que me ayudará en este difícil mundo de la investigación académica de la que ella es toda una experta. Moltes gràcies Natàlia per moltes coses.

A todos mis compañeros del IESE, especialmente al Dr. Luis Palencia por adaptar mis clases a mi calendario cuando se lo pedía, y a todo los profesores, directores y secretarías de programa, por animarme y ofrecerse siempre a ayudarme.

A mis amigos, especialmente a mis chicas compañeras del EMBA, Djovana, Ester, Giovana, Lucía, Marta y Montse, por considerar que escribir una página era todo un hito y animarme con cada pequeño logro. Sin vuestra amistad y vuestro apoyo permanente hubiera sido mucho más difícil llegar al final.

A mis hijos, Abel y Jan, que espero hayan aprendido que el estudio no se termina nunca, no solamente cuando tienen exámenes.

A mi familia y, muy especialmente a mi madre, a quien dedico esta tesis, que enfermó y murió mientras la escribía. Sin ella y sin su esfuerzo, yo no sería la persona que soy y sé que ahora estaría muy orgullosa.

A todos, muchísimas gracias.



## 0. Índice

Índice de Tablas.....	13
Índice de Figuras .....	15
Siglas utilizadas .....	16
<b>PARTE I INTRODUCCIÓN Y MARCO TEÓRICO</b>	
Capítulo 1. Aproximación al objeto de estudio .....	18
1.1. Introducción.....	19
1.2. La Manipulación contable .....	22
1.3. Objetivos a cubrir con la investigación .....	27
1.4. Contribución esperada al conocimiento científico .....	30
Capítulo 2. Revisión de la literatura .....	32
2.1. El origen y la evolución en la investigación sobre gestión y manipulación del resultado contable (Earnings management) .....	33
2.1.1. El concepto de earnings management .....	34
2.2. Manipulación contable del resultado (Accounting earnings management)	
2.2.1. Variables contables estudiadas como vía de manipulación.....	38
2.3. Motivaciones para la Gestión del resultado contable .....	42
2.3.1. Motivaciones relacionadas con el propio interés del directivo .....	45
2.3.2. Motivaciones relacionadas con la continuidad en el soporte de un inversor/proveedor.....	48
2.3.3. Motivaciones relacionadas con el cumplimiento de requisitos contractuales ...	49
2.4. Factores limitadores.....	50
2.4.1. Calidad del auditor .....	50
2.4.2. Gobierno corporativo.....	51
2.4.3. Costes asociados a la manipulación contable .....	56
2.5. Técnicas de detección de prácticas de gestión del beneficio contable .....	57
2.5.1. Líneas de investigación empírica .....	57
2.5.1.1. Modelos que utilizan los ajustes por devengo.....	57
2.5.1.2. Modelos que utilizan el análisis de la distribución del resultado.....	59

2.5.2. Otras líneas de investigación .....	59
2.6. El Estado de Flujos de Efectivo (EFE).....	61
2.6.1 Relevancia del estudio del EFE en la literatura académica.....	61
2.6.2. Método directo vs Método indirecto .....	62
2.6.3. Principales líneas de investigación académica sobre la utilidad del EFE: .....	65
2.6.3.1. Utilidad en la predicción de flujos de caja futuros.....	65
2.6.3.2. Utilidad en la estimación de la solvencia empresarial .....	66
2.6.3.4. Utilidad en la detección de earnings management .....	66
2.7. Consideraciones finales del capítulo .....	68
Capítulo 3. Método de Investigación.....	70
3.1. Introducción.....	71
3.2. Investigación cuantitativa vs cualitativa.....	71
3.3. El método de investigación en contabilidad financiera .....	74
3.4. El estudio de casos como método de investigación en contabilidad .....	77
3.4.1. Justificación de la elección del método de investigación. ....	78
3.4.2. Características del estudio de casos.....	81
3.4.3. Ámbito de aplicación.....	84
3.4.4. Fases en el desarrollo del estudio de casos.....	85
3.4.4.1. Definición y diseño. ....	85
3.4.4.2. Preparación, recolección de datos y análisis. ....	86
3.4.4.3. Analizar y concluir. ....	87
3.5. Evaluación del estudio de casos .....	87
3.5.1. Criterios de evaluación del estudio de casos .....	88
3.6. Consideraciones finales .....	90
<b>PARTE II ESTUDIO DEL CASO</b>	
Capítulo 4. Diseño de la investigación .....	93
4.1. Introducción.....	94
4.2. Análisis contexto de la empresa .....	104
4.3. Análisis del Estado de Flujos de Efectivo (EFE) como aproximación a la detección de manipulación contable.....	106

4.3.1. Comparación Resultado contable vs CGO .....	109
4.3.2. Análisis de los ajustes realizados al resultado para la obtención de la CGO ..	113
4.3.3. Análisis comparativo de los componentes del EFE .....	116
4.4. Fuentes de datos .....	119
4.5. Análisis de datos.....	120
4.6. Supuestos en la obtención de datos. ....	121
4.7. Consideraciones finales .....	123
Capítulo 5. Estudio del caso. Pescanova .....	125
5.1. Introducción.....	126
5.2. La compañía .....	127
5.3. Justificación del periodo analizado.....	130
5.4. Análisis del contexto de la empresa .....	131
5.4.1. Incentivos. Hechos Relevantes .....	132
5.4.2. Oportunidades.....	135
5.4.2.1. Estructura de propiedad.....	135
5.4.2.2. Composición del consejo de administración.....	140
5.4.2.3. Composición del comité de auditoría.....	143
5.4.2.4. Composición e información de la estructura empresarial .....	145
5.4.3. Conclusiones contexto de la empresa.....	148
5.5. Análisis de variables cuantitativas. El Estado de Flujos de Efectivo .....	150
5.5.1. Comparación de la CGO con el resultado contable.....	152
5.5.2. Análisis de los ajustes al resultado para la obtención de la CGO.....	155
5.5.2.1. Amortizaciones.....	156
5.5.2.2. Resultado venta de activos .....	163
5.5.2.3. Otros resultados que no generan movimiento de fondos y resultado de operaciones interrumpidas.....	166
5.5.2.4. Variación del capital corriente .....	166
5.5.3. Análisis comparativo componentes EFE, CGO, CGI y CGF.....	175
Capítulo 6. Conclusiones .....	180
6.1. Conclusiones del estudio realizado.....	181

6.2 Limitaciones del estudio .....	183
6.3. Líneas futuras de investigación .....	184
Capítulo 7. Bibliografía .....	186
Anexos .....	207
Anexo I. Cálculo CGO para los ejercicios 1997-2004	
Anexo II. Estado de Flujos de Efectivo consolidado	
Anexo III. Correspondencia cuentas PGC 90-2007. Cuenta de pérdidas y ganancias consolidada	
Anexo IV. Hechos relevantes	

## Índice de Tablas

Tabla 1. Tipos de manipulación contable _____	24
Tabla 2. Características diferenciales método cuantitativo vs cualitativo _____	73
Tabla 3. Método de investigación utilizado en las publicaciones de las seis revistas americanas más relevantes en investigación contable. _____	74
Tabla 4. Tipo de estudio de casos _____	81
Tabla 5. Medidas para cumplir con los criterios de calidad de la investigación _____	90
Tabla 6. Esquema elaboración CGO método directo e indirecto _____	111
Tabla 7. Patrón de ciclo de vida de la empresa en base al signo de los componentes del EFE. _____	117
Tabla 8. Detalle accionistas identificados de Pescanova, S.A. _____	137
Tabla 9. Composición Consejo de administración años 2004-2011 _____	141
Tabla 10. Composición comité de auditoría de Pescanova años 2003-2011 _____	144
Tabla 11. Sociedades informadas del perímetro de consolidación _____	146
Tabla 12. Sociedades identificadas en el perímetro de consolidación. Otras empresas sector _____	148
Tabla 13. Beneficio contable y CGO correspondiente a los ejercicios 1997-2011. Datos consolidados _____	152
Tabla 14. Detalle CGO años 1998-2011. Datos consolidados _____	156
Tabla 15. Amortizaciones máximas y mínimas según coeficientes memoria _____	159
Tabla 16. Resultados venta de activos _____	164
Tabla 17. Estimación de capacidad de Pescanova _____	165
Tabla 18. Detalle variación del capital corriente años 2007-2011 _____	167
Tabla 19. Detalle existencias años 2007-2011. Datos en miles de euros. _____	167
Tabla 20. Detalle variación cuentas a cobrar y a pagar. Cuentas consolidadas _____	172
Tabla 21 Detalle variación cuentas a cobrar y a pagar. Cuentas individuales _____	172
Tabla 22. Detalle clientes grupo y operaciones venta con partes vinculadas. Cuentas individuales _____	173

Tabla 23. Patrón ciclo de vida de la empresa en base a los componentes EFE. Datos consolidados _____	177
Tabla 24. Patrón ciclo de vida de la empresa en base a los componentes EFE. Datos individuales _____	177

## Índice de Figuras

Figura 1. Esquema de la investigación	28
Figura 2. Esquema general de estudio de la manipulación contable	97
Figura 3. El triángulo del fraude	98
Figura 4: Modelo investigación	103
Figura 5. Línea temporal de hechos relevantes. Grupo Pescanova	134
Figura 6. Comparación Beneficio y CGO. Datos consolidados. Cifras en miles de euros.	153
Figura 7. Comparación Resultado vs CGO. Datos individuales matriz grupo	154
Figura 8. Porcentaje de amortización sobre valor bruto del inmovilizado	158
Figura 9. Evolución gráfica amortización real grupo Pescanova y amortizaciones máxima y mínima según coeficientes informados en la memoria	160
Figura 10. Evolución gráfica amortización real Marine Harvest y Nestlé (datos consolidados) y amortizaciones máxima y mínima según coeficientes informados en la memoria.	161
Figura 11. Evolución activos biológicos Pescanova, Marine Harvest y Cermaq.	170
Figura 12. Comparación CGO, CGI, CGF. Datos consolidados	175
Figura 13. Comparación CGO, CGI, CGO. Datos individuales	176

## Siglas utilizadas

CEO Chief Executive Officer (Director general)

CFO Chief Financial Officer (Director financiero)

CGF Caja Generada por las actividades de Financiación

CGI Caja Generada por las actividades de inversión

CGO Caja Generada por las operaciones

CNMV Comisión nacional del mercado de valores

EBIT Earnings Before Interest and Taxes

EBITDA Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization

EFE Estado de Flujos de Efectivo

EM Earnings Management

EOAF Estado de Origen y Aplicación de Fondos

FROB Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria

GRC Gestión del resultado contable

I+D Investigación y Desarrollo

IASB International Accounting Standards Board

NIC Norma Internacional de Contabilidad

NIIF Normas Internacionales de Información Financiera

MBA Master in Business Administration

MBO Management Buy-Out

SEC Security Exchange Commission

PARTE I

INTRODUCCIÓN Y MARCO TEÓRICO

## Capítulo 1. Aproximación al objeto de estudio

## 1.1. Introducción

La información financiera que las compañías deben proporcionar regularmente es especialmente relevante para todos los agentes con intereses en las mismas, tanto a nivel interno (accionistas, directivos, empleados, sindicatos), como a nivel externo (administraciones públicas, clientes, proveedores, analistas financieros).

Dado el cúmulo de intereses alrededor de los estados financieros, la bondad de la información contable toma especial relevancia por las consecuencias que se pueden derivar de unos estados financieros de baja calidad. Disponer de una información contable relevante y fiable es más crítico en momentos de crisis económica, donde las empresas deben competir para acceder a los recursos financieros limitados disponibles en el mercado.

A menudo, el único indicador que los agentes tienen de la gestión de una empresa son sus estados financieros. Un alto grado de calidad en los informes financieros es muy apreciado por los mercados ya que reduce asimetrías de información, aumenta su transparencia y proporciona un mejor sistema para objetivos contractuales (Watts y Zimmerman, 1986). Este aspecto toma especial relevancia en empresas cotizadas, ya que una información contable de baja calidad provoca, por ejemplo, retrasos en el ajuste de los precios de las acciones (Callen et al., 2013).

De entre la información financiera proporcionada por una empresa, el resultado contable toma especial relevancia, ya que es la base para la fijación de objetivos de primer orden como la medición de la eficiencia en la utilización de los recursos que la dirección tiene a su disposición, el conocimiento de la marcha general de la compañía, la retribución variable de los directivos, la política fiscal y la política de dividendos

(Parte-Esteban y Gonzalo-Angulo, 2009). El resultado contable también es visto por los analistas financieros como el centro de la información financiera reportada, ya que proporciona la información básica para predecir la evolución de la empresa en los periodos siguientes (Ohlson y Aier, 2009).

La normativa contable no es tan rígida como podemos pensar y las distintas posibilidades de interpretación de la norma, así como alternativas perfectamente reconocidas de valoración, han sido utilizadas por los directivos de las empresas para que la empresa ofrezca un resultado contable acorde con sus objetivos. Los precios y las transacciones pueden estar influenciados por información contable y los directivos disponen de información asimétrica sobre el desempeño y el patrimonio real de sus compañías. Como consecuencia, los directivos son susceptibles de preferir ciertos métodos contables sobre otros con el objeto de ejercer cierta influencia en las decisiones. (Barnes 2011).

A lo largo de los últimos años, ha habido un gran número de empresas que se han declarado insolventes (quiebras o suspensiones de pagos<sup>1</sup>), o han experimentado problemas financieros graves. En España, casos de gran impacto y de sectores diversos como Bankia, CatalunyaCaixa, Pescanova, Corporación Dermoestética, Martinsa-Fadesa, Astroc, Gowex, o casos como Enron o Worldcom en Estados Unidos, presentaron situaciones graves de insolvencia sin que los analistas financieros hubieran alertado sobre esta posibilidad, causando una gran sorpresa y revuelo en el mundo económico.

---

<sup>1</sup> En España, Ley 22/2003 del 9 de julio, Concursal modificada por el Real Decreto Ley 3/2009, de 27 de marzo, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica, y la Ley 38/2011, de 10 de octubre.

Estas situaciones de insolvencia inesperadas son difíciles de explicar sin que en algún momento se haya producido alguna manipulación en sus estados contables, intentando ofrecer una imagen distorsionada de la realidad de la misma.

Algunas de estas situaciones excepcionales han sido catalogadas de fraude contable. En todos los casos ha resultado difícil predecir cómo se pasa de manipulación legal a fraude. El 7 de enero de 2009<sup>2</sup>, el CEO de Satyam, una empresa tecnológica india, escribía una carta a los miembros del consejo de administración de su empresa confesando un fraude contable. En ella explicaba que había manipulado las cuentas en varias partidas y que lo había hecho para esconder los malos resultados de la compañía con el objetivo de que las acciones no bajaran el precio y pudieran ser objeto de una OPA. Asimismo, en la carta manifestaba: *“It was like riding a tiger, not knowing how to get off without being eaten”* Ello ilustra el hecho de que la comisión de un fraude contable suele ser producto habitualmente de una huida hacia adelante, simplemente lo que empieza como un traspaso de beneficios de un año a otro, acaba tomando mucha más envergadura si la marcha del negocio no acompaña.

Por todo ello, existe un interés creciente en establecer nuevas técnicas y parámetros sobre los que basarse para detectar estas prácticas antes de que se tornen fraudulentas y perjudiquen a un gran número de accionistas y otros agentes con intereses en la empresa.

En los últimos años, centrar el interés en la caja de una empresa además de su resultado se ha vuelto una tendencia creciente entre analistas e inversores, ya que la caja es mucho más difícil de manipular que el resultado. Michael Markowski,

---

<sup>2</sup> Fuente: Artículo aparecido en Reuters UK bajo el nombre: TEXT disponible en <http://uk.reuters.com/article/2009/01/07/satyam-text-idUKBOM36807220090107>

fundador de StockDiagnostics, en una entrevista en la revista Forbes, declaraba que, a efectos de determinar la conveniencia o no de invertir en una empresa, el dato más relevante era la Caja generada por las operaciones (en adelante CGO). Una empresa con buenos resultados contables pero CGO negativa no es una buena acción porque puede esconder problemas tanto de negocio como prácticas de manipulación contable. Por el contrario, una buena empresa para invertir es la que la CGO es ampliamente positiva y superior al resultado contable (MacDonald, 2007)

## 1.2. La Manipulación contable

La literatura existente utiliza una gran variedad de términos para referirse a la manipulación contable. En general, podemos distinguir entre dos tipos de manipulación (Amat y Elvira, 2008):

- La primera recoge el conjunto de medidas cuyo objeto es afectar el balance de situación. Se trata de aprovechar los vacíos en la normativa contable y la interpretación de la misma para expresar hechos económicos de distinta manera. Este término se conoce como contabilidad creativa (*Window dressing*).
- La segunda, recoge las medidas encaminadas a la gestión del resultado contable, en inglés *earnings management*. No todas las prácticas de gestión del resultado están encaminadas a la obtención de un resultado mayor. En particular, dentro de la gestión del beneficio obtenemos dos conceptos más específicos:
  - a) *Income smoothing* (alisamiento del resultado) Consiste en la utilización por parte de la dirección de la empresa de distintas opciones en contabilidad para

reducir fluctuaciones en el resultado más que para obtener un mayor o menor resultado contable. (Copeland, 1968, Moses, 1987)

- b) *Big bath accounting* (depresión del resultado). Se trata disminuir el resultado hasta el máximo posible el año en el que la empresa obtiene malos resultados con el objeto de maximizar el beneficio en ejercicios futuros (Beidleman, 1973)

Además, la manipulación puede llevarse a cabo de distintas formas, según la naturaleza del acto mediante el cual se realiza. Así, existe cierto consenso en la literatura en analizar principalmente tres técnicas de *earnings management*:

- **Manipulación contable del resultado.** (*Accrual earnings management*). Se trata de la aplicación de una alternativa contable u otra para alterar el resultado contable. En la mayoría de los casos se tratará de prácticas lícitas, más o menos agresivas en la valoración de activos y pasivos que afectan al resultado. Esta es la técnica que más literatura ha proporcionado en el estudio de la manipulación del resultado, como veremos en un capítulo posterior.
- **Manipulación real de resultado.** (*Real earnings management*). Trata sobre el cambio en la estructuración formal y temporal de determinadas transacciones (Ewert y Wagenhofer, 2005). Estas prácticas afectan tanto al resultado como al flujo de caja mediante, por ejemplo, descuentos en precios para aumentar temporalmente las ventas, sobreproducción para reportar un menor coste de la mercancía vendida, así como reducciones en los gastos discrecionales con el objetivo de mejorar el margen ( Roychowdhury , 2006)

- **Cambios en la clasificación dentro de los estados contables** (*Classification shifting*). Si bien esta práctica no afecta directamente al resultado, sí trata de inducir la interpretación del mismo, mediante la incorrecta clasificación de gastos ordinarios como extraordinarios, por ejemplo. (McVay, 2006; Haw et al., 2011).

Si aún gestionando el resultado con prácticas perfectamente lícitas, éste no se ajusta a las expectativas de la dirección, puede suceder que se manipulen los resultados contables de una manera fraudulenta. Algunos de los ejemplos de técnicas de manipulación son los que se expresan en la Tabla 1.

**Tabla 1. Tipos de manipulación contable**

TIPOS DE MANIPULACIÓN	CONTABLE	REAL
LEGAL	Jerarquía en la aplicación de principios contables. Valoración de activos y pasivos con la alternativa que interese más.	Descuentos especiales a final ejercicio para aumentar ventas Sobreproducción
FRAUDULENTA	Documentación falsa o manipulada Omisión de asientos Ocultación de pérdidas y obligaciones	Ventas ficticias. Transacciones no reales.

Fuente: Adaptado de Amat y Elvira (2008)

Por todo ello, existe una preocupación creciente tanto en el mundo académico, como en el profesional y, evidentemente, en los organismos reguladores, en establecer patrones para la detección de prácticas de gestión del beneficio contable, especialmente en empresas que intentan maquillar contablemente malos resultados.

Mediante los estados financieros que las empresas hacen públicos, podemos aplicar ciertas técnicas para detectar si una empresa está manipulando sus estados financieros (Amat y Blake, 1996):

- La **memoria** que acompaña a las cuentas anuales informa de los criterios de valoración utilizados. Dado que a menudo existen diversas alternativas de valoración se puede evaluar si la empresa tiende a utilizar los que son más agresivos o los más prudentes.
- Se pueden comparar los principales **ratios** de la empresa con los de sus competidores. Cuando hay discrepancias en ratios como los de plazos de existencias, cobro o pago pueden ser un indicio de maquillaje.
- Revisión del **estado de cambios en el patrimonio neto**. El apartado de ajustes por corrección de errores y cambios de criterio puede dar una orientación sobre si la empresa está intentando traspasar resultados de unos ejercicios a otros; o de si se cambian criterios para modificar la imagen que ofrecen las cuentas.
- En el caso de existir **operaciones con partes vinculadas** detalladas en la memoria, podemos revisar qué naturaleza tienen y sobre qué conceptos.
- Si la empresa se audita, revisar el **informe de auditoría** por si existen salvedades. Las salvedades nos pueden dar una indicación de si ha habido cambios relevantes en criterios contables o pasivos y/o contingencias no registrados

- En algunos casos, con la información disponible en los estados financieros no es posible determinar si se están realizando prácticas de gestión del beneficio, por lo que será necesario revisar los **libros de contabilidad**, aunque esto es tarea del auditor.
- El **Estado de Flujos de Efectivo** también puede contribuir a detectar prácticas de maquillaje. Podemos comparar el resultado contable, basado en el principio del devengo, con la caja generada por las operaciones. Si existen diferencias, analizar de dónde provienen y si son razonables y consistentes con la fase en el que se encuentre la empresa.

El estado de flujos de efectivo (EFE) o *cash flow statement* en inglés es conocido en el mundo anglosajón<sup>3</sup>, pero relativamente nuevo en la normativa contable española. La adopción de las Normas Internacionales de Información Financiera (*IAS International Accounting Standards*) fue aprobada en 2001 en la Unión Europea. En España, su adopción obligatoria para las empresas cotizadas entró en vigor en el año 2005, y en 2008 para el resto de las mediante la entrada en vigor del nuevo Plan General de Contabilidad, que es una adaptación de la regulación contable existente en las NIIF. Una de las novedades principales de esta nueva normativa era la aparición de un nuevo estado financiero: el EFE, que reconcilia la tesorería inicial y final de una empresa para un ejercicio clasificando el origen de la variación en tres grandes bloques: la caja generada o consumida por las operaciones de la empresa, las inversiones y la financiación.

---

<sup>3</sup> En Estados Unidos, el *cash flow statement* se incorporó mediante la norma FAS95 en el año 1987, la IASB aprobó la IAS7 en 1994, en Australia la norma AASB1026 en 1997.

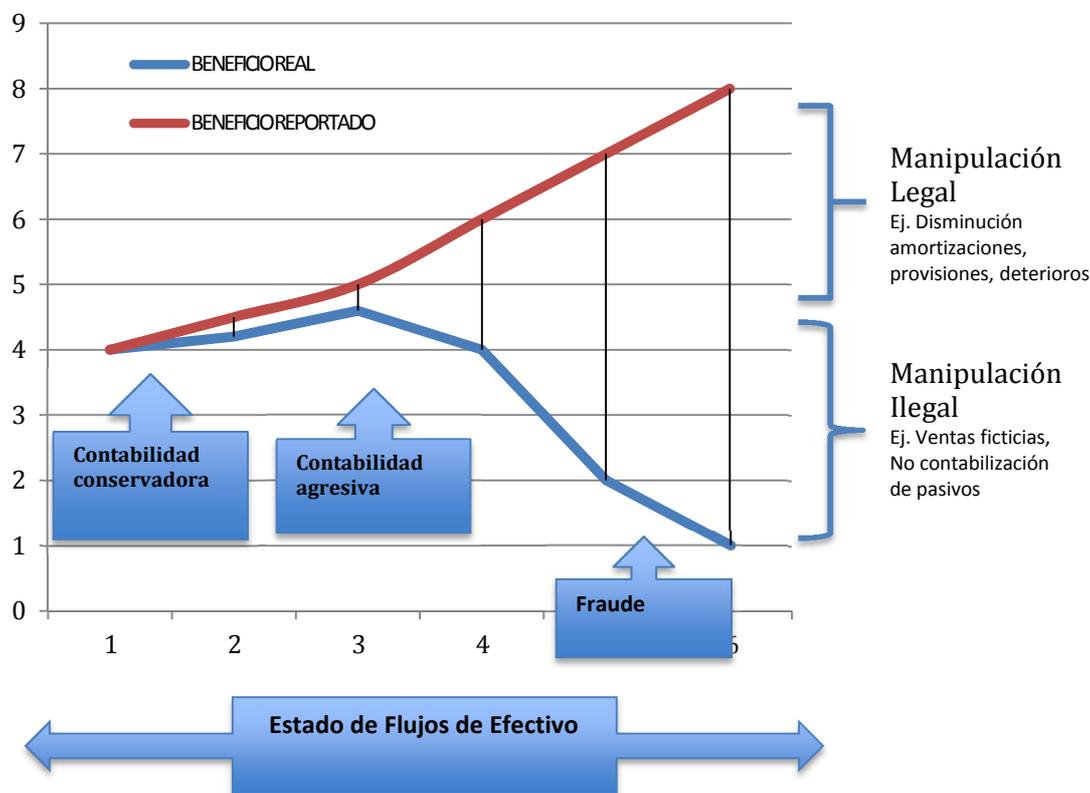
### 1.3. Objetivos a cubrir con la investigación

Las empresas pueden manipular el resultado contablemente un ejercicio por cuestiones varias, exceso o defecto de beneficio real respecto al esperado por ejemplo. En este caso, deben revertir dichos devengos manipulados en el ejercicio posterior. Pero ¿Qué ocurre cuando la marcha del negocio no es la esperada y no puede realizarse esta reversión? En estos casos, puede suceder que la compañía reconozca la pérdida y se arriesgue a perder el soporte de inversores, o bien que continúe manipulando su resultado sobrepasando incluso el límite de la legalidad.

El objetivo de este trabajo es profundizar en la concurrencia de indicios que nos pueden llevar a deducir que una empresa está realizando prácticas de manipulación contable. La literatura existente, como veremos en el capítulo posterior, analiza hechos concretos y aislados como medida de aproximación a la existencia de manipulación contable.

Mediante el estudio de un caso concreto de manipulación contable, esta investigación tratará de analizar en profundidad todos los acontecimientos que han rodeado la empresa que han podido constituir incentivos a la manipulación y relacionar estos sucesos con la evolución del Estado de Flujos de Efectivo y, en particular de la CGO, como indicador de manipulación contable, tanto legal como fraudulenta. Ver Figura 1.

**Figura 1. Esquema de la investigación**



En concreto, se pretende:

- Identificar qué circunstancias empresariales específicas aumentan el interés por realizar prácticas de gestión del beneficio. Trataremos de identificar los incentivos y oportunidades que tiene una empresa para manipular su resultado en base a unos parámetros que serán ampliamente descritos a lo largo de este trabajo de investigación.
- Identificar las partidas que se utilizan preferentemente para realizar la gestión del beneficio. En función del sector de actividad, de si se trata de

empresa con filiales o no, de la exposición a los mercados y de la historia de la empresa se determinarán cuáles son los conceptos más susceptibles de manipulación en cada empresa. En nuestra investigación se tratará de examinar las partidas incluidas en el EFE y, en particular y con mayor énfasis en los ajustes al resultado para la obtención de la CGO.

- Examinar en el caso objeto de estudio el comportamiento de dichas magnitudes a lo largo de los años previos al conocimiento de la manipulación contable.
- Paralelamente, examinar el comportamiento del estado de flujos de efectivo y, en particular, de la caja generada por las operaciones correspondiente al mismo periodo. A pesar de que algunos estudios, como veremos en el capítulo siguiente, demuestran que el estado de flujos de efectivo también puede ser objeto de manipulación, existe cierto consenso en el mundo académico en que los resultados contables basados en devengos son mucho más susceptibles de manipulación que la caja. Para manipular la caja, la empresa necesita hacerlo mediante manipulación real del resultado, lo cual no será objeto de esta investigación
- Comparar el comportamiento de la caja generada por las operaciones y el resultado contable a efectos de determinar si existe una relación entre ambas que permitan deducir que la empresa estaba realizando prácticas de maquillaje de sus resultados.

#### 1.4. Contribución esperada al conocimiento científico

Este estudio pretende aportar a la bibliografía actual nuevos elementos de juicio para determinar si una empresa está o no manipulando su resultado contable. Por un lado, mediante el análisis en profundidad del EFE, todavía desconocido en España por el poco tiempo desde su incorporación a los estados financieros y por otro, mediante el método de investigación: el estudio de casos

El método de estudio de casos, a pesar de haber sido ampliamente utilizado en otras ciencias sociales y en contabilidad de gestión (Scapens, 1990), no ha sido método predominante en investigación en contabilidad financiera. La manipulación contable ha sido objeto de profundo estudio en las últimas décadas, principalmente a través de estudios cuantitativos siguiendo la línea de investigación propuesta por Watts y Zimmerman (1986).

Este estudio responde a la llamada de algunos autores de explorar nuevos métodos y líneas de investigación en contabilidad financiera (Hopwood, 2007; García Osma et al. 1995; Bonache, 1998; Cooper y Morgan, 2008).

Mediante el estudio en profundidad de casos, pretendemos entender mejor y profundizar en esta problemática, de manera que podamos ayudar a establecer modelos predictivos más precisos y que ayuden a determinar o, como mínimo obtener indicios, de si una empresa está manipulando su resultado. Por otro lado, nos permite testar teoría existente generada de estudios cuantitativos. Esto es de gran utilidad, tanto para usuarios y analistas como para organismos reguladores, ya que los costes asociados a la práctica manipuladora de resultado son elevados y,

tiene efectos sobre la confianza en el resto de las empresas aunque no hayan manipulado su resultado.

Durante la revisión de la bibliografía y, en el caso español en concreto, hemos podido observar que existe muy poca investigación en este campo comparado con el ámbito anglosajón. Asimismo, hemos podido observar también que existe un interés creciente en la comunidad académica por métodos de investigación alternativos a la investigación cuantitativa.

A efectos de conseguir los objetivos de esta tesis, hemos procedido de la siguiente manera:

- Realizar una revisión crítica de la literatura para determinar cuáles son las necesidades de investigación en este campo de la manipulación contable
- Definir un marco teórico de referencia sobre la que basar nuestro estudio de un caso representativo que pueda ser susceptible de tener varios de los componentes analizados en investigaciones cuantitativas previas.
- Analizar el caso siguiendo el procedimiento definido, con el fin de alcanzar el objetivo previsto.

## Capítulo 2. Revisión de la literatura

## 2.1. El origen y la evolución en la investigación sobre gestión y manipulación del resultado contable (*Earnings management*)

En la década de los 50 y principios de los 60, los trabajos de investigación en contabilidad publicados estaban orientados desde un punto de vista exclusivamente normativo. Estos eran principalmente de dos tipos: (1) prescripción de políticas contables, donde el autor argumentaba a favor o en contra de la aplicación de una u otra política contable y (2) el establecimiento de marcos normativos, para la determinación de futuras políticas contables e investigación. (Dyckman y Zeff, 1984).

En 1966, la American Accounting Association publica “*A Statement of Basic Accounting Theory*” donde por primera vez se considera la contabilidad como *un proceso de identificación, medición y comunicación de información económica que permita el juicio informado y la toma de decisiones por parte de los usuarios de la información*. Ello supone un gran cambio en el concepto de contabilidad que se tenía por parte de la comunidad científica hasta la fecha, ya que por primera vez se habla de la utilidad de la información financiera para la toma de decisiones.

A partir de ese momento surgen distintos trabajos de investigación en las que se plantean la relevancia de la información contable, principalmente en los precios de mercado de las empresas. Ball y Brown (1968) y Beaver (1968) se consideran los pioneros en la investigación basada en este enfoque. Estudiaron la asociación entre los resultados contables de las empresas y los precios de las acciones a efectos de medir el contenido informativo del resultado contable. De su trabajo empírico concluyeron que realmente el resultado contable posee contenido informativo

relevante y los mercados incorporaban esta información en el proceso de formación de los precios de las acciones.

La literatura considera que la investigación de la gestión del resultado contable tiene su origen en la contabilidad positiva basada en los trabajos de Watts y Zimmerman (1978). La contabilidad positiva considera que la información contable está en interacción con las decisiones operativas, de inversión y de financiación y desempeña un papel crucial en la asignación de recursos, la compensación salarial y en multitud de procesos de negociación. (Monterrey, 1998).

En las últimas décadas, la investigación de la manipulación contable o gestión del resultado (*earnings management*) ha adquirido cierto protagonismo en la literatura académica contable. Las primeras publicaciones relevantes datan de los años 70 y 80. Estos primeros estudios trataban de determinar cómo se relacionaban las distintas opciones de contabilización (*accounting choices*) con otros factores inherentes a la firma como el tamaño, los impuestos, la estructura de propiedad, etc. y cuáles eran las distintas consecuencias económicas; es decir, su implicación en el resultado contable, de la elección voluntaria o impuesta de una determinada técnica contable. (Holthausen y Leftwich, 1983)

### 2.1.1. El concepto de *earnings management*

Existen distintas definiciones de *earnings management* en la literatura académica, que ha ido evolucionando a medida que los objetivos en la investigación o el objeto de estudio también cambiaban. Copeland (1968) la define como “*la habilidad para incrementar o minorar el resultado contable según convenga*”. Schipper (1989), por su parte, la define como “*la intervención en el proceso de elaboración de la información financiera externa con el propósito de obtener algún beneficio propio*”.

Estas primeras definiciones se refieren siempre al resultado contable reportado, es decir, aquel que la empresa muestra a los agentes externos. Posteriormente se ha ido incorporando el concepto de estados financieros o información financiera, en la medida en que se ha avanzado en las distintas investigaciones y se ha podido demostrar que la manipulación contable no afecta solamente al resultado, sino a la totalidad de los estados financieros.

Así, Healy y Wahlen (1999) la definen como lo que ocurre cuando *“los directivos usan la subjetividad inherente a su posición en la elaboración de la información financiera y en el diseño de transacciones para alterar los estados financieros con el objetivo de, o bien de inducir a error a los inversores sobre la marcha real de las finanzas de la empresa o bien de ajustar las cifras a los requisitos impuestos por contratos basados en datos contables”*.

Gran parte de las definiciones y de los trabajos existentes, especialmente en la década de los 80 y 90, restringen implícita o explícitamente la práctica de gestión del resultado dentro de los límites de los principios contables y la legalidad. En nuestro estudio, consideraremos la gestión del beneficio tanto si se ha llevado a cabo lícitamente mediante la interpretación de los principios contables como si se trata de prácticas fraudulentas. García Osma et al. (2005), que incluyen específicamente en su definición las prácticas que no respetan los principios contables, la definen como *“cualquier práctica llevada a cabo intencionadamente por la gerencia, con fines oportunistas y/o informativos, para reportar la cifra de resultados deseada, distinta a la real”*.

A pesar de que en la mayoría de la literatura, la manipulación del resultado es considerada una mala práctica, algunos trabajos consideran que puede obtener

efectos beneficiosos para la empresa. Algunos autores argumentan que resuelve en gran medida el problema de agencia, ya que el principal (accionista) escoge un sistema retributivo sabiendo que el agente (directivo) va a realizar prácticas de alisamiento de resultado para maximizar su retribución, lo cual es beneficioso para ambas partes (Lambert, 1984; Dye, 1988). Otros autores sostienen la teoría de que mediante la manipulación del resultado, los directivos ofrecen información adicional sobre las expectativas de la empresa y esto ayuda a los analistas a realizar mejores predicciones (Barnea et al., 1976; Subramanyam, 1996; Fields et al., 2001)

Los argumentos en contra de la gestión del resultado se refieren principalmente a los efectos negativos sobre el valor de la empresa, el funcionamiento de los mercados y la confianza de los inversores. Beneish et al. (2013), por ejemplo, argumentan que la manipulación contable, además de las pérdidas económicas que produce a los accionistas, aumenta los costes de transacción en los mercados de capitales debido a la pérdida de confianza de los inversores y producen costes sociales, cuando los recursos son mal direccionados hacia un uso menos productivo.

En cualquier caso, la “bondad” de la manipulación contable está restringida a la manipulación acorde con los principios contables, es decir a la manipulación legal del resultado.

## 2.2. Manipulación contable del resultado (*Accounting earnings management*)

La manipulación contable del resultado se refiere a los criterios que adopta la empresa en la contabilización de determinadas transacciones. Estas políticas contables pueden ser más o menos agresivas pero no tienen por qué incumplir la legalidad, sino que se trata de elegir una alternativa contable u otra en función de lo que convenga en cada momento.

Según García et al. (2005), los instrumentos principales de manipulación contable son los siguientes:

- Decisiones que implican la elección entre varias alternativas contables permitidas por la normativa. Como ya hemos apuntado anteriormente, la normativa contable no es rígida sino que ofrece cierta discrecionalidad en la elección de una determinada política contable.
- Decisiones que implican cambios de criterios o de procedimientos contables, como por ejemplo cambios en los criterios de amortización, o de cálculo de provisiones.
- Decisiones sobre la clasificación de determinados gastos e ingresos. En este caso se trata de clasificar una partida de la cuenta de resultados en un determinado epígrafe u otro. Por ejemplo, si lo que se quiere es manipular el resultado ordinario, podríamos clasificar resultados de actividades interrumpidas como si fueran continuadas, o viceversa. Barnea et al. (1976) encuentran evidencia de que las empresas usan la incorrecta clasificación de gastos extraordinarios en ordinarios como variable de alisamiento del resultado, al considerar el resultado ordinario como número focal de los usuarios de la información financiera.
- Decisiones con apreciable contenido de estimaciones, opiniones y predicciones. En este caso estaríamos considerando por ejemplo la vida útil y valor residual de los activos, los supuestos para el cálculo los deterioros de activo o la dotación de las provisiones.

A efectos de esta investigación estos criterios toman especial relevancia, ya que afectan a los devengos que forman parte del resultado pero no afectan al flujo de caja de la empresa. En concreto, nos centraremos en las partidas que componen los ajustes del resultado, para la obtención de la caja generada por las operaciones del Estado de Flujos de Efectivo.

Muchos de los estudios hasta la fecha analizan los devengos inesperados como determinante de la práctica de gestión del resultado (Healy y Wahlen, 1999) o bien un determinado número de variables consideradas en su conjunto, de las consideradas devengos discrecionales como indicador de manipulación del resultado (Beneish, 1999, Siew et al. 1998). En nuestro caso nos centraremos en las variables que componen los ajustes al resultado contable para la obtención de la caja generada por las operaciones.

### 2.2.1. Variables contables estudiadas como vía de manipulación

La investigación previa en este campo, tiene en cuenta partidas del balance con contrapartida en la cuenta de resultados con niveles excesivamente altos o bajos y que pueden ser susceptibles de interpretación y por lo tanto de manipulación contable. Algunas de las investigaciones en este campo son las siguientes:

#### Amortizaciones

Las amortizaciones son uno de los devengos más importantes en una cuenta de resultados, especialmente en empresas de capital intensivo y llevan asociada una parte importante de discrecionalidad, ya que los directivos deben decidir sobre la vida útil de los activos, el valor residual y el cálculo de los deterioros, al no existir una norma

contable que lo determine. Keating y Zimmerman (1999), demuestran que los cambios en la política de amortizaciones suelen ir asociados con el desempeño financiero de la empresa. Cuando se establece un cambio en la política de amortizaciones de una empresa, ésta puede afectar únicamente a los activos fijos nuevos como a los nuevos y a los ya existentes en el momento del cambio. Estos autores documentan la evidencia de que las empresas que aplican estos cambios a ambos tipos de activos han experimentado un peor desempeño financiero en los dos años precedentes que las que aplican esta política únicamente a los activos nuevos.

### Insolvencias de clientes

De la misma forma que las amortizaciones, las provisiones por insolvencias de clientes (actualmente llamados deterioros) tienen un impacto directo en el resultado de la compañía y representan una estimación sobre la que la empresa puede ser más o menos agresiva. McNichols y Wilson (1988), por ejemplo, documentan cómo las empresas realizan prácticas de reducción del resultado mediante la provisión por insolvencias, especialmente en años donde el beneficio es alto en comparación con el sector.

Jackson y Liu (2010). Analizan una muestra de empresas que ellos consideran como contablemente “conservadoras”, usando como indicador un gran importe de cuentas a cobrar en sus balances, aproximadamente el 20% del total de los activos y un importe igualmente importante de dotación por deterioro de activos, aproximadamente el 4% de los ingresos. Encuentran evidencia de que las empresas manipulan el deterioro de cuentas a cobrar de tal manera que lo aumentan ficticiamente cuando la empresa tiene beneficios y lo revierten a la baja, a efectos de conseguir cumplir con las predicciones de los analistas cuando esto es necesario. Según los autores, esta práctica pone de

manifiesto que una contabilidad “conservadora” no siempre va ligada a una menor manipulación contable.

### Valoración de activos

La valoración de activos tiene un efecto directo en el resultado contable, principalmente por tres vías: (1) El propio reconocimiento del activo por su valor de coste, ya que en algunos casos pueden existir dudas sobre si reconocer un activo o si es un gasto del ejercicio y (2) la amortización de dicho activo, en el que la empresa tiene cierta discrecionalidad en estimar la vida útil de dicho activo y (3) la dotación o reversión de un deterioro asociado a dicho activo.

Prencipe et al. (2008). Analizan una muestra de empresas familiares cotizadas en Italia. Encuentran evidencia de que las empresas familiares utilizan la capitalización de los gastos de I+D para gestionar el resultado, con el objetivo de cumplir con los requisitos contractuales de deuda. No encuentran evidencia de que las motivaciones sean para alisamiento del resultado, ya que los objetivos de resultado de una empresa familiar son a largo plazo y prevalece la subsistencia de la empresa.

Chen et al. (2009) analizan para las empresas chinas cómo se utilizan la reversión del deterioro de activos, permitido por los reguladores en un momento concreto, para manipular el resultado con el objetivo de no ser excluidas del mercado de valores.

Jansen et al. (2012) siguiendo el análisis DuPont, analizan el comportamiento de los ratios ATO (*Assets turnover*-Ventas/Activos corrientes) y PM (*Profit Margin*-Beneficio/Ventas) como indicador de manipulación contable. Su hipótesis es que cuando un ratio aumenta, el otro debe disminuir como indicador de gestión del resultado. Encuentran evidencia de que ello sucede en empresas con una probabilidad

más alta de incumplimientos contractuales o no cumplir con las previsiones de los analistas.

### Venta de activos

Los activos se encuentran valorados a precio de coste menos amortización acumulada y deterioros, lo que puede ocasionar que en caso de venta de determinados activos, tanto fijos como financieros, los beneficios contables sean altos. En este caso, toma especial relevancia el momento en que se reconoce dicho ingreso, especialmente si la empresa puede elegir entre vender en un ejercicio u otro.

Bartov (1993) encuentra evidencia de que las empresas utilizan la estructuración temporal en la venta de activos para realizar prácticas de alisamiento del beneficio. El reconocimiento de un beneficio por la venta de un activo, especialmente si se trata de un beneficio importante debido a que el activo tenga un valor neto contable bajo, se realiza en el momento en que es más propicio con el objetivo de alisar el beneficio y, al mismo tiempo, cumplir mejor con los condicionantes de deuda.

Herrmann et al. (2003) analizan para empresas japonesas, el comportamiento entre la distancia entre la previsión de beneficios de la gerencia y la realidad y la venta de activos. Encuentran que cuando este desfase existe, aumenta o disminuye la venta de activos fijos y los valores negociables, según convenga para alcanzar la previsión reportada de beneficios.

### Reconocimiento de ingresos

De la misma forma que en el caso anterior, la estructuración temporal del reconocimiento de ingresos puede ser objeto de elección por parte de la empresa y este factor es especialmente crítico en las operaciones cercanas a la fecha de cierre.

Rasmussen (2013) realiza un estudio de empresas manufactureras del sector de semiconductores, dado que en este sector, existen incertidumbre en cuanto a precio final y devoluciones hasta que el producto es vendido al consumidor final. Los ingresos pueden reconocerse tanto en el momento de la venta al distribuidor como cuando éste comunica al fabricante que ha vendido al cliente final. Encuentra evidencia que existe una mayor propensión a realizar prácticas de *earnings management* en las empresas que reconocen el ingreso en el momento de la venta al distribuidor que en el resto; es decir en las empresas que reconocen anticipadamente los ingresos

Vista la literatura existente en este sentido, podemos concluir que prácticamente todas las partidas del balance y la cuenta de resultados con un componente discrecional, sujeto a interpretación, han sido analizadas como *proxy* para determinar la existencia o no de *earnings management*

### 2.3. Motivaciones para la Gestión del resultado contable

A pesar de que existe el convencimiento de que la gestión del resultado existe, no ha sido tarea fácil para la investigación el demostrarlo. La dificultad principal se encuentra en que, para demostrar que ha existido gestión del resultado, primero deberíamos identificar cuál hubiera sido el resultado si esta práctica no se hubiera llevado a cabo, lo cual resulta ciertamente muy difícil si no imposible. Por ello, una

aproximación común al problema es identificar primero bajo qué condiciones los directivos tienen altos incentivos para gestionar el resultado (Healy y Wahlen, 1999). Estos autores clasifican las motivaciones para la manipulación del resultado en tres: (1) Motivaciones contractuales, donde se incluyen los contratos de deuda y los de remuneración de los directivos; (2) Motivaciones políticas y gubernamentales, relacionadas con regulaciones sectoriales específicamente dependientes de datos contables y (3) Motivaciones de valoración, relacionadas con las expectativas de valor de las acciones de una empresa.

Otra clasificación existente en la literatura, es la siguiente: (1) Relacionadas con el propio interés del directivo, (2) Relacionadas con la obtención, continuidad en el soporte de un inversor/proveedor y (3) Relacionadas con el cumplimiento de requisitos contractuales (Lev, 2003; Dechow et al. 1996).

La línea que separa ambos grupos es muy delgada, ya que una elección de una práctica con el objetivo de beneficiar al directivo, puede a su vez beneficiar a los accionistas. Por ejemplo, el hecho de que un directivo elija una opción que aumente el resultado de la empresa para obtener una mejor remuneración, puede al mismo tiempo disminuir la probabilidad de que la empresa incumpla los condicionantes de deuda y puede aumentar al mismo tiempo el valor de los activos y, consecuentemente el valor de la empresa. (Fields et al., 2001).

La práctica de manipulación del resultado no puede considerarse como un elemento distorsionador de la realidad que persiste en el tiempo. Puede producirse una sola vez, en torno a un evento concreto, o bien persistir en el tiempo, como una práctica generalizada en la empresa, que al final puede desembocar en prácticas fraudulentas, fuera de los principios contables.

(a) En torno a un evento concreto

Existen ciertos eventos considerados “especiales” en los que una empresa puede optar por reportar un beneficio distinto al real, con el objetivo de aumentar o minorar el valor de la empresa. Una salida a bolsa, una ampliación de capital, emisión de deuda, una venta total o parcial de la empresa, un MBO (*Management Buy-Out*) son situaciones excepcionales en las que la empresa puede tener altos incentivos para gestionar el resultado, aunque ello no implica que lo siga haciendo en el futuro. En estos casos, la empresa puede revertir esta práctica en los ejercicios siguientes y no volver a realizarla de forma continuada.

Marquardt y Wiedman (2004) argumentan que los mecanismos a través de los cuales las empresas realizan prácticas de *earnings management* dependen de los costes asociados a manipular devengos concretos y del contexto específico en el que se encuentre la empresa. Encuentran evidencia de que las empresas que emiten acciones prefieren aumentar el resultado al alza usando mecanismos que sugieren que el nivel de ingresos persistirá en el futuro. Así, este tipo de empresas tienen cuentas a cobrar inusualmente elevadas, lo que indican que estas empresas prefieren avanzar el reconocimiento de ingresos en vez de demorar el reconocimiento de gastos. En cambio, las empresas que realizan un MBO, la tendencia es contraria; prefieren manipular los resultados a la baja para evitar un descenso en los resultados posteriores al MBO.

En línea con estos resultados, Siew et al. (1998) argumentan que las empresas que salen a bolsa por primera vez, contabilizan unas provisiones por deterioro de créditos menores para ofrecer un resultado mayor. Por el contrario, Cecchini et al. (2012) afirman que estas empresas incorporan en sus estados financieros deterioros por insolvencias mayores que otras empresas similares que no están saliendo a bolsa por primera vez. En esta misma línea, Aharony et al. (1993) examinan si los

empresarios sistemáticamente utilizan técnicas contables que aumentan los beneficios los años previos a la salida a bolsa de la empresa y no encuentran evidencia de ello. Afirman que, incluso en el caso de que esta práctica pudiera detectarse, sería más en pequeñas empresas o empresas muy endeudadas, pero que en cualquier caso no se trata de una práctica generalizada en empresas que realizan una OPA por primera vez.

En cualquier caso, no existe consenso en el mundo académico de que se gestione el resultado al alza los años previos de la salida a bolsa de una empresa de forma generalizada, aunque no podamos descartar que ello ocurra.

#### (b) Reiteradamente

La manipulación de los devengos discrecionales no es una práctica sin límite, ya que éstos deben revertirse en ejercicios posteriores (Healy, 1985). Debido al sistema de contabilización por partida doble, una manipulación del resultado dejará rastro en el balance, especialmente en el activo corriente (Baber et al. 2011), por lo que las empresas que manipulan sus resultados, especialmente al alza, deben considerar las consecuencias de las reversiones. Si usan devengos discrecionales que aumentan el resultado año tras año, pueden agotar las vías de manipulación al alza del resultado. Por ello, las empresas que manipulan su resultado al alza a lo largo de varios años, se convierten en potenciales cometedores de fraude (Perols y Lougee, 2011).

#### 2.3.1. Motivaciones relacionadas con el propio interés del directivo

Los directivos pueden tener distintas motivaciones para alterar el resultado de la empresa en su propio beneficio, si interpretamos el beneficio como un concepto más

amplio que no únicamente el monetario a corto plazo. Cuando se producen prácticas de gestión del resultado, no suele existir un único motivo para ello, sino que convergen una serie de motivos y determinantes que explican el porqué de la elección de una práctica contable u otra.

Watts y Zimmerman (1986) fueron los primeros en desarrollar la hipótesis de la remuneración de los directivos (*Bonus Plan hypothesis*) como uno de los principales motivos para la manipulación del resultado contable. Según estos autores, si los directivos controlan el cálculo del beneficio hasta el extremo de poder reportar el beneficio que quieran, la retribución a los directivos basada en el beneficio contable no existiría. No obstante lo anterior, la retribución variable basada en el beneficio contable existe, debido a que los costes de eliminar la discrecionalidad para controlar el comportamiento directivo, deben compensarse con el beneficio de darles la libertad necesaria para poder utilizar unas prácticas u otras en beneficio de la empresa, tales como motivación del personal o ahorro o diferimiento de impuestos.

Healy (1985) argumenta que los directivos son más propensos a la elección de devengos discrecionales que disminuyen el resultado cuando sus *bonus plan* están acotados en un límite superior y/o inferior y a la elección de otros que aumentan el resultado cuando su retribución variable basada en el resultado no está acotada. Asimismo, el autor detecta cambios en las políticas contables de las empresas que han adoptado este sistema de retribución en los años posteriores a la adopción o modificación únicamente si éstos están acotados, no en el caso contrario. En la conclusión de su investigación propone que los *bonus plan* estén basados en el precio de las acciones más que en el resultado contable. Guidry et al. (1999) encuentran resultados consistentes con Healy analizando la empresa desde el punto de vista de la unidad de negocio, en vez de la empresa agregada. Holthausen et al.

(1995) obtienen resultados también consistentes con Healy en cuanto a que los directivos manipulan el resultado a la baja cuando llegan a su retribución máxima, pero no encuentran evidencia de que lo hagan a la baja cuando no llegan al mínimo. En cambio, Dechow et al. (1996) no encuentran evidencia que soporte la hipótesis del bonus plan.

A medida en que la retribución del directivo ya no es estrictamente en forma de bonus monetario en función del resultado de la empresa sino que se efectúa bajo otras formas como las acciones u opciones sobre acciones de la propia empresa, la investigación en este campo también ha migrado hacia estos supuestos. Así, Jackson et al. (2004) encuentran evidencia de que la retribución del directivo está más basada en ciertos parámetros contables que en el resultado contable en sí. Además, esta relación se intensifica cuando la empresa tiene un resultado contable pobre.

Investigaciones más recientes, han tratado de relacionar la figura del directivo y sus características particulares y personales como elementos que explican la elección de una determinada política contable u otra y no solamente el hecho de que su retribución variable esté ligada a resultados contables. Los directivos poseen un cierto “estilo” que se refleja en su forma de tomar decisiones y, por lo tanto, en políticas contables.

Así, por ejemplo, ciertos estudios sugieren que los directivos de mayor edad suelen ser más conservadores y los que poseen un MBA más agresivos (Bertrand y Schoar, 2003); los que vivieron la Gran Depresión toman decisiones de inversión evitando endeudar a la empresa y los que tienen un pasado militar son mucho más agresivos al endeudarse (Malmendier et al. 2011). Otros estudios tratan de relacionar el exceso de confianza de los directivos y sus decisiones corporativas (Malmendier y

Tate, 2005) o las características personales de los directivos y la elección de políticas contables (Ge et al., 2011)

Algunas investigaciones se centran en la distinción de la figura del director financiero (CFO) vs la figura del director general (CEO), para tratar de determinar cuál es el origen en la realización de prácticas de manipulación contable. La literatura muestra resultados contradictorios en este aspecto. Feng et al. (2011) comparan una muestra de empresas que se sabe han manipulado su resultado con otra de empresas que no han realizado prácticas de GRC. Concluyen que los CFO de una muestra y los de la otra tienen prácticamente los mismos incentivos en cuanto a compensación y remuneración, pero los CEO no, observando unos incentivos mayores en los CEO de empresas que han manipulado su resultado. De ello, deducen que los CFO realizan prácticas de GRC instigados por sus directores generales. Por el contrario, Geiger y North (2006) demuestran que los devengos discrecionales disminuyen después del nombramiento de un nuevo director financiero, sin haber nombrado un nuevo director general al mismo tiempo, deduciendo que los CFO ejercen una influencia independiente en los estados financieros de la empresa.

### 2.3.2. Motivaciones relacionadas con la continuidad en el soporte de un inversor/proveedor

Degeorge et al (1999) y Brown y Caylor (2005) documentan la existencia de una cierta jerarquía en cuanto a los objetivos para la GRC definida en tres: evitar pérdidas, cumplir con las predicciones de los analistas y llegar, como mínimo, al resultado contable del año anterior.

Los analistas financieros juegan un papel fundamental en la formación del precio de las acciones de las empresas. Sus recomendaciones sobre solvencia y expectativas de las empresas pueden ejercer una influencia significativa en la formación del precio de las acciones. El deseo de cumplir con las predicciones realizadas por los analistas financieros es motivo para la gestión del resultado (Burgstahler y Eames, 2003). Abarbanell y Lehavy (2003), por ejemplo, encuentran evidencia de que las empresas que reciben recomendación de “compra”, son más propensas a gestionar los resultados al alza para llegar a las predicciones de beneficios realizadas por los analistas.

### 2.3.3. Motivaciones relacionadas con el cumplimiento de requisitos contractuales

Las empresas, a menudo, disponen de contratos de deuda sujetos a condicionantes basados en cifras contables. Las políticas contables que se adopten repercuten en los ratios sobre solvencia de la empresa y, afectan por lo tanto al precio de la deuda. Consecuentemente, uno de los principales motivos para manipular el resultado es el deseo de obtener financiación externa a bajo coste y evitar el incumplimiento de condicionantes de deuda (*debt covenant*) (Dechow et al., 1996; Stanley y Sharma, 2011)

Hunt (1985) argumenta que las empresas, a pesar de que les sería beneficioso desde un punto de vista de flujos de caja adoptar el método LIFO de valoración de existencias, no lo hacen por las consecuencias que tendría sobre los ratios de solvencia y liquidez impuestos por requisitos contractuales de deuda. De su estudio concluye que únicamente las empresas que no están al borde de violar estos ratios adoptan el método LIFO en una coyuntura de precios crecientes.

## 2.4. Factores limitadores

Es evidente que las prácticas de manipulación del resultado tienen factores que las limitan. En caso contrario, la fiabilidad de la información financiera estaría seriamente en riesgo. En este sentido, muchos autores han dirigido su investigación en determinar cuáles son estos factores y qué impacto producen en la práctica de manipulación de beneficio. Existen principalmente tres líneas de investigación en referencia a los factores que limitan la práctica de gestión del resultado contable:

### 2.4.1. Calidad del auditor

En una empresa auditada, sus estados financieros se someten al escrutinio del auditor que determina la razonabilidad de las cifras reportadas en relación al cumplimiento de los principios contables. Parece lógico pensar, pues, que la auditoría limita una posible práctica de gestión del resultado contable, especialmente si se trata de una gran firma de auditoría donde los procedimientos de calidad internos son mayores que en una pequeña firma.

En esta línea existen numerosos estudios que analizan la influencia en la calidad de la información financiera de la calidad del auditor, interpretada como una de las grandes firmas multinacionales, (Becker et al., 1998; Lennox y Pittman, 2010). Otros afirman que el hecho de que un auditor posea experiencia en una industria concreta, modera el uso de devengos discrecionales en las firmas auditadas de esta misma industria (Krishnan, 2003). En la misma línea, Gul et al. (2007) argumentan que las empresas auditadas realizan más prácticas de gestión del beneficio los primeros años en que tienen un mismo auditor, ya que en el futuro, el aumento en el conocimiento de la empresa por parte del auditor limita las posibilidades de realizar

dichas prácticas. En España, Navarro y Martínez (2004) concluyen que no existe evidencia de que en las empresas cotizadas la calidad del auditor constriña la manipulación del resultado.

#### 2.4.2. Gobierno corporativo

Dechow et al (1996) son de los primeros en introducir esta línea de investigación como factor limitador de la práctica de manipulación del beneficio. Encuentran que un control pobre de la dirección mediante unas estructuras débiles de gobierno corporativo es un catalizador para las prácticas de *earnings management*. Las empresas que manipulan el resultado son más propensas a (i) tener un consejo de administración dominado por los directivos, (ii) que el director general sea miembro del consejo, (iii) que el director general sea el fundador de la compañía, y menos propensas a (iv) tener un comité de auditoría y (v) tener miembros independientes en el consejo de administración.

En España, el informe Aldama (2003) consideraba que el sistema de transparencia en la información está orientado a la información cuantitativa (económica y contable) y a la de impacto más inmediato (hechos relevantes), pero que todavía debe desarrollarse más en relación a la información cualitativa y, específicamente, en materia de gobierno corporativo. Por ello, recomendaba que se extendieran los deberes de información sobre las estructuras y prácticas de gobierno corporativo de cada sociedad.

### Estructura de propiedad

La literatura previa encaja el conflicto entre propiedad y administración en la teoría de la firma y el problema de la agencia, derivado de la separación entre propiedad y control de la empresa y que genera conflictos entre propiedad y gestión (Jensen y Meckling, 1976).

El conflicto entre distintos intereses de accionistas y gerentes, suele solucionarse mediante contratos que intenten alinear estos intereses, mediante la incorporación a estos contratos de cláusulas que establezcan una retribución variable del directivo en función del resultado de la empresa. No obstante, estas cláusulas pueden generar en los directivos incentivos para manipular el resultado, lo que les permite aumentar su retribución (Watts y Zimmerman, 1986).

No obstante, existe poca investigación, donde se refiera al hecho de que los principales accionistas son a su vez, los gerentes de la empresa. En los últimos años se ha desarrollado la idea del problema de agencia de tipo II (Villalonga y Amit, 2006). Sugiere que, aunque la empresa sea cotizada, en el caso de que los accionistas mayoritarios estén concentrados, éstos tienen grandes incentivos en expropiar riqueza a los intereses minoritarios y perseguir su propio beneficio en perjuicio de éstos.

### Composición del consejo de administración

Los socios de una compañía establecen el sistema de administración de una sociedad. En el caso de que esta administración corresponda a más de dos personas, se deberá constituir un consejo de administración, que será nombrado por los mismos socios. Este consejo puede estar constituido por miembros implicados en la gestión de la compañía, así como otros miembros independientes.

En general, los consejos de administración estarán compuestos por tres tipos de miembros principalmente:

- **Consejeros ejecutivos.** Accionistas y/o directivos directamente implicados en la gestión de la compañía.
- **Consejeros dominicales.** Accionistas importantes no directamente implicados en la gestión directa de la compañía
- **Consejeros independientes.** Externos a la compañía que no son socios de la ni están directamente implicados en su gestión.

Un consejo de administración con miembros únicamente del tipo (1) no ejercerá a priori ningún tipo de control adicional sobre la información financiera de la compañía, ya que los mismos directivos que elaboran dicha información son los responsables de evaluarla.

Por el contrario, un consejo donde existen varios miembros del tipo (2), ejercerán un mayor control sobre la información financiera, ya que estos consejeros tienen intereses directos en la compañía y, por lo tanto, desean que la compañía marche bien pero no tienen ningún interés en que la compañía sea la protagonista de un escándalo financiero. Respecto a los del tipo (3), algunos estudios demuestran que las empresas que cometen fraude cuentan con un menor porcentaje de consejeros externos independientes en el consejo de administración (Beasley, 1996; Uzun et al. 2004). Consecuentemente, parece lógico pensar que una empresa con un consejo de administración en el que hay un menor número de consejeros independientes o bien no hay ninguno, es un indicador de menor control sobre la actividad de los directivos y, por lo tanto, estas empresas tienen una mayor posibilidad de manipulación de la

información financiera. No obstante, la influencia del CEO sobre el nombramiento de estos consejeros suele ser alta, lo cual no garantiza al cien por cien su independencia (Clune et al. 2014).

El contexto anglosajón, en lo que a consejeros independientes se refiere, es distinto al de las compañías europeas y españolas en particular. García Osma y Gil de Albornoz (2005) encuentran evidencia, en el contexto español, de que la relación entre la presencia de consejeros independientes y la manipulación contable es positiva y significativa, excepto cuando existe un comité de nombramientos formado por mayoría de miembros dominicales. Estas mismas autoras, afirman que la presencia de consejeros dominicales representantes de grupos accionariales importantes, está negativa y significativamente relacionada con el nivel de manipulación, con lo que este tipo de consejeros, constituyen el mecanismo de control fundamental de las prácticas manipuladoras en España.

#### Composición del comité de auditoría.

Existe cierto consenso en el ámbito académico de que la composición del comité de auditoría guarda una estrecha relación con la manipulación del resultado. En particular, el comité de auditoría, cuando es altamente independiente de la gestión de la compañía, se ha probado como constrictor de prácticas de manipulación contable (Dechow et al., 1996) Por ejemplo, He y Yang, 2014 encuentran evidencia que el ratio de expertos financieros en el comité de auditoría está negativamente asociado con la manipulación del resultado contable. Ello es consecuente con las palabras que en su día pronunció Arthur Levitt en 1999, ex presidente de la SEC en las que afirmaba que “Los comités de auditoría cualificados, comprometidos, independientes e inflexibles representan los guardianes más fiables del interés público”.

En España, la Ley 44/2002 de 22 de noviembre estableció la obligatoriedad legal de tener un comité de auditoría para las sociedades emisoras de valores cuyas acciones u obligaciones estén admitidas a negociación en mercados secundarios oficiales de valores. Este comité, además debiera de tener mayoría de consejeros no ejecutivos nombrados por el Consejo de Administración y su presidente debía ser nombrado de entre estos consejeros no ejecutivos y ser sustituido cada cuatro años. Dicha Ley establecía además las competencias mínimas del comité en las siguientes:

- 1. Informar en la Junta General de Accionistas sobre las cuestiones que en ella planteen los accionistas en materias de su competencia.*
- 2. Propuesta al Consejo de Administración para su sometimiento a la Junta General de Accionistas del nombramiento de los auditores de cuentas externos a que se refiere el artículo 204 del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.*
- 3. Supervisión de los servicios de auditoría interna en el caso de que exista dicho órgano dentro de la organización empresarial.*
- 4. Conocimiento del proceso de información financiera y de los sistemas de control interno de la sociedad.*
- 5. Relaciones con los auditores externos para recibir información sobre aquellas cuestiones que puedan poner en riesgo la independencia de éstos y cualesquiera otras relacionadas con el proceso de desarrollo de la auditoría de cuentas, así como aquéllas otras comunicaciones previstas en la legislación de auditoría de cuentas y en las normas técnicas*

Posteriormente, la Ley 12/2010 modificaba la composición y funciones del comité de auditoría, haciendo énfasis en la independencia de sus miembros, establecida previamente en la Ley 44/2002 y la Ley 24/1988 del Mercado de Valores. En particular, esta modificación establece que “2. *Los miembros del Comité de Auditoría*

*serán al menos en su mayoría consejeros no ejecutivos del Consejo de Administración o, en el caso de órgano equivalente al anterior, miembros del mismo que no posean funciones directivas o ejecutivas en la entidad, ni mantengan relación contractual distinta de la condición por la que se les nombre. Serán nombrados, en todo caso, por el Consejo de Administración u órgano equivalente, de acuerdo con la naturaleza jurídica de la entidad. Al menos uno de los miembros del comité de auditoría será independiente y será designado teniendo en cuenta sus conocimientos y experiencia en materia de contabilidad, auditoría o en ambas.”*

#### 2.4.3. Costes asociados a la manipulación contable

La manipulación contable, y mucho más el fraude, suele tener grandes costes para la empresa, sobretodo una vez es descubierto. Dechow et al. (1996) argumentan que, a pesar de que una importante motivación para la manipulación del resultado es el deseo de atraer financiación externa a bajo coste, estas empresas experimentan un incremento importante en su coste de capital cuando las manipulaciones se hacen públicas. Karpoff et al. (2008) cuantifican el efecto de la manipulación contable y aseguran que por cada dólar en que una empresa intenta aumentar su valor mediante la información contable manipulada, cuando la práctica se hace pública, la empresa pierde ese dólar, más 3,07 dólares adicionales en concepto de sanciones y pérdida de imagen.

Beneish et al. (2012) afirman que la amenaza de litigio afecta a las políticas contables y económicas que adoptan los directivos en los años previos a que la empresa se declare en quiebra.

## 2.5. Técnicas de detección de prácticas de gestión del beneficio contable

Durante años, ha sido objeto de estudio el intentar determinar ciertas técnicas de detección de que una empresa pueda estar manipulando su resultado. La línea predominante de investigación ha sido la cuantitativa y los resultados han sido variados. Las principales líneas de investigación, así como sus resultados se detallan a continuación.

### 2.5.1. Líneas de investigación empírica

A lo largo de los últimos años, se han desarrollado un número de modelos de detección y/o confirmación de manipulación del resultado. McNichols (2000) agrupa los modelos empíricos en tres grandes líneas de investigación: (1) Modelización de los ajustes por devengo agregados, (2) Modelización de los ajustes por devengo específicos y (3) Análisis de la distribución del beneficio. Mientras que las dos primeras necesitan la identificación del instrumento manipulador, el análisis de la distribución del beneficio no lo necesita.

#### 2.5.1.1. Modelos que utilizan los ajustes por devengo

Uno de los problemas fundamentales en testar la existencia de prácticas de gestión del beneficio es determinar el grado de discrecionalidad de los devengos, ya que resulta muy difícil aislar, para un determinado devengo, el componente discrecional del no discrecional. Siguiendo a McNichols (2000), Los modelos que consideran los ajustes por devengo agregados, toman como aproximación la totalidad de los devengos discrecionales y/o la variación en los devengos discrecionales totales

como medidas de la discrecionalidad sobre el beneficio (Healy, 1985; DeAngelo, 1986). Para ello, el método empleado para la obtención de los devengos discrecionales consiste en realizar una serie de supuestos sobre el comportamiento de dichos devengos en ausencia de manipulación, y en base a ello, estimar el componente no discrecional, para posteriormente obtener el componente discrecional por diferencia.

Sin duda, el modelo más relevante en este enfoque es el modelo desarrollado por Jones (1991) que, con algunas modificaciones en algunos casos, es el más utilizado en la literatura existente. La diferencia entre el modelo de Jones y los modelos descritos anteriormente está en la propuesta para aislar los devengos discrecionales. Jones propone, utilizar un modelo de regresión lineal que explica los ajustes encontrados en función de dos variables: 1) el cambio en las ventas que controla el componente normal de los ajustes por devengo a corto plazo, y 2) el nivel de inmovilizado material que controla el componente no discrecional en los devengos a largo plazo.

Posteriormente, Dechow y Sloan (1995) consideran que el modelo de Jones induce a error cuando la discreción se produce en el reconocimiento de ingresos. Por ello, introducen una modificación del modelo de Jones, el conocido como el modelo de Jones modificado (*Modified Jones Model-MJM*) en el que introducen la diferencia entre el cambio en ventas y el cambio en cuentas a cobrar, en vez de únicamente el cambio en ventas que utilizaba Jones como control de los ajustes por devengo a corto plazo.

Estos modelos han sido puestos en duda debido a (1) la pobre capacidad de los mismos de aislar los devengos discrecionales y (2) la medida de discrecionalidad está sistemáticamente sesgada en muestras con beneficio o cash-flow extremos (Dechow et al., 2012). Además, en el caso de los devengos a corto plazo, no toman

en consideración el efecto de las reversiones en el ejercicio posterior, por lo estos autores proponen un nuevo modelo que tenga en cuenta el efecto de estas reversiones, argumentando que mejora considerablemente los modelos anteriores.

Otras dudas que plantea la investigación es si deben utilizarse los ajustes por devengo a corto y largo plazo o únicamente a corto plazo. Beneish (1999) argumenta que la manipulación que puede efectuarse mediante los ajustes por devengo a largo plazo, principalmente las amortizaciones, es muy limitada.

#### 2.5.1.2. Modelos que utilizan el análisis de la distribución del resultado

Estos modelos no necesitan la estimación de la parte discrecional de la no discrecional de los devengos sino que analizan la distribución del resultado o de una determinada variable que forma parte del resultado alrededor de un umbral determinado. En función de las discontinuidades observadas alrededor de dicho umbral, que en el caso del resultado podría ser cero o el resultado del periodo anterior, se determina la evidencia de prácticas de manipulación del resultado.

Estos estudios proporcionan evidencia que las empresas manipulan su resultado para evitar descensos en el resultado y pérdidas (Burgstahler y Dichev, 1997), llegar o superar a las predicciones de los analistas financieros (Degeorge et al., 1999), y qué partes de la cuenta de resultados son manipuladas (Plummer y Mest, 2001).

#### 2.5.2. Otras líneas de investigación

Las críticas a los modelos cuantitativos debido a la forma en que aíslan los devengos discrecionales ha sido amplia en la literatura. No obstante lo anterior, esta

metodología ha continuado empleándose con las variaciones y las mejoras que cada autor ha considerado oportuno.

García Osma et al. (2005) en su revisión de literatura sobre *earnings management*, señalan que “Otras aproximaciones metodológicas serían deseables para poder acercarnos más a la práctica empresarial e identificar aquellas partidas contables o transacciones más susceptibles de ser utilizadas para manipular tanto el resultado como otras cifras contables. Ejemplos de metodologías alternativas son los estudios del caso, simulaciones o experimentos de laboratorio [...]”

A medida que las técnicas de detección de manipulación del resultado se sofistican, también lo hacen las técnicas mediante las cuales se manipula el resultado (Beneish et al, 2013). Por ello, es necesario explorar otros métodos de investigación, o una combinación de varios de ellos, a efectos de mejorar la capacidad de detección de prácticas de manipulación contable.

El estudio del caso ha aumentado el interés en los últimos años, especialmente en torno a un evento concreto muy notorio como el caso Enron (Bernston y Hartgraves, 2002; Lev, 2002; Arnold y Lange, 2004; Baker y Hayes, 2004) o la quiebra de Swissair, (Jorissen y Otley, 2010). En estos estudios se analizan las circunstancias que llevaron a las empresas a manipular sus resultados desde un punto de vista múltiple. Jorissen y Otley (2010) en particular, consideran que las causas de la manipulación del resultado contable no son únicas, por lo que un estudio empírico que utiliza una sola variable o los ajustes por devengo en su conjunto por sí solos no puede explicar las causas y motivos de la manipulación contable. En contraposición, el método del estudio del caso puede analizar la empresa desde múltiples perspectivas obteniendo unos resultados mucho más ajustados a lo sucedido en torno a un caso concreto.

## 2.6. El Estado de Flujos de Efectivo (EFE)

De entre las técnicas analizadas para la detección de manipulación contable, la mayoría basada en modelos combinando distintos parámetros de la cuenta de resultados y del balance, nuestro estudio se centrará en el estudio en profundidad del Estado de Flujos de Efectivo.

### 2.6.1 Relevancia del estudio del EFE en la literatura académica

El interés por un “*Funds Statement*” o un estado que concilie la contabilidad basada en devengos con la caja, data de hace más de cien años. Según Rosen y DeCoster (1969), la práctica de proporcionar algún tipo de información relativa a los orígenes y aplicaciones de fondos comenzó a cobrar popularidad en Estados Unidos a principios del siglo XX.

En 1992, el IASC aprobó el IAS 7, efectivo a partir de 1994, requiriendo la formulación del EFE como parte de los estados financieros de la empresa. En España, a pesar de existir ya interés académico en el EFE y de existir cierto consenso en que la información proporcionada era de mayor utilidad que la del EOAF vigente entonces (Dowds et al. 1996), no fue hasta 2007 cuando este estado tomó protagonismo y fue de obligatoria preparación por parte de las empresas españolas.

Después de los escándalos financieros de principios del 2000 en USA, los mercados se han vuelto más escépticos en la cifra de resultados reportada por las empresas que llegan o ligeramente superan las predicciones de los analistas. Debido a ello, ha

aumentado el interés de los analistas en los estados de caja y alinearse con las predicciones de los analistas está más relacionado con las previsiones de flujos de caja que con el resultado contable. (Koh et al. 2008).

A lo largo de los últimos años, la importancia del EFE dentro de la información financiera proporcionada por las empresas, ha generado un creciente interés entre académicos, profesionales y organismos reguladores. DeFond y Hung (2003), por ejemplo, documentan una tendencia creciente a que los distintos agentes de mercado demanden, y los analistas financieros calculen, en caso de que las empresas no proporcionen, previsiones de tesorería. Wasley y Shuang (2006) por su parte, argumentan que los directivos publican voluntariamente previsiones de caja (*cash flow forecasts*) para (1) indicar una tendencia positiva de la caja en la empresa, (2) atender a la demanda creciente de los analistas financieros de una mayor información sobre los flujos de caja de la empresa y (3) comprometerse a una cierta composición del beneficio en términos de caja y, por lo tanto reducir la posibilidad de *earnings management* en el futuro.

La relación entre la caja generada por las operaciones y el resultado contable no resulta un tema menor en la investigación actual. Cuando éstos son diferentes y esta diferencia persiste en el tiempo, los analistas financieros encuentran serias dificultades en la predicción de los resultados futuros (Hewitt, 2009).

### 2.6.2. Método directo vs Método indirecto

La CGO puede calcularse mediante dos métodos: (1) el método directo, en el que se reflejan directamente los cobros de clientes y otros deudores y los pagos a proveedores y otros acreedores y (2) el método indirecto, en el que, partiendo del resultado contable, se realizan los ajustes correspondientes por las partidas no

monetarias del resultado (amortizaciones, deterioros, beneficios inmovilizado, etc.) y por la variación del activo y pasivo corriente.

Desde el principio de su implantación, el debate entre el uso del método directo o indirecto para el cálculo de la CGO ha sido amplio, no habiendo en la actualidad homogeneización entre países sobre el método a utilizar. Mientras Australia, Nueva Zelanda y China inicialmente han requerido el uso del método directo, el resto de países, o bien han preferido el método indirecto (España) o bien han permitido el uso de cualquiera de los dos. No obstante lo anterior, en 2008, Australia comenzó a permitir el uso del método indirecto y es previsible que Nueva Zelanda siga el mismo camino.

El método indirecto ha sido ampliamente criticado en el mundo académico por la opacidad de la información que proporciona. Teóricamente, si disponemos de toda la información de los estados financieros de una empresa, la CGO mediante el método indirecto debería poder reconstruirse a partir de las cifras reportadas. No obstante, los resultados de la investigación en esta área parecen indicar lo contrario.

Bahnson et al. (1996) encuentran evidencia empírica que sugiere que en muchos casos, la CGO proporcionada por empresas de USA no coincide con los flujos de caja estimados basándonos en la cuenta de resultados y el balance de las compañías. Mediante una muestra de 9.757 empresas para el periodo 1987-90, encuentran que únicamente para el 25% de las empresas, la diferencia entre la CGO reportada y la estimada es inmaterial. En un estudio profundo concluyeron que no era posible identificar todas las posibles causas de esta desarticulación. No obstante, en algunos casos pudieron identificar algunas de estas causas, tales como la reclasificación de existencias usadas para la demostración de productos en activos fijos.

En la misma línea, Kinnunen y Koskela (1999), analizan, para las empresas cotizadas de Finlandia, cómo se relacionan el flujo de caja teórico a partir del balance y la cuenta de resultados con el reportado por la empresa en el estado de flujos de efectivo. De sus conclusiones se deduce que el flujo de caja estimado en base a los estados financieros es inconsistente con el reportado por la firma, lo cual pone en duda la calidad de la información financiera proporcionada por la empresa.

Algunos autores que se posicionan en contra del método directo (Golub y Huffman, 1984) argumentan que la preparación de la CGO mediante el método directo es demasiado costoso para las empresas, de manera que el uso del método indirecto facilita la elaboración de la información requerida por la norma. En contraposición a este argumento, Bradbury (2011) argumenta que si éste fuera el caso, el mayor coste de preparación por parte de las empresas queda compensado con el menor coste que tienen los analistas para analizar la información.

Trout et al. (1993) describen como el *Chicago Central Pacific Railroad* usaron el método directo en el EFE (*cash flow report*) como herramienta de gestión clave mientras reorganizaban la empresa con posterioridad a la declaración de suspensión de pagos, descartando el informe de capital circulante que utilizaban basado en el método indirecto.

En cualquier caso, si bien parece que los argumentos a favor del método directo: mayor transparencia en la información y menor margen a la manipulación contable del resultado son de una gran relevancia, no parece indicar que los organismos reguladores estén por la labor de modificar la norma y establecer el método directo como el método obligatorio a efectos de reportar la CGO, sino todo lo contrario.

### 2.6.3. Principales líneas de investigación académica sobre la utilidad del EFE:

Debido a todo lo anterior, a efectos de realizar cualquier investigación sobre el EFE, los investigadores deben utilizar las variables que componen el método indirecto, ya que no se disponen de los datos necesarios para investigar los componentes del método directo simplemente porque las empresas no lo reportan y es muy difícil calcularlo a partir de la información disponible sin obtener un error a menudo significativo (Krishnan y Largay, 2000)

#### 2.6.3.1. Utilidad en la predicción de flujos de caja futuros

La predicción de los flujos de caja futuros ha sido siempre un tema de gran preocupación en el mundo académico, ya que sirve de base, por ejemplo, para la valoración de empresas y es la medida que utilizan los analistas financieros para establecer recomendaciones sobre un valor cotizado concreto. A pesar de que algunos autores afirman que el beneficio contable proporciona la mejor estimación sobre flujos de caja futuros posible (Neill et al., 1991), las últimas investigaciones en este campo sugieren que, como mínimo, la incorporación de componentes de la CGO en las estimaciones de flujos de caja futuros mejora la predicción de los modelos.

Arthur y Chuang (2006) y Arthur et al. (2010) analizan separadamente los componentes de la CGO por el método indirecto a efectos de predicción de los flujos de caja futuros. Encuentran evidencia que los componentes de la CGO analizados por separado conjuntamente con el beneficio contable, proporcionan una mejor previsión de los flujos de caja futuros que la CGO agregada o el beneficio contable por sí solo. Krishnan y Largay (2000) aseguran, además que la CGO

pasada es mejor que cualquier método basado en resultado y devengos en la predicción de CGO futura.

#### 2.6.3.2. Utilidad en la estimación de la solvencia empresarial

La capacidad de predecir quiebras, problemas de tesorería de una empresa siempre ha generado un gran interés entre académicos, profesionales y reguladores. Por ello, la comunidad académica se ha volcado a lo largo de los años en desarrollar modelos y realizar experimentos con el fin de poder proporcionar información adicional en este campo. El EFE ha formado parte de una parte de estas investigaciones, sobretodo en los últimos años, en cuanto proporciona información sobre la variación de caja de las empresas en contraposición a la información contenida en el resultado contable, basado en criterios de devengo.

Sharma e Iselin (2003) realizan un experimento separando dos grupos de directivos de préstamos comerciales con un mínimo de tres años de experiencia. A un grupo les proporcionan información basada en devengos y al otro, información de flujos de caja. Como resultado, obtienen que la información basada en flujos de caja mejora considerablemente las evaluaciones sobre solvencia.

Gahlon y Vigeland (1988) encuentran que la estimación de la CGO por el método directo y variables relacionadas, son significantes en la predicción de la bancarrota de empresas industriales, al menos cinco años antes de que ésta se produzca.

#### 2.6.3.4. Utilidad en la detección de earnings management

El EFE nos proporciona información adicional sobre el desempeño de la empresa, ya que explica cómo la empresa es capaz de transformar sus beneficios en caja.

Ello, ayuda a juzgar la calidad de la información de los estados financieros y su utilidad para la toma de decisiones y la proyección de resultados. A pesar de esta evidencia, pocos estudios existen sobre la utilidad del estado de flujos de efectivo para la detección de prácticas de gestión del resultado contable.

Algunas de las investigaciones hasta la fecha sobre fraude contable, mencionan la relación entre el *cashflow* y el beneficio pero sin investigar a fondo la cuestión. Uno de los pocos estudios que existen en este sentido es el de Lee et al. (1999). En este caso, analizan la diferencia entre el beneficio contable y la CGO como indicador de fraude en la información financiera. Analizan una muestra de 56 empresas en las que se había hecho público la existencia de fraude contable conjuntamente con otras empresas en las que no se habían detectado irregularidades para el periodo 1978-1991. Concluyen que la diferencia entre el exceso de beneficio contable sobre CGO es extremo en los años previos al descubrimiento del fraude para las empresas que lo cometieron, principalmente a través del crecimiento injustificado de cuentas a cobrar e inventarios. Posteriormente, Rosner (2003) confirma esta diferencia en su análisis de empresas que han manipulado sus resultados para esconder pérdidas en los años previos a la quiebra.

Mulford y Comiskey (2011) argumentan que los incrementos artificiales de beneficios obtenidos mediante prácticas contables creativas no van a generar CGO. Por ello, como método de detección de prácticas de manipulación contable proponen ajustar la CGO eliminando todas las partidas que no lo son estrictamente, bien por excepcionales y no recurrentes, bien porque están compartidas con otros flujos de caja (Impuestos por ejemplo) y comparar el ratio de CGO ajustada / Beneficio. Demuestran cómo en el caso de Xerox, empresa que se demostró había manipulado sus beneficios, este ratio es decreciente en los años previos a la detección de la práctica.

## 2.7. Consideraciones finales del capítulo

Es evidente el gran interés que ha despertado la manipulación contable en el ámbito académico, muy especialmente los últimos años a raíz de los notorios escándalos financieros de grandes empresas. No obstante, de nuestra revisión de la literatura podemos extraer principalmente tres conclusiones:

La mayoría de los estudios están basados en **metodología cuantitativa** utilizando el modelo Jones, bien original o modificado como proponen Dechow et al (1995). Los resultados de estos estudios han sido seriamente puestos en duda últimamente por la incapacidad de aislar los devengos discretionales sujetos a manipulación de los devengos no discretionales.

Como consecuencia de lo anterior, hemos detectado un interés creciente en el mundo académico en la utilización de métodos alternativos de investigación y, en particular, en el **estudio de casos**.

Debido al método de investigación predominante, se han estudiado normalmente las variables sujetas a manipulación de modo agrupado. Existen pocos estudios que traten de las **variables sujetas a manipulación de modo aislado**, y prácticamente no existe investigación acerca de la evolución de dichas variables a lo largo de varios años de manipulación.

El **Estado de Flujos de Efectivo** ha sido poco analizado en la literatura académica. Los estudios que existen se centran únicamente en la primera parte del mismo, es decir la parte que corresponde a la Caja de las operaciones, o incluso de forma más general a lo que en inglés denominan *Cash flow* que cada autor define de forma distinta según el objetivo del estudio.

En España, dado que la implantación del Estado de Flujos de Efectivo es relativamente reciente, el interés académico en el mismo ha sido más didáctico que otra cosa. No existe investigación del efecto de este estado en las cuentas de las empresas, o de la información que puede proporcionar sobretodo en materia de manipulación contable.

Nuestra investigación tratará de arrojar un poco más de luz respecto a las tres cuestiones: por un lado con el método de investigación, por otro, con el análisis detallado de los devengos que se ajustan al resultado para la obtención de la caja generada de las operaciones, analizando cada devengo de forma aislada para determinar de cuáles podemos obtener indicios de manipulación y, finalmente, el estudio en profundidad del Estado de Flujos de Efectivo y su capacidad para proporcionar información sobre una empresa y, en particular, indicios de manipulación contable.

## Capítulo 3. Método de Investigación

### 3.1. Introducción

El método de investigación se refiere a la técnica o el conjunto de técnicas mediante las cuales se realizará la investigación. En el área de las ciencias sociales y en contabilidad en particular, existen distintos métodos. A priori, ninguno es mejor que otro, todos tienen sus ventajas y sus limitaciones y la elección de un método u otro dependerá en gran medida de cuál sea el objeto y el objetivo de nuestra investigación. En los últimos años, algunos autores abogan por una modalidad mixta, en la que se utilicen tanto técnicas cuantitativas como cualitativas (Venkatesh et al., 2013).

Esta investigación será de tipo cualitativo y, en particular, mediante el estudio de un caso en profundidad. En concreto, se estudiará el caso de una empresa que ha sido noticia en relación con la manipulación de sus estados financieros. En este capítulo, analizaremos cuáles son los métodos de investigación que se han utilizado hasta la fecha en contabilidad financiera y presentaremos los argumentos que justifican la elección del método cualitativo y, en particular el análisis de casos como método de investigación. Analizaremos la naturaleza, el ámbito de aplicación y la relevancia en investigación del estudio de casos; trataremos de describir cuáles son sus características distintivas frente a otro método de investigación, en qué casos es recomendable utilizarlos y su contribución a la investigación en contabilidad financiera.

### 3.2. Investigación cuantitativa vs cualitativa

Para determinar qué método es el más adecuado para esta investigación, debemos conocer: (1) cuales son las principales diferencias entre un método y otro y, dados

los objetivos de este estudio, (2) qué método se adapta más a lo que se pretende.

Stake (1995) identifica tres características fundamentales que diferencian la investigación cualitativa de la cuantitativa:

**La distinción entre explicación y comprensión como propósito de la investigación.** La investigación cuantitativa centrará su atención en las causas, buscando la explicación y el control, mientras que la investigación cualitativa se centrará en la comprensión, intentando entender las relaciones complejas entre todo lo que existe. El método cuantitativo busca conocer los hechos reales tal y como se dan objetivamente tratando de encontrar las características comunes con otros hechos semejantes, sus orígenes y sus consecuencias, mientras que el método cualitativo, pone su énfasis en estudiar los fenómenos en el propio entorno en el que se producen (Ruiz-Olabuénaga, 1996).

**La distinción entre el papel personal o impersonal del investigador.** Toda actividad de investigación depende de la interpretación, pero en la investigación cuantitativa se realiza un esfuerzo adicional en limitar el papel de la interpretación personal del investigador, hasta que no se dispone de todos los datos analizados y se obtiene evidencia de la robustez estadística del análisis. En investigación cualitativa, en cambio, el investigador interpreta los datos desde el inicio, realizando observaciones, ejerciendo un juicio subjetivo sobre los distintos datos que va analizando y profundizando en aquellas áreas que considera más relevantes para la investigación. En este caso, la o las *research questions* iniciales no son inamovibles, sino que pueden incluso evolucionar y cambiar a medida que avanza la investigación y se van analizando e interpretando los datos (Eisenhardt, 1989).

**La distinción entre descubrir y construir conocimiento.** La investigación cuantitativa está orientada a contrastar, comprobar y demostrar una teoría previamente formulada, obteniendo resultados que sean generalizables al conjunto

de la población, mientras que la investigación cualitativa está orientada a descubrir, captar y comprender una teoría (Ruiz-Olabuénaga, 1996).

Ruiz-Olabuénaga (1996) constata que *“la utilización de la metodología cualitativa no se formula ya en términos polémicos en torno a sus posibles ventajas o deméritos frente a la investigación cuantitativa. Su diferencia estriba en la diferente capacidad heurística que poseen, lo que les hace recomendables en casos y situaciones distintas”*. Por ello, identifica las siguientes características diferenciales entre un método y otro:

**Tabla 2. Características diferenciales método cuantitativo vs cualitativo**

	Método Cuantitativo	Método Cualitativo
<b>1. Marco</b>	Natural, cerrado o laboratorio	Natural
<b>2. Diseño</b>	Fijado de antemano	Emergente. No fijado
<b>3. Flexibilidad técnica</b>	La técnica se fija previamente	Existe flexibilidad
<b>4. Marco teórico</b>	Se parte de marco teórico e hipótesis previas	La teoría se formula al mismo tiempo que se contrasta experimentalmente.
<b>5. Muestreo</b>	Muestras que permitan rigor estadístico	No al azar, se busca la intención
<b>6. Interpretación</b>	Se pretende generalizar y extrapolar.	Interesa más especificar que generalizar.
<b>7. Aplicación replicativa</b>	Datos medibles, observables y replicables	Aplicación contextual, difícilmente generalizable.
<b>8. Estudio de hechos/casos</b>	Hechos generalizables. Unidades de estudio fragmentadas	Se busca el ambiente, el significado.
<b>9. Resultados</b>	Objetivos	Negociados
<b>10. Elementos básicos</b>	Captar y analizar hechos objetivos. Capacidad de contrastar datos concretos.	Captar sentido. Capacidad de elaborar una teoría contrastada

Fuente: Adaptado de Ruiz-Olabuénaga (1996)

Atendiendo a las características de esta investigación, dado que lo que se pretende es profundizar en la comprensión y la naturaleza de unos hechos concretos, sin

generalizar al conjunto de la población el método cualitativo es el que más se adapta a las necesidades de este estudio.

### 3.3. El método de investigación en contabilidad financiera

La investigación en contabilidad financiera ha sido liderada por las publicaciones anglosajonas, especialmente estadounidenses, desde sus inicios. La corriente de la contabilidad positiva propuesta por Watts y Zimmermann ha dominado la investigación realizada en las últimas tres décadas, siendo las revistas americanas<sup>4</sup> de mayor prestigio las que han publicado la práctica totalidad de estos estudios. El método de investigación predominante en contabilidad ha sido el cuantitativo, mediante el análisis estadístico de series de datos, a efectos de validar ciertas hipótesis de comportamiento y relación entre variables contables. Ver Tabla 3

**Tabla 3. Método de investigación utilizado en las publicaciones de las seis revistas americanas más relevantes en investigación contable.**

Década	# Papers	Archivo	Experimental	Estudio de Revisiones	Encuestas	Teóricos	Normativos
1980s	1.038	42,1%	20,6%	2,2%	4,6%	4,6%	16,6%
1990s	1.278	52,1%	15,8%	1,5%	1,9%	2,3%	20,5%
2000s	1.196	64,7%	13,0%	1,5%	2,3%	2,8%	13,7%

Fuente: Oler et al. (2010)

El método cuantitativo nos ofrece ciertas ventajas en la investigación contable, entre las que destacamos:

<sup>4</sup> Las seis Publicaciones consideradas más relevantes en contabilidad financiera, todas ellas americanas son las siguientes: *The Accounting Review*, *Accounting, Organisations and Society*, *Contemporary Accounting Research*, *Journal of Accounting and economics*, *Journal of Accounting Research* y *Review of Accounting Studies*

Permite **testar distintas hipótesis**, cuyos resultados pueden ser extrapolables al resto de la población. La investigación cuantitativa utiliza muestras seleccionadas de forma aleatoria, de manera que si dicha muestra es suficientemente grande y el error estadístico suficientemente pequeño, los resultados obtenidos pueden considerarse generalizables.

**Desarrolla un marco teórico previo bien delimitado**, de manera que la aceptación o el rechazo de las distintas hipótesis planteadas puede considerarse desarrollo de teoría en contabilidad financiera.

**Estudia en detalle el comportamiento de muy pocas variables pero puede hacerlo a lo largo de un periodo de tiempo mayor**, por lo que obtenemos la tendencia en el comportamiento a lo largo de distintas fases del ciclo económico.

**Se necesita menos tiempo y trabajo** para realizar una buena investigación cuantitativa que una buena investigación cualitativa. Por ello los investigadores que realizan investigación cuantitativa pueden ser más productivos. (Gephart, 2004).

No obstante, en los últimos años, los frutos de la investigación en contabilidad financiera han sido ampliamente criticados por algunos autores debido principalmente a los siguientes motivos (Reiter y Williams, 2002; Hopwood, 2007):

**El alejamiento progresivo que ha tenido de la realidad de las empresas**, es decir, su poca aplicabilidad en la práctica. Mediante el análisis únicamente estadístico de las variables que componen los estados financieros de las empresas, dejamos de lado otras variables, de tipo cualitativo, que son relevantes a la hora de entender un determinado fenómeno contable. Según Hopwood (2007), la contabilidad es parte de un mundo mucho más amplio, un mercado de la información de la empresa y de los contextos

económicos y de negocio en los que opera, y para entender la contabilidad, uno necesita entender este contexto más amplio y sus relaciones e implicaciones en contabilidad.

**Los pobres logros científicos obtenidos hasta la fecha.** Algunos estudios arrojan resultados contradictorios frente a una misma hipótesis, dependiendo de las características temporales y sectoriales de la muestra analizada, lo cual pone en duda la generalización de los resultados obtenidos. Algunos ejemplos relevantes de este fenómeno han sido expuestos en el capítulo de revisión de la literatura.

**El carácter endogámico de la investigación anglosajona.** Las publicaciones relevantes en investigación en materia de contabilidad financiera son anglosajonas. La mayoría de publicaciones relevantes únicamente publican estudios relativos a empresas americanas y cuyos autores también pertenecen a determinadas universidades consideradas de élite en su gran mayoría, donde la promoción de los profesores se basa en la investigación publicada y donde los distintos *journals* relevantes son poco innovadores, especialmente en cuanto a internacionalización de la investigación se refiere.

**El análisis de la casuística contable se realiza de forma superficial;** dadas las características de este tipo de investigación, no es posible analizar muchas variables al mismo tiempo. Se determina unas pocas variables como aproximación al objeto de estudio, principalmente los devengos discrecionales, pero se dejan de lado muchas otras variables que pueden ser relevantes para explicar el fenómeno estudiado.

**El proceso de validación de teorías en investigación contable.** Reiter y Williams (2002) señalan que los investigadores consideran los temas contables como el centro de la investigación y usan las teorías económicas para explicar dichos

fenómenos, en vez de utilizar las distintas situaciones contables para validar dichas teorías, lo cual según los autores llevaría a una mucho más enriquecedora investigación contable.

Para solucionar estos problemas e intentar que la contabilidad se aproxime más a la realidad de las empresas, algunos autores (Hopwood, 2007, García Osma et al., 2005) proponen que la investigación en contabilidad interactúe con otras disciplinas, dado que las empresas lo hacen y, al mismo tiempo, innove en sus métodos, complementando la investigación cuantitativa predominante actual, con otros métodos de tipo cualitativo, como la investigación de campo. No se trata pues de utilizar la investigación cualitativa como alternativa a la investigación cuantitativa predominante sino de complementarla con otros métodos que la enriquezcan y ayuden a obtener unos modelos más precisos y la validación de teorías previamente estudiadas y, por lo tanto, unos resultados más relevantes.

#### 3.4. El estudio de casos como método de investigación en contabilidad

Uno de los temas críticos tanto en investigación contable como en su práctica es la capacidad para generar información relevante y fiable en relación con un determinado problema. No obstante, para que la investigación sea relevante, independientemente del método utilizado, debe tener como objetivo un mejor entendimiento de la realidad. (Power y Gedron, 2015). En un extremo, puede significar un enfoque que pone el énfasis en llegar a conclusiones válidas para un amplio rango de situaciones. En este sentido, la línea positivista en investigación contable se basa en establecer el comportamiento medio de distintas variables en relación a un modelo o hipótesis con este propósito. No obstante, estos resultados pueden ser válidos para la población en

promedio, pero no para cada miembro (por ejemplo: el número medio de hijos por mujer es de 1,36).

Por ello, en el otro extremo, la investigación se puede focalizar en entender la complejidad de un fenómeno en situaciones o casos específicos, por lo que analizar los resultados en los casos extremos mediante el estudio de casos puede aportar conocimiento adicional y relevante. (Cooper y Morgan, 2008).

En contabilidad, el método de investigación mediante el estudio de casos se ha venido usando sobre todo a partir de la década de los noventa. En un principio se usó en el área de contabilidad de gestión (Scapens, 1990). Posteriormente, se ha empezado a usar también en materia de contabilidad financiera (Ryan et al, 2004) y muy especialmente en los últimos años en investigación sobre auditoría (Power y Gedron, 2015).

#### 3.4.1. Justificación de la elección del método de investigación.

Durante la revisión de la literatura, pudimos recopilar una gran cantidad de investigaciones de tipo cuantitativo, diseñadas en la mayoría de los casos para (1) tratar de determinar si una empresa realiza prácticas de gestión del beneficio mediante un determinado devengo, generalmente en torno a una situación excepcional, o bien (2) estableciendo modelos que trataban de aislar el componente discrecional de los devengos del no discrecional para determinar si una empresa realizaba manipulaba sus resultados mediante los devengos discrecionales.

Dado que la investigación dominante en contabilidad financiera es la cuantitativa y la gran cantidad de literatura que existe en este sentido, podía resultar muy atractivo una investigación de este tipo. No obstante, pudimos observar que estos estudios, si

bien arrojaban resultados que podían ser generalizables, algunos de ellos eran contradictorios. Por ejemplo, Siew et al. (1998) encontraron que las empresas que salen a bolsa por primera vez, contabilizaban unos deterioros de créditos menores para ofrecer un mayor resultado, mientras que Cecchini et al. (2012) obtenían justamente el resultado opuesto, consistente con la estrategia de *Big Bath Accounting*.

Por ello, antes de decidir el método de la investigación, se profundizó en la literatura existente hasta la fecha, al objeto de determinar cuál era la opinión de reconocidos investigadores respecto el método predominante en investigación, así como los resultados obtenidos. Como consecuencia de ello, nos decantamos por la investigación cualitativa y, en particular, por el estudio de casos por los siguientes motivos:

- Si bien la mayoría de los autores no cuestionaban el método cuantitativo, especialmente hasta finales de los noventa, en los últimos años, hemos identificado un **creciente interés en que se ampliaran los métodos de investigación**, con métodos cualitativos que complementaran la investigación actual, lo cual detallamos en el apartado anterior.
- Se pretende **estudiar en profundidad** un fenómeno concreto, el de manipulación del resultado dentro del contexto específico de una empresa, investigar sobre sus motivaciones particulares y la capacidad predictiva de un determinado estado contable, el Estado de Flujos de Efectivo. No deseamos establecer un comportamiento promedio para la población, sino profundizar en cómo se ha realizado esta manipulación en un caso concreto.
- Creemos que, habitualmente, un caso de manipulación contable que ha

resultado público y ha tenido gran repercusión en todas las partes interesadas en la compañía, no se realiza mediante la manipulación de únicamente un determinado parámetro contable, ni por un único motivo, sino que **existen varios motivos coincidentes o subsecuentes en el tiempo** y esta práctica afecta a distintos parámetros a medida que la empresa no obtiene los resultados esperados que permitan la reversión de dicha manipulación inicial.

- Una vez analizada la literatura existente, podemos **establecer una serie de indicadores tanto cuantitativos como cualitativos** que, si bien no son determinantes de que una empresa está gestionando su beneficio, sí **constituyen indicios de ello**. Mediante esta investigación, se pretende por un lado, observar la existencia de estos indicios y por otro, tratar de obtener nuevos indicios que no han sido analizados especialmente en la literatura, por tratarse de aspectos cualitativos muy difíciles de analizar por separado. Por lo tanto, el objetivo es tanto validar la existencia de estos indicios previamente analizados en la literatura, como proponer nuevos indicios para una investigación posterior.
- Mediante el estudio en profundidad de un caso concreto a lo largo de un espacio de tiempo determinado, aparte de constatar la existencia de ciertos factores indicadores de la posibilidad de manipulación en base a la literatura existente, queremos observar **cómo evolucionan a lo largo del tiempo** a medida que la empresa va reportando los resultados manipulados.

Por ello, el método del estudio de caso, es el que mejor se adapta a nuestro objetivo, dado que nos permite realizar un análisis de muchas variables a la vez tanto cuantitativas como cualitativas.

### 3.4.2. Características del estudio de casos

Según Azofra et al. (2004), el estudio de casos es una técnica útil cuando el fenómeno a investigar es el resultado de la interacción compleja de múltiples factores y su descripción y posterior explicación requieren información procedente de fuentes múltiples. La utilización de múltiples fuentes permite combinar datos cualitativos y cuantitativos, conseguir una comprensión más rica de la dinámica del caso y controlar en mayor medida la exactitud de la información.

A lo largo de la literatura, especialmente en contabilidad de gestión donde el estudio de casos es una técnica que ha venido usándose durante más tiempo, ha habido varias clasificaciones y tipificaciones del estudio de casos. Ryan *et al.* (2004) tipifican los estudios de casos en Contabilidad en cinco modalidades: descriptivos, ilustrativos, experimentales, exploratorios y explicativos. (Ver tabla 4 para sus características diferenciales)

**Tabla 4. Tipo de estudio de casos**

Tipo de caso	Características
<b>Descriptivos</b>	Describen sistemas, técnicas y procedimientos contables en la práctica. Sirven para proporcionar información sobre la naturaleza y forma de las actuales prácticas contables.
<b>Ilustrativos</b>	Intentan ilustrar prácticas nuevas y posiblemente innovadoras desarrolladas por determinadas empresas. Son una ilustración de lo que se ha conseguido en la práctica.
<b>Experimentales</b>	Examinan las dificultades de implementar propuestas nuevas. Son útiles, para evaluar los beneficios que se pueden obtener. Su intención es indicar lo que debe hacerse en la práctica, usando un razonamiento normativo.
<b>Exploratorios</b>	Exploran las razones de determinadas prácticas contables. Sirven para generar hipótesis sobre los motivos de una práctica concreta a someter más adelante dentro de una rigurosa comprobación empírica.

<b>Explicativos</b>	Explican las razones de prácticas contables en casos concretos. El uso de marcos teóricos es útil, aunque no imprescindible, ya que permite al investigador dar explicaciones convincentes.
---------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Fuente: Ryan et al. (2004)

En algunas investigaciones, no podemos hablar de tipos “puros” de casos sino que la investigación puede tener características de un tipo de casos y de otros al mismo tiempo. Nuestra investigación será principalmente de tipo explicativo pero no de forma exclusiva, ya que consideramos que en ciertos aspectos tendrá un carácter también de tipo exploratorio.

Siguiendo a Bonache (1998), las características distintivas del estudio de casos explicativos son las siguientes:

**No separan el fenómeno de su contexto.** Los casos adoptan una visión en la que no se olvida que el contexto y el comportamiento son interdependientes. Los fenómenos organizativos sólo se entienden dentro del contexto en el que se desarrollan y no como el resultado de un conjunto de variables discretas.

**Parten de un modelo teórico menos elaborado.** Frente a la metodología cuantitativa de contrastar hipótesis, los casos tratan de construir teorías mediante las observaciones, siguiendo el procedimiento inductivo. El punto inicial lo constituye un marco teórico preliminar, pero que puede ir cambiando a lo largo de la investigación a medida que se vayan interpretando los resultados (Eisenhardt, 1989).

**La elección de los casos tiene carácter teórico, no estadístico.** Los casos deben elegirse por su capacidad explicativa. De hecho, un caso no típico o extremo, entendido como la excepción a una generalización, puede ayudarnos a hacer más precisas las teorías generales.

**Tiende a utilizar más métodos y fuentes de datos.** En estudios de casos, las observaciones, además de los datos de archivo, son fuentes de datos. No obstante, ello nos puede sumir en una cantidad ingente de información, de la que es preciso seleccionar la información relevante de la que no lo es. El estudio de casos puede componerse de datos únicamente cuantitativos o bien únicamente cualitativos; no obstante, la combinación de ambos puede producir muchas sinergias (Eisenhardt, 1989)

**Es más flexible en el proceso de realización de la investigación.** En los casos, a medida que descubrimos nuevos hechos podemos ampliar los supuestos teóricos iniciales y desarrollar nuevos conceptos. Tal flexibilidad es aceptable debido a que estamos trabajando en situaciones complejas con múltiples fuentes de datos y, en consecuencia, no podemos definir a priori exactamente lo que estamos interesados en analizar.

**Inducción analítica, no estadística.** El análisis de casos se basa en la inducción analítica, no generaliza a una población, sino que infiere hipótesis o generalizaciones teóricas a partir del análisis de campo.

Por otro lado, el estudio de casos puede ser individual o múltiple. El hecho de que se seleccione más de un caso de estudio, no se hace con la intención de generalizar los resultados, sino de investigar una pauta de comportamiento y enriquecer un marco teórico mediante un abanico más amplio de circunstancias (Scapens, 1990). Los casos objeto de estudio deben utilizarse de igual manera que un experimento múltiple, con el objetivo de obtención de resultados similares (réplica literal) o bien de resultados contrarios (réplica teórica).

### 3.4.3. Ámbito de aplicación

No todos los métodos de investigación son idóneos para todos los problemas, la elección de un método u otro dependerá del problema a analizar y de lo que se pretenda con este análisis. Tal y como proponen Cooper y Morgan (2008), como hemos descrito en el apartado anterior, el estudio de casos se centra en los casos extremos y/o anómalos, estudiados dentro de su contexto. El estudio de casos será útil cuando pretendamos analizar en profundidad qué es lo que ha sucedido en un determinado caso y tratar de comprender el por qué.

Yin (1994) además, establece tres cuestiones que deben preguntarse antes de determinar si el estudio de casos es el método apropiado de investigación:

**Tipo de pregunta** que queremos hacernos en la investigación (*research question*). El estudio del caso será apropiado en el caso de que queramos responder preguntas del tipo ¿cómo? O ¿por qué?

**El control que el investigador tiene sobre los comportamientos.** En situaciones en que el investigador no ejerza ningún control sobre los hechos el método del caso será apropiado.

**El grado en que la investigación se centra en hechos contemporáneos vs hechos históricos.** El estudio de casos será apropiado en cuanto nos centremos en hechos contemporáneos.

La presente investigación cumple con los tres requisitos, ya que se pretende averiguar cómo nos puede ser útil el estado de flujos de efectivo para detectar la práctica de gestión del resultado, no tenemos ningún control sobre los hechos y se trata de sucesos

que han sucedido muy recientemente e incluso están sucediendo todavía.

#### 3.4.4. Fases en el desarrollo del estudio de casos

El estudio de casos tiene el principal inconveniente de que podemos perdernos en la multitud de información que vamos recopilando a lo largo de la investigación. Al obtener información de distintas fuentes y en distintos formatos, es muy importante establecer unas pautas para discernir lo que es importante y relevante de lo que no lo es. En caso contrario, la investigación puede no centrarse adecuadamente en el objeto de estudio. Yin (1994) establece las siguientes etapas en el estudio de casos:

##### 3.4.4.1. Definición y diseño.

En esta primera etapa es importante el desarrollo de un marco teórico para la investigación. Se tratará de revisar las publicaciones existentes con el objetivo de especificar con la mayor claridad posible las cuestiones a investigar, las teorías que se van a utilizar, la metodología y el método de investigación. El resultado de este primer paso, nos llevará a la elección de los casos y al diseño de los protocolos de recolección de datos.

No obstante, si bien un marco teórico inicial es muy útil para determinar lo que es realmente importante en la investigación de lo que no lo es, éste no es rígido sino que puede ir cambiando a lo largo de la investigación para adaptarse a los hallazgos que vayan surgiendo.

El marco teórico que se utilizará para la investigación aplicado a este estudio en concreto se describe en el próximo capítulo. La revisión de la literatura y la

justificación de la elección del método de investigación han sido analizados en los capítulos dos y tres.

#### 3.4.4.2. Preparación, recolección de datos y análisis.

En el estudio de casos, la preparación para la recolección de evidencias no es trivial; en este método de investigación, la recogida de datos no puede hacerse de modo rutinario. Una de las características principales de la investigación cualitativa es la obtención de datos de múltiples fuentes. Por ello, antes de comenzar la recolección de datos, debemos establecer de qué fuentes las obtendremos, dado que podemos no tener acceso a todas las fuentes a las que nos gustaría.

La preparación descrita anteriormente, nos llevará a determinar qué tipo de evidencia necesitamos para el estudio del caso. Las fuentes típicas de evidencia en este tipo de investigación incluyen entrevistas, documentación pública y/o confidencial, observación directa y observación partícipe. (Scapens, 1990). No hay una fuente que tenga una completa ventaja sobre las demás, sino que todas ellas son altamente complementarias. Es preferible, por lo tanto, utilizar una variedad de fuentes que una única fuente de información.

En esta investigación, las fuentes de datos serán principalmente fuentes públicas, cuentas anuales, noticias, informes externos. Es muy difícil, dadas las características del objeto de estudio, que se pueda tener acceso a información confidencial, ya que en algunos casos, esta información estará siendo objeto de investigación judicial. Pero en este caso, la obtención de información mediante fuentes públicas, es consistente con el objetivo de estudio de determinar si un determinado estado contable ofrece indicios de manipulación.

Las evidencias que vayamos encontrando a lo largo de la investigación, nos pueden llevar, a veces, a reconsiderar una o varias de las proposiciones teóricas iniciales.

#### 3.4.4.3. Analizar y concluir.

En el estudio de casos, el análisis se va realizando a medida que el caso avanza, se van obteniendo evidencias y se van reformulando las premisas iniciales (Scapens, 1990). En el caso de estudios múltiples, se obtienen las conclusiones comunes a los casos (*cross-case conclusions*), que confirman o rebaten la teoría inicial de la investigación.

Se elabora un informe de las conclusiones de la investigación. Ello significa no sólo explicar las circunstancias de cada caso, sino proporcionar evidencia suficiente para convencer al lector de que el investigador ha comprendido bien las características relevantes del caso, y de que las explicaciones proporcionadas parecen razonables. Asimismo, el informe debería relacionarse con sus implicaciones teóricas, no con el ánimo de generalizar estadísticamente sino para ser de utilidad en investigaciones futuras (Scapens, 1990).

### 3.5. Evaluación del estudio de casos

Tradicionalmente, el estudio de casos ha sido criticado por su percibida falta de capacidad de generalización y rigor académico (Scapens, 1990). No obstante, tal y como asegura Larrinaga (1999), es erróneo rechazar teorías desde una perspectiva sobre la base de valores de otra perspectiva. Es decir, no podemos evaluar la investigación del estudio de casos en base a los criterios de evaluación de la investigación cuantitativa.

### 3.5.1. Criterios de evaluación del estudio de casos

Siguiendo a Yin (1994), cuatro test se han venido usando para establecer la calidad de cualquier investigación empírica en ciencias sociales: validez de constructo (*construct validity*), validez interna, validez externa y fiabilidad. Dado que una investigación basada en el estudio de casos, forma parte de esta categoría, deberemos tener en cuenta si nuestro diseño de la investigación cumple con dichos requisitos.

La **validez de constructo** hace referencia a la identificación de los parámetros correctos para el objeto que deseamos analizar o investigar. En nuestro caso, si queremos analizar la manipulación del resultado contable, debemos establecer en primer lugar qué entendemos por manipulación, al objeto de centrar el objetivo de nuestro estudio y definir manipulación en términos específicos, así como identificar los parámetros que pueden explicar dichos conceptos.

La **validez interna** es el grado en que una investigación presenta una coherencia lógica y causal entre todas las partes que lo componen; se refiere al grado en que el estudio refleja o se corresponde a la situación estudiada (Bonache, 1998). Este aspecto es relevante principalmente en los estudios explicativos de casos, donde el investigador trata de explicar cómo y por qué una variable nos lleva a otra variable. Si el investigador concluye que la variable  $x$  conduce a la variable  $y$  sin tener en cuenta que otra variable  $z$  puede ser la causa, entonces la investigación carece de validez interna. La validez interna pretende medir la capacidad predictiva y la capacidad explicativa (Ruiz-Olabuénaga, 1996)

La **validez externa** trata de la generalización de los resultados. Esta ha sido una de las mayores barreras de la investigación mediante el estudio de casos. La generalización estadística es, con mucho, la vía más utilizada en investigación contable para contrastar hipótesis. En investigación cuantitativa, el investigador selecciona una

muestra e intenta obtener patrones de comportamiento de la población a la que pertenece a partir del comportamiento de la muestra. Desde esta perspectiva, el estudio de casos es solamente una muestra muy pequeña, desde la que no es posible generalizar estadísticamente a toda la población. No obstante, el estudio de casos puede ser muy útil generando hipótesis que pueden ser luego testadas con muestras más grandes (Scapens, 1990).

Mediante el estudio múltiple podemos utilizar la lógica de la réplica. Esta tiene la misma base científica que los experimentos, por lo que permite a los investigadores acumular conocimiento a lo largo de varios experimentos. Eisenhardt (1989) describe con rigor los pasos a seguir para el desarrollo de teoría mediante el estudio de casos.

La **fiabilidad** se refiere a la consistencia entre investigadores a la hora de emprender el estudio. El objetivo es asegurarse de que, si un investigador posterior siguiera los mismos procedimientos descritos previamente por otro investigador y llevara a cabo el estudio del mismo caso, llegaría a las mismas conclusiones. Para ello es necesario que los procedimientos utilizados por el primer investigador estén bien descritos y documentados.

Para que una investigación basada en el estudio de casos tenga el rigor científico deseado, debemos asegurarnos que cumple con estos cuatro “*Test*”. Por ello, Yin (1994) propone el empleo de ciertas tácticas que nos pueden ayudar a este cumplimiento, descritas en la Tabla 5

**Tabla 5. Medidas para cumplir con los criterios de calidad de la investigación**

TEST	Táctica en el estudio de casos	Fase de la investigación
Validez de constructo	Usar múltiples fuentes de evidencia Establecer una cadena de evidencia Definición de un marco teórico	Recolección de datos
Validez Interna	Construcción de explicaciones Buscar patrones de causalidad Buscar explicaciones alternativas opuestas Usar modelos lógicos	Análisis de datos
Validez Externa	Usar teoría en casos simples Usar lógica de la réplica en casos múltiples	Diseño de la investigación
Fiabilidad	Establecer un protocolo del estudio del caso Elaborar una base de datos con toda la información del caso	Recolección de datos

Fuente: Yin (1994)

### 3.6. Consideraciones finales

En este capítulo hemos visto las principales características y diferencias de los métodos cualitativo y cuantitativo en investigación contable, así como la constatación de que, a pesar de que el método cuantitativo ha sido el predominante en contabilidad financiera hasta la fecha, existe un creciente interés en que se amplíen los métodos de investigación.

Dado que el objetivo principal de esta investigación es el de estudiar en profundidad un caso concreto dentro de su contexto particular, el método del estudio de casos es el que mejor encaja con los objetivos propuestos. Por ello, hemos justificado la elección del estudio de casos como método de investigación.

Tal y como constata Yin (2011), para conseguir el objetivo primero de construir fiabilidad y credibilidad en la investigación, la investigación cualitativa debe hacerse de una manera públicamente accesible y los procedimientos de investigación deben ser transparentes.

Algunos autores, (Reiter y Williams, 2002; Yin, 1994) proponen utilizar las distintas situaciones contables para validar las teorías económicas, para conseguir una investigación mucho más enriquecedora.

Por ello, en el próximo capítulo, describiremos el diseño de la investigación que seguiremos para el estudio del caso objeto de este estudio, los parámetros que utilizaremos para nuestro modelo de investigación, así como la teoría que testaremos en el estudio de este caso.

## PARTE II

## ESTUDIO DEL CASO

## Capítulo 4. Diseño de la investigación

#### 4.1. Introducción

Como hemos visto en el capítulo anterior, el establecimiento de un marco teórico en el estudio de casos no representa una variable inamovible, sino que debe irse adaptando al caso una vez se va avanzando en la investigación, especialmente en el estudio explicativo de casos. No obstante, sí que es recomendable un marco que sirva de guía para la investigación y a la vez permita la réplica bien en estudio de casos múltiples o bien en el estudio del mismo caso realizado por otro investigador (Yin, 1994). Por este motivo, el objetivo de este capítulo es describir el procedimiento que seguiremos en nuestro estudio, describir las bases teóricas en las que se fundamentará nuestra investigación, a la vez que establecer las variables que forman parte del Estado de Flujos de Efectivo que tendremos en cuenta para el estudio de la evolución de la manipulación contable. La profundización en una u otra variable dependerá de los indicios que nos vaya proporcionando el avance en la investigación.

El objetivo principal de esta investigación, como ya apuntamos en la primera parte de este estudio es explorar, para un caso concreto (Pescanova) del que se tiene constancia que ha existido contabilidad fraudulenta<sup>5</sup>, cómo ha ido evolucionando el Estado de Flujo de Efectivo en los años previos al descubrimiento de la manipulación contable, a efecto de determinar si en base al estudio de este estado, podíamos pensar que existían indicios de dicha manipulación.

Como ya hemos mencionado en un capítulo anterior, la mayoría de estudios sobre manipulación contable suelen analizar series de datos para demostrar o no que ha habido manipulación, lo que se conoce como investigación cuantitativa.

---

<sup>5</sup> En el informe forense emitido por KPMG, se constataba expresamente:” Para la obtención de financiación y liquidez a corto plazo, la Sociedad ha llevado a la práctica determinadas operaciones, [...], sí se pueden considerar como irregulares desde un punto de vista contable y financiero.”

Muchos de ellos tratan de analizar qué **motivaciones** o **incentivos** tiene una empresa o sus directivos para manipular su resultado, cómo lo hacen y cuáles son las consecuencias de su comportamiento (McNichols, 2000; Lev, 2003; Dechow et al. 1996). Uno de los principales motivos es la necesidad de cumplir con las predicciones de los analistas, cuando la evolución económica y financiera de la empresa está por debajo de la esperada, escondiendo deliberadamente la marcha negativa del negocio mediante la manipulación del resultado (Ver, por ejemplo Healy y Wahlen, 1999). Asimismo la literatura previa encuentra evidencia de que el contexto en el que se encuentre la empresa (si tiene condicionantes en sus contratos de deuda, o bien si está emitiendo deuda o acciones) puede también aumentar las probabilidades de manipulación del resultado.

Pero además de la motivación, debe existir la **oportunidad** para poder manipular el resultado. Esta oportunidad habitualmente se presenta en forma de opciones contables (proporcionadas por la normativa contable o por el propio negocio de la empresa), por un bajo control societario (Dechow et al, 1996; Uzun et al. 2004) o por la calidad del auditor<sup>6</sup>. No obstante, no todas las empresas tienen la misma facilidad ni oportunidad para poder manipular su resultado, ya que como hemos visto en un capítulo anterior de este estudio, existen factores limitadores a dicha manipulación. De entre todos ellos, la estructura de gobierno corporativo juega un papel fundamental en las oportunidades que tiene una empresa para poder manipular su resultado. Una estructura de gobierno corporativo débil, puede provocar bajo control sobre la dirección y, en general, aumenta las posibilidades de manipulación del resultado (Dechow et al. 1996).

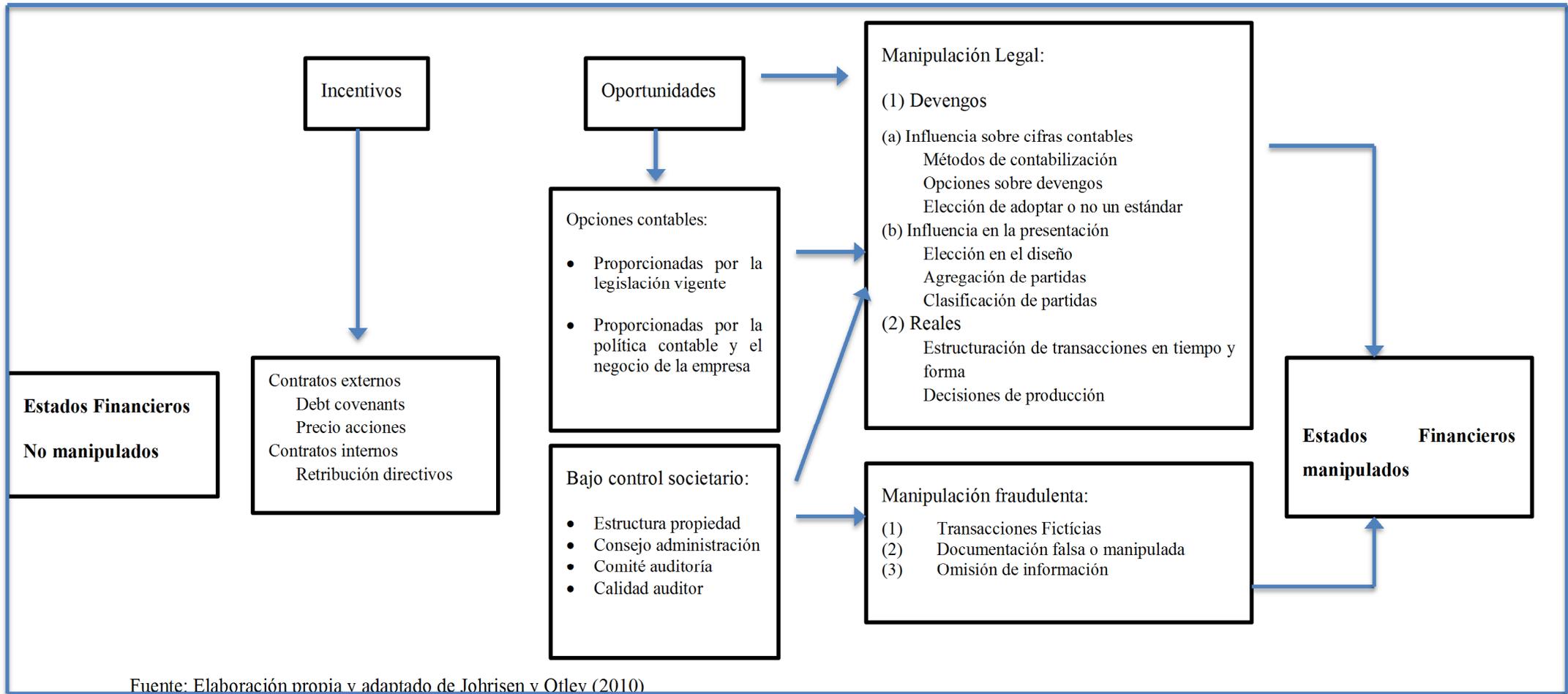
---

<sup>6</sup> Son numerosos los estudios que relacionan la calidad del auditor con la manipulación contable. Ver por ejemplo Becker et al, 1998; Lennox y Pitman, 2010; Gul et al., 2007; Krishnan, 2003; Navarro-García y Martínez-Conesa, 2004

La literatura previa considera que la empresa manipula su resultado mediante devengos (alternativas contables de valoración, provisiones, etc.) o transacciones reales (política de reconocimiento de ingresos, sobreproducción, etc.). A lo largo de las dos últimas décadas, los resultados de estas investigaciones han despertado un gran interés como demuestran las revisiones realizadas por Healy y Wahlen (1999), Dechow y Skinner (2000) y Breton y Stolowy (2000).

No obstante, creemos que una de las grandes limitaciones de esta línea de investigación es que únicamente pueden determinar si existe o no manipulación contable en comparación con una muestra de control, que se supone no ha efectuado ninguna práctica manipuladora. Lo que no pueden determinar es (1) si esta manipulación es legal o fraudulenta, debido a que para ello se necesitan variables cualitativas y (2) cómo ha evolucionado la manipulación en una misma empresa a lo largo de los años. (El esquema habitual de manipulación del resultado sobre el que se ha basado la investigación actual es el descrito en la Figura 2)

**Figura 2. Esquema general de estudio de la manipulación contable**

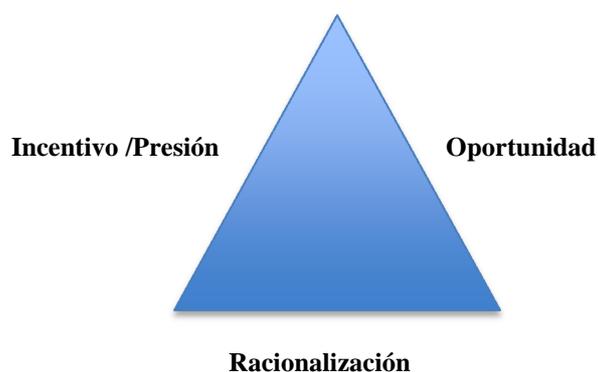


Fuente: Elaboración propia y adaptado de Johrison y Otley (2010)

En los últimos años, el interés del mundo académico sobre fraude contable ha crecido considerablemente<sup>7</sup>, debido principalmente a los escándalos empresariales como Enron, WorldCo en Estados Unidos y Gowex o Pescanova en España, por ejemplo. El hecho de que estas prácticas fraudulentas no se hubieran detectado con anterioridad, ha puesto en seria duda el papel del auditor, por lo que el interés en este campo se ha centrado en proporcionar instrumentos adicionales a los auditores para detectar casos de manipulación y fraude contable. (Trompeter et al., 2012; Boritz et al., 2015)

Durante nuestra revisión de la literatura pudimos observar que, si bien la investigación sobre manipulación contable no habla explícitamente del triángulo del fraude (Ver Figura 3) sí que implícitamente está haciendo referencia a dos de sus tres elementos.

**Figura 3. El triángulo del fraude**



Fuente: Cressey (1953)

Si bien esta teoría fue inicialmente desarrollada para explicar los factores que motivaban a un trabajador a cometer fraude en su empresa, investigadores y reguladores han ampliado el significado del triángulo del fraude para incorporar los

---

<sup>7</sup> Ver por ejemplo la revisión de literatura sobre fraude contable que realizan Trompeter et al. 2012

estados financieros manipulados y, en última instancia, fraudulentos (Trompeter et al. 2012). Así, En la NIA<sup>8</sup>-ES 240 y en la SAS<sup>9</sup> 99, se indica que los auditores deben analizar el riesgo de fraude. En la norma, se define el triángulo del fraude sin hacer mención específica de la siguiente manera: *“El fraude, ya consista en información financiera fraudulenta o en apropiación indebida de activos conlleva la existencia de un incentivo o un elemento de presión para cometerlo, así como la percepción de una oportunidad para llevarlo a cabo y cierta racionalización del acto.”* A continuación, detallamos cada uno de los componentes del Triángulo del Fraude, teniendo en cuenta en cada apartado lo que la Norma de Auditoría referida anteriormente explica en cada uno de los elementos a efectos de facilitar el trabajo del auditor.

#### Incentivo/Presión

*Puede existir un incentivo o un elemento de presión para proporcionar información financiera fraudulenta cuando la dirección está presionada, desde instancias internas o externas a la entidad, para alcanzar un objetivo previsto (y quizá poco realista) de beneficios o de resultado financiero, especialmente cuando las consecuencias de no alcanzar los objetivos financieros pueden ser significativas para la dirección.*

Uno de los incentivos más relevantes para las empresas para cometer fraude contable suele ser la presión a cumplir con las predicciones de los analistas (Hogan et al., 2008). No obstante, existen ciertos eventos en torno a la empresa que pueden ser también incentivos a la manipulación. Efendi et al. (2007), por ejemplo, encuentran evidencia de que las empresas que manipulan sus estados financieros suelen tener

---

<sup>8</sup> Norma Internacional de Auditoría que hace referencia a las responsabilidades del auditor en la auditoría de los estados financieros respecto al fraude

<sup>9</sup> Equivalente a norma de auditoría en USA

condicionantes de deuda y/o están emitiendo nueva deuda o capital. La literatura previa, generalmente ha considerado el incentivo y la presión como sinónimos en el estudio del fraude contable, a pesar de que pueden tener matices. (Hogan et al, 2008). Perols y Lougee (2011) afirman que las empresas que cometen fraude son más propensas a haber manipulado su resultado en los años previos de una forma legal. En este caso, la necesidad de reportar buenos resultados ante la imposibilidad de revertir las manipulaciones, ejercen una alta presión a la comisión del fraude.

### Oportunidad

*La percepción de una oportunidad para cometer fraude puede darse cuando una persona considera que el control interno puede eludirse; por ejemplo, por encontrarse esa persona en un cargo de confianza o porque conoce deficiencias específicas en el control interno.*

La oportunidad es la percepción de que (1) Existe un sistema de control débil y (2) La posibilidad de que te descubran es remota. Por lo tanto, la percepción de la oportunidad requiere la habilidad de cometer el acto fraudulento, así como hacerlo sin que te detecten. (Dorminey et al. 2012). Tradicionalmente, la oportunidad se ha venido relacionando con la no existencia o insuficiencia de elementos de control interno en la empresa, en el caso de fraude interno principalmente, o bien con estructuras débiles de gobierno corporativo, en el caso de fraude empresarial. (Trompeter et al. 2012).

### Racionalización

*Las personas pueden llegar a racionalizar la comisión de un acto fraudulento. Algunas personas tienen una actitud, un carácter o un conjunto de valores éticos que les permiten cometer un acto deshonesto de forma consciente e intencionada. Sin*

*embargo, incluso personas que en otra situación serían honestas pueden cometer fraude en un entorno que ejerza suficiente presión sobre ellas.*

La teoría original del triángulo del fraude de Cressey (1953), las personas cometedoras de fraude necesitan cierta racionalización para mitigar el conflicto entre sus actos y las normas sociales. En investigación contable, esta es la parte menos estudiada de todas ellas, ya que tiene una componente importante de teoría del comportamiento y se aleja de parámetros exclusivamente contables, lo que la hace más propicia a ser parte de una investigación típica psicológica más que contable. A pesar de ello, algunos estudios han intentado relacionar las características de la dirección con la propensión a ser más o menos agresivos contablemente o incluso a la realización de prácticas manipuladoras del resultado. (Bertrand y Schoar, 2003; Malmendier et al., 2011)

El modelo de investigación que proponemos para este estudio es el descrito en la figura 4. Comenzaremos definiendo el contexto en que se encuentra la empresa a lo largo del periodo objeto de estudio. Para ello, siguiendo la pauta utilizada en la literatura existente, utilizaremos dos de los tres elementos para definir el contexto de la empresa, **el incentivo y la oportunidad**. El tercer elemento del triángulo del fraude, que es la racionalización, no lo tendremos en cuenta debido a que estamos analizando una empresa y no su directivo, por lo que en tanto que una empresa no es un ser racional, no tiene sentido que pueda racionalizar un comportamiento. Sí lo serían sus directivos, que en el fondo son los que cometen el fraude pero ello no es objeto de esta investigación. De este primer análisis obtendremos: por un lado, las situaciones en las que se ha visto envuelta la empresa que pueden constituir incentivos a la manipulación contable; por otro, qué estructuras de gobierno corporativo facilitaron que además del incentivo, tuvieran la oportunidad para la manipulación y/o fraude.

En la investigación sobre detección de manipulación contable, podemos utilizar dos tipos de datos principalmente: unos son los datos contables, es decir, los que nos

proporcionan los estados financieros reportados por las compañías; los otros, que cada vez está tomando más relevancia, se centra en datos cualitativos: calidad del auditor, gobierno corporativo y variables no financieras. De entre los estados financieros que proporciona la compañía, el balance y la cuenta de resultados son los que más atención académica han recibido. El Estado de Flujos de Efectivo, ha recibido menor atención, especialmente en España, dada su reciente aplicación.

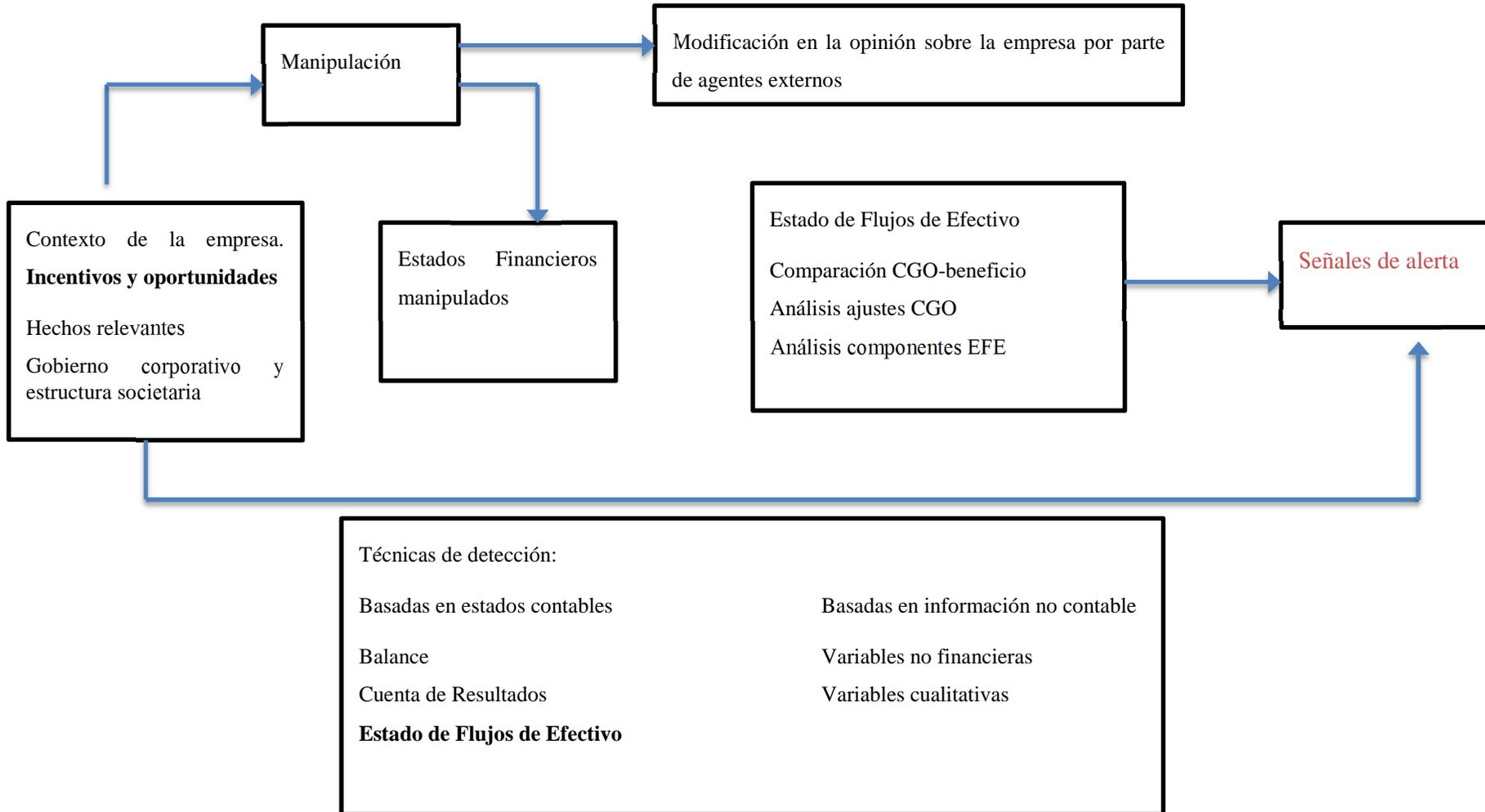
A efectos de este estudio, nos centraremos únicamente en la información que nos proporcione el Estado de Flujos de Efectivo para la obtención de indicios de manipulación contable. Por lo tanto la *research question* principal será:

Q0: ¿Es útil la información que nos proporciona el Estado de Flujos de Efectivo en la detección de prácticas de manipulación contable??

Los indicios que vayamos obteniendo, nos proporcionarán señales de alerta, que serán cotejadas con las proporcionadas con el análisis previo del contexto de la empresa. En el caso de que estas señales sean significativas, profundizaremos más o menos en el detalle y, si es necesario serán cotejadas con otros datos cualitativos obtenidos de la información que la empresa proporciona en su memoria.

A continuación, desarrollamos los principales parámetros que tendremos en cuenta, la base teórica en la que se sustenta cada elemento de análisis, así como las *research questions* adicionales que intentaremos responder en cada punto de análisis.

**Figura 4: Modelo investigación**



## 4.2. Análisis contexto de la empresa

Según Bonache (1998), los fenómenos organizativos sólo se entienden dentro del contexto en el que se desarrollan y no como el resultado de un conjunto de variables discretas. No todas las empresas tienen los mismos incentivos ni oportunidades para manipular el resultado. Analizar el contexto en el que se encuentra la empresa nos puede dar la información de los incentivos que tiene la empresa de manipular su resultado. Definir un contexto excesivamente complejo, nos obligaría a disponer de datos confidenciales a los que no podemos tener acceso, ya que el objetivo de esta investigación es establecer si existen indicios de manipulación en base a datos públicos.

Por lo tanto, en tanto que una empresa está condicionada por su entorno, trataremos de definir la información que nos puede dar indicios de los **incentivos y oportunidades** que tenía la empresa para manipular su resultado. Este análisis inicial nos será de utilidad para poder determinar si los indicios que nos vaya aportando el estudio en profundidad del EFE tienen relación con hechos concretos que afectaban el contexto en el que estaba la empresa.

**Incentivos.** Las empresas pueden tener incentivos en manipular su resultado en torno a eventos concretos, generalmente una salida a bolsa (Siew et al. 1998; Teoh et al. 1994; Efendi et al. 2007) o una emisión de deuda (Liu et al. 2010). Por lo tanto, tener una visión de los hechos de esta naturaleza que han ocurrido en una empresa en el periodo de estudio, nos puede indicar una etapa de una más alta probabilidad de manipulación.

En este caso utilizaremos los **hechos relevantes comunicados a la CNMV** por la empresa para establecer un calendario de posibles incentivos que ha tenido la empresa para manipular su resultado.

**Oportunidades.** Es difícil determinar las oportunidades que tiene una empresa para manipular su resultado en base únicamente a datos públicos. En este caso, consideraremos dos variables como aproximación a la oportunidad de manipulación:

1. Una primera aproximación lo haremos siguiendo el modelo descrito por Dechow et al. (1996) en su investigación sobre qué factores de gobierno corporativo tenían incidencia en un mayor riesgo de manipulación contable. Por ello, describiremos en este primer análisis, los componentes que estos autores encuentran indicadores de mayor propensión a la manipulación contable: **el consejo de administración y el comité de auditoría**. Dado que los autores relacionan directamente el consejo de administración con el hecho de que los miembros tengan acciones de la compañía, consideraremos igualmente la **estructura accionarial de la compañía**.
2. En segundo lugar, analizaremos la **estructura societaria del grupo empresarial**. Algunos de los fraudes más importantes de los últimos años se han realizado en todo o parte mediante sociedades instrumentales dentro y fuera del perímetro de consolidación, por lo que la estructura societaria es especialmente relevante en el caso del estudio del fraude contable. Las empresas a menudo fomentan su crecimiento mediante la compra de otras sociedades competidoras o complementarias, manteniendo las sociedades compradas como sociedades independientes. En otras ocasiones, la existencia de un accionariado diferente en distintas sociedades para operar en mercados

distintos, fomenta asimismo la existencia de grupos de sociedades muy grandes. A efectos de determinar si un grupo de empresas tiene una complejidad fuera de lo común que la hace más proclive a la manipulación contable, consideraremos el benchmarking como la mejor aproximación al problema. Por lo tanto, analizaremos la estructura societaria de empresas similares, a efectos de determinar si la complejidad y el tamaño del grupo de sociedades es anormal en el sector o bien es una característica común impuesta por el propio mercado en el que actúan.

Todo ello nos llevará a intentar responder la siguiente *research question*:

Q1: Disponía la compañía de un entorno propicio a la manipulación en base a los parámetros descritos estudiados en la literatura previa.

#### 4.3. Análisis del Estado de Flujos de Efectivo (EFE) como aproximación a la detección de manipulación contable

Una vez descrito el contexto de la empresa en los años objetos de estudio, nos centraremos en el estudio en profundidad del Estado de Flujos de Efectivo como herramienta de detección de manipulación de cifras contables. Las variables que proponemos, se centran en el estudio de manipulación contable mediante devengos (*Accounting earnings management*) y han sido ampliamente estudiadas en la literatura existente, no especialmente mediante el EFE o Cash Flow Statement, sino mediante los modelos de Jones, descritos en un apartado anterior de esta investigación. En investigación cuantitativa, se han utilizado estas variables como *proxy* de la existencia de *earnings management*. En todos los casos, se ha obtenido una evidencia positiva;

existe correlación entre la manipulación contable y el comportamiento anormal de estas variables.

El EFE es el estado financiero que explica la variación de caja en un periodo determinado. Según establece la NIC 7 que determina el alcance y estructura de este estado: *“El Estado de flujos de efectivo, cuando se usa de forma conjunta con el resto de los estados financieros, suministra información que permite a los usuarios evaluar los cambios en los activos netos de la entidad, su estructura financiera (incluyendo su liquidez y solvencia) y su capacidad para modificar tanto los importes como las fechas de cobros y pagos, a fin de adaptarse a la evolución de las circunstancias y a las oportunidades que se puedan presentar. La información acerca del flujo de efectivo es útil para evaluar la capacidad que la entidad tiene para generar efectivo y equivalentes al efectivo, permitiéndoles desarrollar modelos para evaluar y comparar el valor presente de los flujos netos de efectivo de diferentes entidades. También realza la comparabilidad de la información sobre el rendimiento de las operaciones de diferentes entidades, puesto que elimina los efectos de utilizar distintos tratamientos contables para las mismas transacciones y sucesos económicos.”*

Por lo tanto, el EFE nos permite obtener información valiosa en dos sentidos: por un lado la capacidad que tiene la empresa de generar o consumir efectivo, y por otro nos ofrece un marco de comparabilidad entre distintas empresas y/o distintos periodos, al eliminar los efectos de los tratamientos contables específicos de cada entidad.

Esta información, se presenta dividida en tres grandes bloques, la suma de los cuales nos proporcionará la variación de tesorería de la empresa de un período a otro:

**Caja Generada por las operaciones (CGO):** Nos indica si las operaciones diarias de la empresa generan o consumen caja. Es decir, la capacidad que tiene la empresa de transformar sus ingresos en caja, así como sus gastos. Habitualmente se calcula mediante el método indirecto, es decir, partiendo del resultado contable se ajustan las partidas no monetarias que componen el resultado así como la variación del capital corriente.

**Caja Generada (Consumida) por las actividades de inversión (CGI):** Nos indica qué cantidad de caja es consumida o aportada por las inversiones en activos fijos de la compañía. La inversión en nuevos activos de la compañía representará movimientos negativos en este apartado (salidas de efectivo), mientras que si la empresa está vendiendo activos representarán movimientos de signo positivo (entradas de efectivo).

**Caja Generada (Consumida) por las actividades de Financiación (CGF):** Nos indica las entradas de efectivo debidas a emisión de deuda, obtención de préstamos y emisión de capital. Los movimientos negativos representarán el pago de principal de la deuda, devolución de préstamos y pago de dividendos.

La CGO es la fuente primaria de un flujo de caja sostenible; a diferencia de la CGI y la CGF, la caja generada por las operaciones proviene de una fuente de tesorería renovable cada año. Una caja generada por las inversiones o por la financiación positiva implica que la empresa está vendiendo sus activos o ampliando capital/ deuda respectivamente, lo que sucede aisladamente, no de forma continuada (Mulford y Comiskey, 2005). Gran parte de nuestra investigación se centrará en la CGO y los ajustes para su obtención, por lo que será analizada en profundidad más adelante.

#### 4.3.1. Comparación Resultado contable vs CGO

Siguiendo los principios de contabilidad, beneficio y caja (*cash flow*) pueden llegar a ser cifras muy distintas. El cálculo del beneficio está basado en los principios contables, que nos inducen a realizar interpretaciones y estimaciones sobre determinados hechos que afectan al resultado y que varían dependiendo de cada compañía, tales como amortizaciones, provisiones y deterioros. De entre todos los principios contables, se encuentra el principio del devengo. Bajo este principio, la contabilidad intenta correlacionar ingresos con gastos, en relación al periodo en el que se han producido, independientemente de cuando se ha producido el movimiento de efectivo, es decir cuando se han cobrado las ventas o se han pagado los gastos.

Por ejemplo, un volumen de ventas más alto no tiene necesariamente que implicar un aumento de la tesorería, si el saldo de clientes aumenta. Es más, habitualmente, un aumento de ventas irá acompañado de un aumento de las cuentas a cobrar. Podemos también usar la caja para aumentar nuestras existencias, acordes con un mayor volumen de facturación, pero estas existencias no se transformarán en caja hasta que se vendan y se cobren o tal vez nunca si nuestros productos se vuelven obsoletos.

Habitualmente, existirá un *gap* entre el beneficio contable y la caja que generan sus operaciones, debido a estos dos motivos: las partidas no monetarias incluidas para el cálculo del beneficio contable bajo el principio del devengo y la variación del capital corriente. No obstante, esta diferencia debe mantenerse en cierta manera estable en el tiempo, incluso en el caso de manipulación contable de devengos, debido a las reversiones. En el caso de fraude, al no poder revertir los efectos de la manipulación, esperaríamos que esta diferencia fuera creciente.

Si la compañía tiene una CGO negativa, quiere decir que está consumiendo más caja que la que genera en la producción y venta de sus bienes y servicios. En este caso, la empresa se verá obligada a obtener fondos de terceros para continuar con su nivel de caja y con su actividad, bien mediante la obtención de préstamos, lo cual aumenta el gasto financiero y el riesgo global de la entidad, bien mediante los incrementos de capital, lo cual diluye la propiedad.

A pesar de que en una empresa de rápido crecimiento, la CGO puede ser negativa debido al crecimiento del inventario y de las cuentas a cobrar, ésta debe volverse positiva a corto plazo si la empresa quiere sobrevivir, ya que la obtención de capital llegará a su límite y la empresa puede llegar un momento en que no pueda hacer frente a sus pagos.

A efectos de esta investigación, tendremos en cuenta la CGO y sus componentes por los siguientes motivos:

- La caja es mucho más difícil de manipular que el resultado, ya que el efectivo disponible en una compañía no está sujeto a ninguna opinión ni interpretación de los estados contables.
- La CGO concilia el resultado contable (calculado mediante el principio del devengo) con la caja. En el caso de manipulación de devengos, los ajustes que debemos efectuar al resultado para la obtención de la caja, contendrán las manipulaciones y sus reversiones, por lo que creemos que estos ajustes nos pueden proporcionar información sobre indicios de manipulación.
- Es posible realizar un cálculo aproximado de la CGO con la información pública de la que disponemos en los años en que el EFE no era obligatorio presentar sin la necesidad de la obtención de datos internos de la empresa. (Ver

Anexo 1 para la estimación de la CGO en los años en que la compañía no proporcionaba esta información)

- Algunos estudios demuestran que los componentes que componen la CGO tienen una poder explicativo mayor en determinar el desempeño futuro de la compañía (Arthur et al. 2010, Krishnan y Largay, 2000).
- A pesar de que, como hemos mencionado, existe cierta literatura respecto a la CGO y su capacidad de predecir beneficios futuros, todavía no se ha investigado en profundidad cómo cambia el comportamiento de las variables que lo componen en un caso concreto de manipulación.

Para el cálculo de la CGO podemos usar dos métodos, el directo y el indirecto. La diferencia principal entre uno y otro es que mientras el primero considera directamente todas las entradas y salidas de caja relativas a las operaciones de la empresa, el segundo parte del resultado contable y lo ajusta para la obtención de la caja. El esquema básico de los dos métodos es el siguiente:

**Tabla 6. Esquema elaboración CGO método directo e indirecto**

Método Directo	Método Indirecto
+ Cobros de clientes	Resultado contable
+ Otros cobros deudores	+ Amortizaciones
- Pagos a proveedores	+/- Resultados venta activos fijos
- Otros pagos acreedores	+/- Otros ajustes que no representan movimiento efectivo
- Pagos por intereses	+/- Variación capital corriente
<b>Caja generada por las operaciones</b>	

Fuente: Elaboración propia

A pesar de que el resultado sea el mismo mediante los dos métodos, el método indirecto nos proporciona información sobre las partidas que componen el resultado que no son de índole monetaria y que pueden representar ajustes por devengo que a su vez pueden ser indicadores de manipulación contable.

La comparación del resultado con la CGO nos puede dar indicios también de prácticas de alisamiento de resultado. Mediante la manipulación de devengos, podemos obtener un resultado contable relativamente estable a lo largo de los años, pero la caja es mucho menos manipulable. Las empresas, habitualmente impulsadas por las predicciones de los analistas y los requerimientos de los inversores, utilizan la manipulación contable para mostrar suaves incrementos de resultado año tras año, en vez de drásticas fluctuaciones. Esto es especialmente relevante en empresas cotizadas, ya que las empresas con resultados volátiles son consideradas como inversiones más arriesgadas que las empresas con patrones estables de crecimiento, por lo que el mercado les asigna una prima de riesgo superior. Este es uno de los fenómenos de manipulación que se empezaron a estudiar antes, siendo Copeland (1968) el primero en investigar sobre él.

Lee et al. (1999), en uno de los pocos estudios que existen en este sentido, analizaron la diferencia entre la caja y el beneficio contable comparando empresas que habían cometido fraude contable con otras que no lo habían cometido. Encontraron evidencia de que el exceso de beneficio sobre CGO es extremo en la mayoría de casos de fraude contable en los años previos al descubrimiento del fraude, lo que nos lleva a pensar que las empresas manipulan el resultado y las variables análogas (EBITDA, EBIT), pero evidentemente no pueden manipular la caja únicamente mediante devengos. Para manipular la caja, debemos modificar transacciones reales, ventas ficticias con empresas externas, compras no contabilizadas etc.

No obstante, el hecho de que el beneficio contable sea muy superior a la CGO no tiene por qué representar un indicio de fraude, ya que depende en cierta medida del momento económico en el que se encuentre la empresa. Por ejemplo, si una empresa está creciendo mucho, puede que su CGO sea negativa aun teniendo un resultado positivo, ya que puede estar aumentando existencias para ofrecer servicio a unas ventas mayores, o bien aumentando los saldos de clientes debido al aumento de ventas, lo cual implica una inversión en activo corriente que afecta a la caja de las operaciones. Aun así, una CGO negativa no es un estado deseable, ya que aunque sea razonable con el ciclo de la empresa, debe compensarse con un aumento de deuda, lo cual no es sostenible en el tiempo.

El objetivo de este primer análisis será el de detectar si existen años en los que el comportamiento de estas dos variables no parece lógico, es decir, no se adecúa al momento del ciclo económico en el que se encuentra la empresa.

Q2: La comparación de la CGO con el resultado contable nos proporciona información que puede constituir indicio de manipulación.

#### 4.3.2. Análisis de los ajustes realizados al resultado para la obtención de la CGO

Tal y como hemos visto en el apartado anterior, el cálculo de la CGO mediante el método indirecto, que es el que utilizan la gran mayoría de empresas, parte del resultado contable basado en devengos y se le realizan una serie de ajustes para convertir el devengo en caja.

Estos ajustes han sido considerados en la literatura como los devengos que se incluyen el resultado, ya que, de forma general, los devengos son la diferencia entre el beneficio

reportado y la caja. El mayor *hándicap* para los investigadores ha sido el de determinar qué parte de estos devengos están relacionados con la actividad normal de la empresa (no discrecionales) y qué parte puede ser objeto de manipulación (discrecionales). Los investigadores han buscado distintos modelos y alternativas de calcular la parte discrecional de los devengos (Breton y Stolowy, 2000) y han testado los distintos modelos existentes para ver la capacidad predictiva de cada uno de ellos (Dechow y Sloan 1995), llegando a la conclusión de que el Modelo Jones modificado es el que ofrece una mejor aproximación al problema, si bien en casos extremos estos test tienen un bajo poder detector.

No obstante, Healy y Wahlen (1999) remarcaban que existe muy poca evidencia de la manipulación del resultado usando un devengo específico, lo cual significa un área muy fructífera para investigación futura. En la misma línea, Beneish (1999) afirmaba que las dificultades de precisión a las que se enfrentan los modelos que utilizan los devengos de forma agregada sugiere que debería estudiarse devengos específicos, tal vez incluso en la forma de estudio de casos.

Para la obtención de la CGO a partir del resultado, debemos realizar principalmente dos tipos de ajustes:

**Ajustes de los componentes del resultado que no comportan movimiento de fondos:** amortizaciones, beneficios o pérdidas de inmovilizado y variación de provisiones principalmente.

La normativa contable no nos indica cuál ha de ser la vida útil de un activo ni su valor residual, por lo que las amortizaciones se fijan con total discrecionalidad desde la dirección de la empresa, lo que hace que sea uno de los devengos a priori más fáciles de manipular. A pesar de ello, se ha estudiado muy poco esta variable aisladamente, debido probablemente a que es tan evidente que las amortizaciones se pueden

manipular que tradicionalmente se las ha considerado como parte de los devengos discrecionales sin prestar más atención a su comportamiento particular. En general, existe poca literatura acerca del estudio de variables concretas. La literatura existente en el comportamiento de una variable suele ser en torno a un evento concreto, no de forma general. Por ejemplo, McNichols y Wilson (1988) estudian únicamente el deterioro de cuentas a cobrar en situación de emisión de capital.

En el caso de manipulación de devengos, tales como las amortizaciones y las provisiones, deberíamos esperar una reversión en ejercicios posteriores (Dechow et al. 2012). Si en un ejercicio reportamos un resultado mayor al real, manipulando a la baja estas variables, esperamos que en el próximo ejercicio obtengamos un resultado mayor y podamos revertir dicha manipulación. Esta práctica es esperable en los primeros años de manipulación, ya que el cambio de criterio en la política de amortizaciones afecta únicamente al periodo en el que se realiza el cambio. En los periodos posteriores, cuando ya no podemos revertir la manipulación en los años siguientes, las empresas que deben seguir manipulando su resultado deberán buscar otras fórmulas como el adelanto de ingresos o el diferimiento de gastos y, en última instancia, cometer fraude.

Por ejemplo, Mulford y Comiskey (2002) proponen detectar extensiones de los periodos de amortización de los activos como indicador de la manipulación contable. Para ello proponen el cálculo de la amortización media para la base amortizable de activos.

Respecto a la venta de activos, una empresa puede querer vender activos por varios motivos. Puede suceder que se trate de activos que ya no necesita para su actividad, lo que no representaría un indicio de manipulación en nuestra investigación. Pero puede suceder también, como sugiere la literatura previa, que una empresa puede querer

vender sus activos para aumentar o disminuir su resultado y realizar prácticas de alisamiento (Herrmann et al., 2003; Bartov, 1993), o bien tenga necesidad de obtención de tesorería mediante vías alternativas a la financiación (Brown et al., 1994).

**Variación del capital corriente.** El resultado debe ajustarse con la variación en positivo o negativo según corresponda de existencias, cuentas a cobrar, otros activos, cuentas a pagar. Así, un aumento del activo corriente supondrá una disminución de caja respecto el resultado, ya que habremos reconocido en pérdidas y ganancias un ingreso que no hemos cobrado y por lo tanto, no hemos convertido en caja. Lo contrario ocurre con el pasivo corriente.

En esta investigación, se analizarán estos devengos de forma separada según su naturaleza, y no de forma agregada, para ver cuál ha sido su comportamiento y si ésta es consistente. No pretendemos determinar qué parte de los devengos es discrecional sino ver cuál es su comportamiento global en relación a los demás parámetros de la empresa.

Q3: El análisis individual de los ajustes al resultado para la obtención de a Caja Generada por las operaciones nos proporciona información de cómo ha variado la manipulación a lo largo de los años.

#### 4.3.3. Análisis comparativo de los componentes del EFE

La clasificación de la caja generada o consumida por la empresa entre los distintos componentes del EFE (operaciones, inversión y financiación), ha generado cierto interés, más desde un punto de vista práctico que académico.

Existe poca investigación acerca de la interrelación entre los tres componentes del EFE. Aparentemente, los analistas financieros se han centrado mucho más en el componente de beneficio que en la capacidad de la empresa de generar y/o consumir caja, ya que tradicionalmente se ha considerado el beneficio como el mejor indicador para prever el precio futuro de las acciones,

No obstante, creemos que la relación entre los tres componentes del EFE es muy importante para tratar de entender de dónde está obteniendo la empresa sus recursos, dónde los está empleando y si estas variaciones tienen sentido con el momento económico en el que se encuentra la empresa. Por ello seguiremos el modelo descrito por Dickinson (2011) en el que se demuestra que el ciclo de vida de la empresa es consistente con una determinada estructura del Estado de Flujos de Efectivo. Ver tabla 7

**Tabla 7. Patrón de ciclo de vida de la empresa en base al signo de los componentes del EFE.**

	Introducción	Crecimiento	Madurez	Declive
<b>CGO</b>	-	+	+	-
<b>CGI</b>	-	-	-	+
<b>CGF</b>	+	+	-	+/-

Fuente: Dickinson (2011)

**Caja de las operaciones (CGO).** Según este estudio, en la fase de introducción, las empresas no disponen de una base de clientes y no conocen con exactitud los ingresos y costes potenciales, lo que deriva en una CGO negativa. Los márgenes crecen posteriormente debido al incremento en inversiones y eficiencia, lo que hace que la

CGO sea positiva en las fases de crecimiento y madurez. Posteriormente el descenso en las tasas de crecimiento produce también un descenso en los precios, por lo que la CGO decrece y se vuelve negativa en la fase de declive.

**Caja de las Inversiones (CGI).** Las empresas realizan inversiones para evitar la entrada de competidores, lo que hace que la CGI sea negativa en las fases de introducción y crecimiento. En la fase de madurez, a pesar de que las empresas disminuyen el nivel de inversiones, la CGI continúa siendo negativa debido a que continúan invirtiendo a efectos de mantener el capital. Las firmas en declive liquidan sus activos para hacer frente al pago y servicio de la deuda y soportar las operaciones, lo que hace que la CGI sea negativa.

**Caja de la Financiación (CGF).** Las empresas inicialmente acceden a deuda bancaria y posteriormente a emisiones de capital para financiar su crecimiento, lo que hace que la CGF sea positiva en las fases de introducción y crecimiento. En la fase de madurez, las empresas no tienen necesidad de fondos para nuevos proyectos de inversión, ya que éstos se han agotado. Ello hace que en esta fase utilicen la caja sobrante en devolver deuda o pagar dividendos, lo que provoca que la CGF sea negativa.

Q4: La disonancia entre la estructura del EFE de la empresa y el momento económico de la empresa según el modelo de ciclo de vida de la empresa nos proporciona indicios de manipulación contable.

#### 4.4. Fuentes de datos

Una de las características del estudio de casos es el de la obtención de datos de múltiples fuentes. En nuestro estudio, dado que lo que se pretende es establecer la idoneidad del Estado de Flujos de Efectivo en la detección de prácticas de manipulación contable mediante datos públicos, utilizaremos datos únicamente de archivo, que hubieran sido accesibles a cualquier agente con intereses en la empresa. La utilización de datos de archivo está justificada por los siguientes motivos:

Dada la **naturaleza de la investigación**, resulta muy difícil realizar entrevistas u obtener datos confidenciales, principalmente porque los implicados no quieren o no pueden hacer declaraciones y porque a veces la compañía está bajo investigación judicial.

Se pretende comprobar si mediante la **información de acceso público** se podían obtener indicios de que la empresa estaba manipulando su resultado.

**Esta no es una investigación forense.** No tratamos de cuantificar y detallar la manipulación o fraude contable sino de ver la capacidad predictiva de los indicadores seleccionados.

A menudo, el problema de la obtención de datos para el estudio de casos es que se encuentran dispersos y en múltiples formatos. (Cuentas anuales, información financiera intermedia, registro de comunicaciones a la CNMV., etc.) Por ello, a pesar de ser todos datos de acceso público, resulta muy difícil cruzar dichos datos y detectar si existe algún tipo de incoherencia o indicio que nos conduzca a pensar que la información financiera de la compañía puede estar siendo manipulada.

Por este motivo, hemos intentado acotar las fuentes de los datos de archivo a efectos de asegurarnos de que cualquier investigador o persona con interés en la compañía hubiera podido realizar el análisis. Las fuentes que utilizaremos serán las siguientes:

- Cuentas anuales
- Información financiera intermedia
- Informes de Gobierno Corporativo
- Comunicación de hechos relevantes a la CNMV
- Información proporcionada por la compañía objeto de estudio
- Otros informes de la compañía que se hayan hecho públicos. Ej.: Informes administración concursal

#### 4.5. Análisis de datos.

Una de las características que debe cumplir el estudio de casos es el de la validez interna. Tal y como se detalla en un capítulo interior, ésta se refiere al grado en el que una investigación presenta una coherencia lógica y causal entre todas las partes que la componen. (Bonache, 1998).

Una de las tácticas principales en el análisis de datos para conseguir esta validez interna es la construcción de explicaciones a los resultados que vayamos obteniendo. Según Yin (1994) ésta es el resultado de un proceso iterativo; es decir, la construcción de la explicación probablemente será el resultado de una serie de interacciones:

- Establecer una proposición inicial
- Comparar los resultados con esta proposición inicial
- Revisar dicha proposición
- Comparar otros detalles del caso con esta proposición revisada

- Comparar la revisión de los hechos con un segundo, tercer o más casos
- Repetir el proceso tantas veces como sea necesario.

Para la obtención de las explicaciones a los indicios que vayamos obteniendo, en algunos casos será necesario comparar estos datos mediante *benchmarking*. Tradicionalmente el *benchmarking* se ha venido usando para la mejora de procesos en las compañías. Según Camp (1989, citado por Longbottom, 2000) el benchmarking es la búsqueda de las mejores prácticas de la industria para conseguir un mejor desempeño. No obstante, en los últimos años existe una tendencia a usar esta técnica para la investigación académica (Kyrö, 2004). Siguiendo a Longbottom (2000), el *benchmarking* puede ser de tres tipos: (1) Interno, con datos de la propia compañía; (2) Externo/Competidores, con datos de competidores y (3) Genérico, con datos de empresas de otros sectores.

En esta investigación, y a efectos de conseguir la validez interna propuesta por Yin (1994) deberemos comparar datos para poder validar su idoneidad e intentar discriminar qué representa indicio de manipulación contable y qué no. Estos datos podrán proceder de la misma compañía (serie temporal de variables para observar la variación de su comportamiento a lo largo del periodo objeto de estudio) o bien de otras compañías, del propio sector preferentemente o bien que tengan intereses en sectores similares a los de la compañía.

#### 4.6. Supuestos en la obtención de datos.

No todos los datos necesarios para la investigación, están disponibles en un formato que los haga comparables y, por lo tanto, relevantes en nuestra investigación Para la

obtención de determinados datos que no eran directamente disponibles, será necesario realizar unos supuestos que describimos a continuación:

Los datos anteriores al ejercicio 2002, están disponibles en pesetas. Para compararlos con los años posteriores es necesario convertirlos a euros. Se ha supuesto para todos los ejercicios el tipo de cambio que se aplicó el 1 de enero del 2002 para la adopción de la moneda única, en este caso 1 euro=166,386 ptas.

En los ejercicios anteriores al 2005 para las cuentas anuales consolidadas y 2008 para las individuales, ha sido necesario calcular una aproximación a la Caja Generada por las Operaciones, ya que el Estado de Flujos de Efectivo no estaba implementado en los estados financieros de las empresas. En el Anexo 1 se detalla el proceso de obtención a partir de los estados contables de que disponíamos, balance y cuenta de resultados.

De la misma forma, con el cambio de Plan General Contable, en 2005 para las cuentas consolidadas y 2008 para las cuentas individuales, existían ciertas diferencias que ha sido necesario ajustar para poder obtener estados comparables. En el Anexo 2 se detallan las correspondencias entre la cuenta de resultados consolidada.

Respecto a los estados individuales, dado que estas diferencias resultan mínimas y los importes de las partidas afectadas no son significativos, los supuestos realizados se detallan a continuación:

- Los gastos a distribuir en varios ejercicios se han considerado activos por impuestos diferidos. Hemos comprobado que una vez realizado este supuesto los importes eran muy parecidos de unos ejercicios a otros.

- Los gastos de establecimiento se han considerado inmovilizado inmaterial, dado que el importe era muy poco significativo y a efectos de no alterar el Patrimonio Neto de la compañía
- Las acciones propias, que en el Plan general anterior se encontraban en el activo de la compañía, han sido reclasificados al patrimonio neto en signo negativo, tal y como estableció el Plan General contable del 2007.

#### 4.7. Consideraciones finales

En este capítulo, hemos definido el modelo de investigación para el estudio de nuestro caso, definiendo las bases teóricas y el procedimiento a seguir en nuestro estudio del caso. El objetivo último en la definición de un marco teórico en el estudio de casos es el de conseguir cumplir con los criterios de calidad de la investigación descritos en el capítulo anterior.

Los críticos con este método de investigación, típicamente argumentan que suponen una base muy pobre para la generalización. Según Yin (1994) El estudio de casos se basa en generalización analítica y no estadística (como la investigación cuantitativa). Pero esta generalización no es automática, sino que la teoría debe ser testada mediante la réplica en otros casos. Mediante el establecimiento de este modelo de investigación, pretendemos establecer por un lado un marco susceptible de ser replicado en otros casos o bien por otro investigador y por otro, una pauta de análisis de datos que nos aleje del caos que puede provocar el análisis de múltiples fuentes de información, especialmente de tipo cualitativo.

En el próximo capítulo, comenzaremos el análisis de las variables descritas aplicadas al caso concreto objeto de nuestro estudio. La profundización en una variable u otra,

así como las comparativas que realicemos dependerán de los indicios que vayamos obteniendo a lo largo de la investigación.

## Capítulo 5. Estudio del caso. Pescanova

## 5.1. Introducción

A lo largo de la última década, son varios los casos de manipulación contable que se han hecho públicos. En Estados Unidos, el caso ENRON fue de los mayores y más mediáticos, no únicamente por la magnitud de la tragedia en términos económicos: pérdida para los accionistas, pérdidas para los fondos de pensiones, pérdidas de empleo; sino por la manera en que se perpetró, durante años de manipulación sin que fuera detectado.

Cuando ya parecía que estaba todo estudiado, apareció en España el caso Pescanova que, por su repercusión, ha sido el más relevante en los últimos años. Teniendo en cuenta únicamente dos de los accionistas de la compañía: Luxempart y la Corporación DAMM, sus pérdidas en la compañía se estiman en 90<sup>10</sup> millones de euros aprox. Ello nos da una idea muy inicial de la magnitud de las consecuencias de este fraude contable.

El caso se adapta muy bien a nuestra investigación por varios motivos. :

- Porque se sospecha que durante varios años ha estado manipulando su resultado sin que nadie diera la voz de alarma.
- Se cree que esta manipulación ha ido variando a lo largo de los años adaptando distintas formas, dependiendo de cómo iba evolucionando la marcha del negocio y del mercado.

---

<sup>10</sup> Según las cuentas anuales de Luxempart correspondientes al ejercicio 2012 y disponibles en su página web [www.luxempart.lu](http://www.luxempart.lu), la compañía realizó dotaciones por deterioros de inversiones financieras por valor de 48,22 millones de euros en dicho ejercicio. Por su parte, Corporación económica DAMM, según sus cuentas anuales correspondientes al ejercicio 2012 y disponibles en su página web [www.damm.es](http://www.damm.es) procedió a dotar un deterioro de 40,2 millones de euros correspondiente a la totalidad del 6,2% del capital social que poseía de PESCANOVA

- Es un caso muy complejo que dispone de casi todos los ingredientes de manipulación, desde un inicio más o menos “inocente” hasta un fraude en toda regla con repercusiones penales.
- Se trata de una empresa cotizada, estaba sujeta a los controles de la CNMV, lo cual nos permite testar además la idoneidad de los controles establecidos por el regulador.
- Dada la publicidad del caso en prensa y los registros de la CNMV, nos permite la obtención de datos financieros y de gobierno corporativo que de otra manera hubiera sido imposible.

En este caso, en términos generales, sabemos la forma cómo se estructuró el fraude, principalmente mediante transacciones ficticias con empresas controladas por Pescanova, fuera del perímetro de consolidación. Esto le permitía, por un lado, aumentar ficticiamente los resultados y, por otro, obtener financiación. El objetivo de esta investigación no es el de constatar si existe o no manipulación contable, sino tratar de determinar los indicios que indicaban actuaciones anormales de la compañía mucho antes de que se hiciera público el fraude.

## 5.2. La compañía

En el informe de gestión de la memoria de Pescanova correspondiente al año 2011, la compañía se definía a sí misma de la siguiente forma:

*Pescanova representa una propuesta de negocios única y se diferencia de sus competidores en:*

- *Empresa de gran tamaño en la lista de los 10 mejores de la industria de productos del mar.*

- *Integrada verticalmente*
- *Marcas fuertes*
- *Acuicultura: 3 proyectos de acuicultura con excelentes retornos*
- *Pesca: la mayor flota europea*
- *Reducción de riesgos por medio de la diversificación por especie y geográfica*
- *50 años de crecimiento orgánico ininterrumpido*

El 28 de febrero de 2013<sup>11</sup>, Pescanova comunicó a la CNMV que no podía formular las cuentas anuales correspondientes al ejercicio 2012 de acuerdo al principio contable de empresa en funcionamiento (*going concern*), ya que no podía asegurar la continuidad de la compañía a menos que se resolviera favorablemente una de las dos situaciones siguientes: (1) la venta de activos relacionados con el cultivo del salmón o (2) La renegociación de la deuda bancaria.

El 1 de marzo de 2013, la CNMV suspendió la cotización de las acciones de Pescanova en el mercado continuo, aunque el 4 de marzo decidió levantar la suspensión ya que consideró que la compañía había puesto a disposición de la comisión información suficiente de las circunstancias que procedieron a la suspensión. Posteriormente, el 12 de marzo, la compañía comunicó a la CNMV que “habían detectado discrepancias entre su contabilidad y la cifra de deuda bancaria y que estas discrepancias podían ser significativas”. El mismo día, la CNMV suspendió cautelarmente la cotización de Pescanova sin que se haya levantado esta suspensión hasta la fecha.

El 14 de marzo se celebró una Junta extraordinaria, de la que Pescanova comunicó a la CNMV que se había acordado por unanimidad ratificar la línea de reestructuración de

---

<sup>11</sup> Fuente: [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es) hechos relevantes

su política financiera. Posteriormente, Pescanova tuvo que rectificar y comunicar que no había tal acuerdo y que dos de los consejeros, no habían aprobado dicha reestructuración.

El 4 de abril, la sociedad comunicó a la CNMV su intención de contratar con carácter inmediato un auditor forense, encargo que recayó en KPMG el 15 de abril de 2012.

El 25 de abril de 2013, el Juzgado de lo Mercantil de Pontevedra acordó declarar en concurso a PESCANOVA, S.A. dado que había sido acreditada su situación de insolvencia. Posteriormente, el 26 de abril de 2013, la CNMV propuso designar como administrador concursal a Deloitte Advisory, S.L. que aceptó su designación el 29 de abril de 2013.

De la auditoría forense se concluyó que la compañía había subestimado sus pasivos, principalmente deuda bancaria, en 2,2 miles de millones de euros respecto las cuentas presentadas inicialmente a la Junta para su aprobación. Asimismo, se estimó que el patrimonio neto de la compañía era de -927 millones de euros respecto a los 653 millones propuestos a la Junta.

Los auditores forenses encontraron evidencias de distintas prácticas contables orientadas principalmente a dos objetivos: (1) Proporcionar información sesgada sobre la marcha real del negocio de la compañía y (2) Esconder parte importante de los pasivos que había contraído la compañía principalmente con entidades de crédito para contrarrestar los malos resultados obtenidos. Estas prácticas se habían realizado a través de transacciones ficticias con sociedades controladas por Pescanova fuera del perímetro de consolidación.

### 5.3. Justificación del periodo analizado

El objetivo primero de esta investigación es determinar, en base a variables cualitativas y cuantitativas si se podía, como mínimo, sospechar que la empresa estaba manipulando sus estados financieros antes de que se hiciera público.

El informe forense encargado a KPMG después de que se hiciera público el fraude y la empresa se declarara en concurso de acreedores analiza en profundidad el período 2012 y, aunque en menor profundidad, los ejercicios 2011 y 2010, de los que concluye que *“la deuda y los fondos propios se encontraban igualmente adulterados en los ejercicios precedentes, esto es, por lo menos durante los ejercicios 2010 y 2011”*. En la misma línea, KPMG afirma en su informe que *“Los hechos, operativas y prácticas desarrolladas por el Grupo Pescanova, entendemos que no fueron fortuitas, sino que fueron el resultado de una planificación de forma consciente que se ha venido realizando durante varios años por parte de la dirección de Pescanova”*

La empresa cambió de firma de auditoría en el ejercicio 2002, siendo éste el primer año de la auditora BDO. Hasta el ejercicio 2001, la firma auditora era Ernst & Young. En el último informe de auditoría de esta firma, se incluía la siguiente salvedad:

*“En la memoria adjunta no se desglosa la información, que ha sido objeto de nuestra revisión, relativa a la aportación de cada sociedad del grupo a las reservas consolidadas y resultados consolidados [...] los administradores de Pescanova, S.A. se han acogido a la indicación 2ª del artículo 200 de la Ley de Sociedades Anónimas, por considerar que la localización y bondad de los recursos pesqueros constituye una información de alto valor estratégico que no debe ser publicada [...]”*

Este sería el último informe de auditoría emitido por dicha firma. A partir del ejercicio siguiente, BDO fue nombrada la nueva auditora y todos los informes de auditoría hasta la fecha en que se hizo público el fraude se emitieron limpios.

Hemos considerado que esta investigación debería partir de una fecha anterior a este informe con salvedades, ya que la salvedad en el fondo está sugiriendo que la empresa está deliberadamente no proporcionando información y, si bien ello no es concluyente, si nos parece un indicio. De esta manera, tendríamos también la ocasión de comprobar cómo el cambio de auditor afecta la presentación de los estados financieros y la información que en ellos se proporciona.

A pesar de que desde la detección del fraude hasta la fecha de presentación de este trabajo de investigación han sucedido infinidad de acontecimientos, debido a que el objetivo último de esta investigación es establecer mecanismos de detección del fraude, el análisis de datos finaliza el año 2012, justo antes de descubrirse el fraude contable.

#### 5.4. Análisis del contexto de la empresa

Como ya hemos apuntado en capítulos anteriores, una de las ventajas del estudio de casos es que podemos estudiar un fenómeno en su contexto particular. No obstante, la gran cantidad de datos de los que disponemos en una investigación de este tipo obliga a acotar el contexto de la empresa tal y como describimos en el capítulo anterior. Por ello, consideraremos que la empresa disponía de incentivos a la vez que oportunidades para manipular su resultado que a continuación analizamos.

#### 5.4.1. Incentivos. Hechos Relevantes

Es importante, a efectos de entender el comportamiento de las distintas variables durante el periodo analizado, saber qué circunstancias han rodeado la compañía, especialmente:

- Tomas de participaciones o constituciones de otras empresas que nos ayudarán a explicar el crecimiento.
- Entrada en nuevos mercados geográficos o sectoriales
- Emisiones y/o reducciones de capital
- Emisiones de obligaciones
- Obtención de préstamos bancarios
- Cambios en el accionariado de la compañía
- Cambios en el consejo de administración

Por ello, en base a las comunicaciones realizadas a la CNMV por parte de la empresa y la información contenida en sus cuentas anuales, hemos elaborado un resumen de los principales hechos acontecidos en este periodo, que se detallan en el Anexo 4

De la información obtenida en los hechos relevantes, podemos construir una línea del tiempo en el que se indique aquellos sucesos alrededor de la compañía en los que, de acuerdo con la literatura existente, pueden ser susceptibles de incentivar la manipulación contable. Esta información se detalla en la figura 5

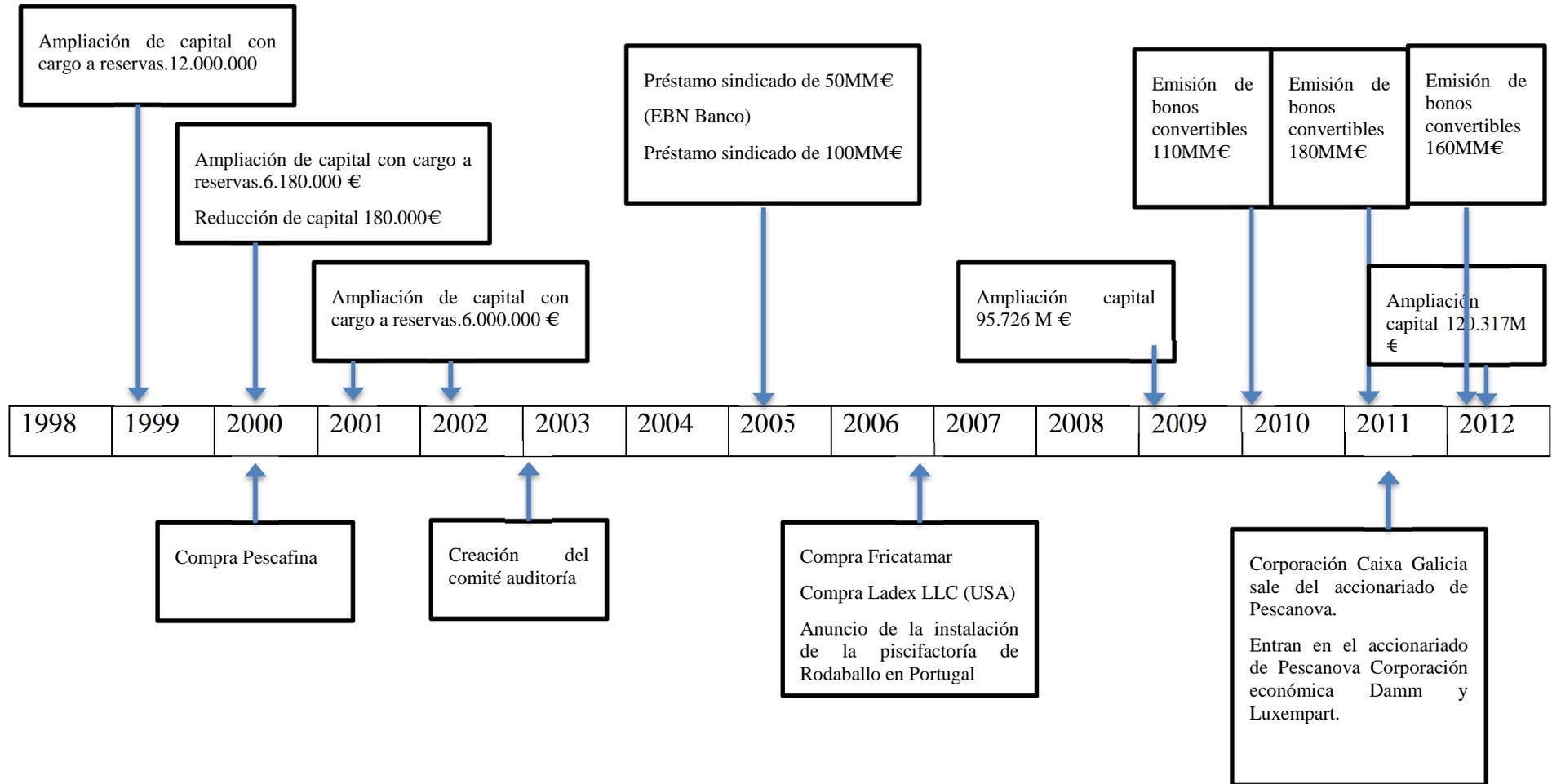
De la información contenida, observamos lo siguiente:

- En 2005 obtuvo dos préstamos sindicados por valor de 150 millones de euros
- La compañía realizó tres emisiones significativas de deuda entre los años 2010 y 2012 por un importe total de 450 millones de euros.

- La compañía realizó una ampliación de capital en 2008 por valor de 96 millones de euros. En 2012 realizó otra ampliación por valor de 55 millones.
- En 2011 salió del accionariado de la compañía Corporación Caixa Galicia que disponía de un paquete importante de acciones, lo que obligaba a encontrar nuevos inversores que confiaran en la compañía.

Consecuentemente, la empresa disponía de altos incentivos para manipular su resultado desde el año 2009, debido a las sucesivas ampliaciones de capital, emisiones de deuda y salidas del accionariado.

Figura 5. Línea temporal de hechos relevantes. Grupo Pescanova



## 5.4.2. Oportunidades

Siguiendo el modelo descrito en el capítulo anterior, a continuación analizaremos las variables que consideramos pueden constituir una oportunidad para manipular el resultado, bien porque ejerzan un bajo control sobre las actividades de la compañía o bien porque la complejidad de su estructura societaria faciliten la manipulación.

### 5.4.2.1. Estructura de propiedad

Para el análisis de este apartado, hemos considerado los accionistas de la compañía desde el año 2004 hasta el 2012, a partir de los informes de gobierno corporativo proporcionados por la empresa. Anteriormente al año 2004, no ha podido obtenerse dicha información de fuentes fiables, ya que la sociedad no la proporcionaba en su memoria y no estaba obligada a presentar informes de gobierno corporativo a la CNMV.

Desde el año 2004 hasta el 2010, el accionariado de Pescanova se mantuvo relativamente estable. (Ver Tabla 8 para el detalle de la evolución de accionistas).

La familia fundadora controlaba alrededor del 30%, Manuel Fernández de Sousa-Faro y Alfonso Paz-Andrade Rodríguez<sup>12</sup>, de las acciones y de los derechos de voto de la empresa.

---

<sup>12</sup> Este último no era familia del fundador pero se incorporó a la misma como director general en 1977, prácticamente desde su fundación y era la persona de confianza de Manuel Fernández de Sousa-Faro, hijo del fundador de PESCANOVA.

Durante esta época, hasta el 2010, el otro accionista de referencia era Corporación Caixa Galicia y Caixa de Aforros de Vigo, Orense y Pontevedra, controlando el 20 y el 5% respectivamente del capital de Pescanova. Entre ambos grupos, los fundadores y Caixa Galicia controlaban alrededor del 50% del capital de Pescanova.

**Tabla 8. Detalle accionistas identificados de Pescanova, S.A.**

PARTICIPACIONES DIRECTAS	2004		2005		2006		2007		2008		2009		2010		2011		2012		
	Nº acciones control	%Total capital																	
MANUEL FERNANDEZ DE SOUSA-FARO	2.720.120	20,92	3.140.314	24,16	3.140.314	24,16	3.140.314	24,16	3.140.314	24,16	3.507.162	18,03	3.507.162	18,03	4.479.524	23,03	4.106.371	14,29	
ALFONSO PAZ-ANDRADE RODRIGUEZ	656.760	5,05	656.760	5,05	656.760	5,05	656.760	5,05	656.760	5,05	1.027.162	5,28	994.951	5,12	994.951	5,12	1.217.939	4,24	
ICS HOLDINGS, LTD	2.577.900	19,83	N/A	N/A															
FERNANDO FERNANDEZ DE SOUSA-FARO	49.400	0,38	29.396	0,23	29.396	0,23	22.730	0,17	22.730	0,17	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	
ANTONIO BASAGOITI GARCIA-TUÑON	1.040	0,01	1.040	0,01	1.040	0,01	1.040	0,01	1.040	0,01	1.100	0,01	1.100	0,01	1.100	0,01	1.650	0,01	
CAIXA DE AFORROS DE VIGO, ORENSE Y PONTEVEDRA	652.600	5,02	652.600	5,02	652.600	5,02	652.600	5,02	660.959	5,08	999.225	5,14	915.806	4,71	N/A	N/A	N/A	N/A	
CXG CORPORACION CAIXA GALICIA	1.300.000	10,00	2.197.757	16,91	2.197.757	16,91	2.600.000	20,00	2.600.000	20,00	3.889.450	20,00	3.889.450	20,00	N/A	N/A	N/A	N/A	
ROBERT ALBERT WILLIAMS	130	0,00	130	0,00	130	0,00	130	0,00	130	0,00	221	0,00	221	0,00	221	0,00	331	0,00	
ABADA, S.A.	912.470	7,02	N/A	N/A															
BESTINVER GESTION, S.G.LLC.			694.688	5,34	694.688	5,34	694.688	5,34	617.979	4,75	1.555.349	8,00	818.912	4,21	N/A	N/A	N/A	N/A	
LIQUIDAMBAR INVERSIONES FINANCIERAS			650.000	5,00	N/A	N/A	650.000	5,00	650.000	5,00	975.000	5,01	975.000	5,01	975.000	5,01	975.000	3,39	
EMILIO ESCARTIN HERNANDEZ					10	0,00													
GOLDEN LIMIT							650.005	5,00	650.005	5,00	856.005	4,40	856.005	4,40	974.307	5,01	974.307	3,39	
MERRYLL LYNCH INTERNATIONAL									625.294	4,81									
TRANSPESCA, S.A.											748.100	3,85	748.100	3,85	748.100	3,85			
LUXEMPART																992.000	5,10	1.677.507	5,84
GOVERNANCE FOR OWNERS EUROPEAN FOCUS FUND																986.827	5,07		
CORPORACION ECONOMICA DAMM																972.366	5,00	1.776.788	6,18
JOSE CARCELLER ARCE																1.000	0,01	5.000	0,02
SILICON METAL HOLDING																		1.436.886	5,00
<b>TOTAL PARTICIPACIONES IDENTIFICADAS</b>	<b>8.870.420</b>	<b>68,23</b>	<b>8.022.685</b>	<b>61,71</b>	<b>7.372.695</b>	<b>56,71</b>	<b>9.068.267</b>	<b>69,76</b>	<b>9.625.211</b>	<b>74,04</b>	<b>13.558.774</b>	<b>69,72</b>	<b>12.706.707</b>	<b>65,34</b>	<b>11.125.396</b>	<b>57,21</b>	<b>12.171.779</b>	<b>42,35</b>	
<b>TOTAL ACCIONES PESCANOVA</b>	<b>13.000.000</b>		<b>19.447.524</b>		<b>19.447.524</b>		<b>19.447.524</b>		<b>28.737.718</b>										

Fuente: Elaboración propia a partir de los informes de gobierno corporativo proporcionados a la CNMV por la empresa

La relación entre ambas entidades era muy estrecha. Caixa Galicia era el principal proveedor de crédito de Pescanova y miembro del consejo. Por su parte, Alfonso Paz-Andrade era miembro del Consejo de administración de Caixa Galicia. La incidencia de que la empresa, aunque sea cotizada, sea familiar en última instancia ya que la familia fundadora ejerza el control ha sido estudiada en el mundo académico (Villalonga y Amit, 2006), pero ¿qué ocurre cuando el control no sólo lo ejerce la familia sino ésta junto con socios leales que, sobre el papel, nada tienen que ver?

En el año 2010, con la fusión de Caixa Galicia y Caixanova, la participación de Nova Caixa Galicia superó el 30%. Debido a la débil situación financiera de la nueva entidad financiera, se vieron obligadas a vender las acciones de Pescanova para cumplir con el Plan de capitalización de fondos propios. Así, el 20 de junio de 2011, Nova Caixa Galicia comunicó a la CNMV que había vendido el último paquete de acciones de Pescanova.

El principal accionista y consejero delegado Manuel Fernández de Sousa comunicó a la CNMV que había comprado un 10,1% de estas acciones procedentes de Nova Caixa Galicia, de las que posteriormente vendería un 5,1% a Luxempart. Otra parte importante de estas acciones procedentes de la banca fueron compradas por Governance for Owners European Focus Fund (5,07%) y Corporación Económica Damm (5%)

Es destacable que Governance for Owners European Focus Fund estuviera apenas unos meses en el accionariado de Pescanova. **GO European Focus Fund**<sup>13</sup> se define a sí mismo como *“a constructive engagement fund that seeks to add significant value*

---

<sup>13</sup> Fuente: [www.goinvestmentpartners.com](http://www.goinvestmentpartners.com)

*for clients by acting as a catalyst for corporate change in quoted small and mid-cap European companies. It invests in companies with strong core businesses and looks to address strategic, financial and governance issues that are negatively impacting the share price. Typically the fund has 8-10 core holdings. Once invested, the GO team works constructively with the boards and managements of investee companies to realise value.”*

Este fondo invierte en empresas cotizadas de tamaño pequeño y mediano, que considera están infravaloradas en el mercado. Mediante su incorporación como consultores de negocio y financiero, pretenden mejorar los procedimientos de la compañía en la que han invertido y, consecuentemente aumentar su valor.

Algunas noticias en prensa<sup>14</sup> aparecidas en el momento de la declaración del concurso de acreedores, apuntaban a que el fondo vendió sus acciones apenas un año después al no poder entrar en la gestión de la compañía ante la negativa de su dirección. Ello podría ser un indicio de que la dirección de Pescanova no quería intrusiones de ningún tipo en la gestión.

En el año 2012, se produjo la última ampliación de capital de la compañía. Es, al menos destacable, que el presidente de la compañía no mantuvo su participación después de la ampliación cuando sí lo había hecho otras veces, pasó del 23 al 14% Liquidambar, propiedad del banco EBN Banco de Negocios también diluyó su participación. Prácticamente los únicos que mantuvieron e incluso la aumentaron fueron los dos últimos socios de referencia que habían entrado en el accionariado de la compañía, Luxempart y Corporación económica DAMM.

---

<sup>14</sup> Faro de Vigo. 28-04-2013. El aviso del socio rebelde del gigante que nadie vio

De todo ello, podemos concluir que la variación en la composición del accionariado, principalmente el hecho que Caixa Galicia tuviera que vender sus participaciones para obtener caja y evitar así ser intervenida por el FROB, precipitó al entrada de nuevos accionistas, totalmente externos y nuevos para la compañía, que a priori ejercieron un control más estricto sobre los estados financieros de la compañía.

#### 5.4.2.2. Composición del consejo de administración

El Consejo de administración de Pescanova estaba fuertemente ligado a la estructura accionarial. Los consejeros, eran en su mayoría dominicales, aunque relativamente estables especialmente hasta el año 2010. Ver Tabla 9. Los aspectos que consideramos más relevantes de la composición del consejo de administración son los siguientes:

- D. Manuel Fernández de Sousa Faro, principal accionista de la compañía siempre se mantuvo como consejero ejecutivo y presidente del consejo de administración
- D. Alfonso Paz-Andrade Rodríguez, si bien el primer año consta como consejero ejecutivo, luego fue considerado dominical, a pesar de llevar en la empresa muchos años y ser otro de los principales accionistas
- CAIXA DE AFORROS DE VIGO, OURENSE Y PONTEVEDRA siempre mantuvo un miembro en el consejo de administración, hasta la fusión con Caixa Galicia.

**Tabla 9. Composición Consejo de administración años 2004-2011**

2004		2005		2006		2007	
CONSEJERO	TIPO	CONSEJERO	TIPO	CONSEJERO	TIPO	CONSEJERO	TIPO
Manuel Fernández de Sousa Faro	Ejecutivo	Manuel Fernández de Sousa Faro	Ejecutivo	Manuel Fernández de Sousa Faro	Ejecutivo	Manuel Fernández de Sousa Faro	Ejecutivo
Alfonso Paz-Andrade Rodríguez	Ejecutivo	Alfonso Paz-Andrade Rodríguez	Ejecutivo	Alfonso Paz-Andrade Rodríguez	Ejecutivo	Alfonso Paz-Andrade Rodríguez	Dominical
Fernando Fernández de Sousa Faro	Dominical	Fernando Fernández de Sousa Faro	Dominical	Fernando Fernández de Sousa Faro	Dominical	Fernando Fernández de Sousa Faro	Dominical
CAIXA DE AFORROS DE VIGO, OURENSE Y PONTEVEDRA	Dominical	CAIXA DE AFORROS DE VIGO, OURENSE Y PONTEVEDRA	Dominical	CAIXA DE AFORROS DE VIGO, OURENSE Y PONTEVEDRA	Dominical	CAIXA DE AFORROS DE VIGO, OURENSE Y PONTEVEDRA	Dominical
CORPORACION CAIXA GALICIA, S.A.	Dominical	CORPORACION CAIXA GALICIA, S.A.	Dominical	CORPORACION CAIXA GALICIA, S.A.	Dominical	CORPORACION CAIXA GALICIA, S.A.	Dominical
INVERPESCA, S.A.	Dominical	INVERPESCA, S.A.	Dominical	INVERPESCA, S.A.	Dominical	INVERPESCA, S.A.	Dominical
ABADA, S.A.	Dominical	EBN BANCO DE NEGOCIOS Y CAJAS	Dominical	INVERPESCA, S.A.	Dominical	INVERPESCA, S.A.	Dominical
Robert Williams	Dominical	Robert Williams	Independiente	LIQUIDAMBAR INVERSIONES FINANCIERAS	Dominical	LIQUIDAMBAR INVERSIONES FINANCIERAS	Dominical
Antonio Basagoiti García-Tuñón	Independiente	Antonio Basagoiti García-Tuñón	Independiente	SOCIEDAD GALLEGA DE IMPORTACION DE CARBONES	Dominical	SOCIEDAD GALLEGA DE IMPORTACION DE CARBONES	Dominical
				GOLDEN LIMIT, SL (Representada por IBERFOMENTO, S.A.)	Dominical	GOLDEN LIMIT, SL (Representada por IBERFOMENTO, S.A.)	Dominical
Total miembros 9		Total miembros 9		Robert Williams	Independiente	TRANSPESCA, S.A.	Dominical
				Antonio Basagoiti García-Tuñón	Independiente	Robert Williams	Independiente
						Antonio Basagoiti García-Tuñón	Independiente
				Total miembros 12		Total miembros 13	

Fuente: Elaboración propia a partir de los informes de gobierno corporativo de la compañía.

2008		2009		2010		2011	
CONSEJERO	TIPO	CONSEJERO	TIPO	CONSEJERO	TIPO	CONSEJERO	TIPO
Manuel Fernández de Sousa Faro	Ejecutivo						
Alfonso Paz-Andrade Rodríguez	Dominical						
Fernando Fernández de Sousa Faro	Dominical						
CAIXA DE AFORROS DE VIGO, OURENSE Y PONTEVEDRA	Dominical	CAIXA DE AFORROS DE VIGO, OURENSE Y PONTEVEDRA	Dominical	CAIXA DE AFORROS DE VIGO, OURENSE Y PONTEVEDRA	Dominical	INVERPESCA, S.A.	Dominical
CORPORACION CAIXA GALICIA, S.A.	Dominical	CORPORACION CAIXA GALICIA, S.A.	Dominical	CORPORACION CAIXA GALICIA, S.A.	Dominical	LIQUIDAMBAR INVERSIONES FINANCIERAS	Dominical
CORPORACION CAIXA GALICIA, S.A.	Dominical	CORPORACION CAIXA GALICIA, S.A.	Dominical	CORPORACION CAIXA GALICIA, S.A.	Dominical	SOCIEDAD GALLEGA DE IMPORTACION DE CARBONES	Dominical
INVERPESCA, S.A.	Dominical	INVERPESCA, S.A.	Dominical	INVERPESCA, S.A.	Dominical	GOLDEN LIMIT, SL (Representada por IBERFOMENTO, S.A.)	Dominical
LIQUIDAMBAR INVERSIONES FINANCIERAS	Dominical	LIQUIDAMBAR INVERSIONES FINANCIERAS	Dominical	LIQUIDAMBAR INVERSIONES FINANCIERAS	Dominical	TRANSPESCA, S.A.	Dominical
SOCIEDAD GALLEGA DE IMPORTACION DE CARBONES	Dominical	SOCIEDAD GALLEGA DE IMPORTACION DE CARBONES	Dominical	SOCIEDAD GALLEGA DE IMPORTACION DE CARBONES	Dominical	LUXEMPART, S.A.	Dominical
GOLDEN LIMIT, SL (Representada por IBERFOMENTO, S.A.)	Dominical	GOLDEN LIMIT, SL (Representada por IBERFOMENTO, S.A.)	Dominical	GOLDEN LIMIT, SL (Representada por IBERFOMENTO, S.A.)	Dominical	CORPORACION ECONOMICA DAMM	Dominical
TRANSPESCA, S.A.	Dominical	TRANSPESCA, S.A.	Dominical	TRANSPESCA, S.A.	Dominical	Yago Méndez Pascual	Independiente
Robert Williams	Independiente						
Antonio Basagoiti García-Tuñón	Independiente						
Total miembros 13		Total miembros 13		Total miembros 13		Total miembros Consejo 13	

- CORPORACIÓN CAIXA GALICIA, S.A., tuvo un miembro en el consejo hasta 2006, año a partir del cual mantuvo dos miembros en el consejo de administración. Uno de ellos, Yago Méndez Pascual, se mantuvo como consejero independiente después de la salida del accionariado de Caixa Galicia en el año 2011.
- EBN Banco (después Liquidambar Inversiones financieras) entró en el consejo de administración en el año 2005 después de liderar un préstamo sindicado de 50MM que obtuvo la compañía.
- Robert Williams fue primero consejero dominical en representación de ICS Holdings hasta 2004, año en que esta sociedad fue comprada por D. Manuel Fernández de Sousa Faro. A partir de ese año, el Sr Williams mantuvo su cargo de consejero, pero como independiente.
- El otro consejero independiente, D. Antonio Basagoiti García-Tuñón llevaba como consejero desde el año 1996.
- En el año 2011, como consecuencia de la entrada de nuevos accionistas en la compañía se nombran dos nuevos consejeros en representación de Corporación Económica DAMM y Luxempart.

#### 5.4.2.3. Composición del comité de auditoría

Pescanova comunicó a la CNMV la creación del comité de auditoría el 28 de abril de 2003, siguiendo con la obligatoriedad que establecía la Ley 44/2002 de 22 de noviembre. (Ver Anexo 4 Hechos relevantes)

**Tabla 10. Composición comité de auditoría de Pescanova años 2003-2011**

	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Presidente</b>	Robert Williams	Robert Williams	Robert Williams	Robert Williams	Fdo Fdez de Sousa-Faro
<b>Vocal</b>	Alfonso Paz Andrade	Alfonso Paz Andrade	Alfonso Paz Andrade	Alfonso Paz Andrade	Robert Williams
<b>Vocal</b>	Fdo. Fdez. de Sousa-Faro	Alfonso Paz Andrade			
	2008	2009	2010	2011	
<b>Presidente</b>	Fdo Fdez de Sousa-Faro				
<b>Vocal</b>	Robert Williams	Robert Williams	Robert Williams	Robert Williams	
<b>Vocal</b>	Alfonso Paz Andrade	Alfonso Paz Andrade	Alfonso Paz Andrade	Alfonso Paz Andrade	

Fuente: Elaboración propia a partir de la información contenida en la memoria

La compañía estableció que el comité estaría compuesto por tres miembros y que la mayoría de los consejeros designados ostentarían la calidad de consejeros no ejecutivos.

Los miembros del comité siempre fueron los mismos que se turnaron el cargo de presidente, para el que la compañía estableció un plazo máximo de cuatro años. Este último requisito no se cumplió en el año 2011, ya que el presidente debía de cambiar según establecían los estatutos de la compañía.

Robert Williams: Consejero de Pescanova desde el año 1993. Primero como representante de ICS Holdings hasta 2004 y, posteriormente como consejero independiente, ya que ICS fue adquirida por Manuel Fernández de Sousa-Faro en el año 2005, nombrando Fernando Fernández de Sousa-Faro consejero dominical por esta sociedad a partir de este año.

Fernando Fernández de Sousa-Faro. Consejero desde el año 1980 en representación de una de las sociedades de la familia fundadora (Sodesco)

Alfonso Paz Andrade. Consejero desde el año 1977 y a la vez propietario de aproximadamente el 5% de la compañía (este porcentaje ha ido variando a lo largo de los años que tenemos datos, debido a las sucesivas ampliaciones de capital). Ver Tabla 14

El Informe Olivencia (1998) proponía que los cometidos básicos del comité de auditoría debían ser “*evaluar el sistema de verificación contable de la sociedad, velar por la independencia del auditor externo y revisar el sistema de control interno*”

Si bien García Osma y Gil-de-Albornoz (2007) no encuentran evidencia de que en las empresas españolas la existencia de un comité de auditoría independiente tenga efecto en la manipulación del resultado contable, es destacable que en el caso de Pescanova, el comité de auditoría no daba la sensación de independiente. Todos sus miembros estaban altamente ligados a la dirección de la empresa o su relación con la misma se remontaba a muchos años atrás.

#### 5.4.2.4. Composición e información de la estructura empresarial

Pescanova disponía de una compleja estructura empresarial, compuesta por varias empresas de las que poseía el control y, por lo tanto consolidaban por el método de consolidación global y otras de las que poseía menos del 50% y consolidaba por el método de puesta en equivalencia.

La información que la empresa proporcionaba en sus cuentas anuales ha ido variando a lo largo de los últimos años. Si bien en los primeros años objeto de nuestro estudio la empresa proporcionaba información detallada de las sociedades que componían el grupo, incluyendo el capital social de la participada, el porcentaje de participación, la actividad principal y la sociedad a través de la que se tenía la participación, posteriormente únicamente se incluía información de las sociedades “más relevantes”. En el informe de auditoría del año 2001, que emitió Ernst & Young, se incluía una salvedad debido a la no inclusión de la participación que cada sociedad consolidada aportaba a las reservas y al resultado del grupo.

Esta información no solo no se proporcionó nunca en ninguna de las cuentas anuales analizadas, sino que la sociedad disminuyó la cantidad de información que proporcionaba de las sociedades que componían los estados financieros consolidados. La información del número de sociedades que componían las cuentas consolidadas de Pescanova se detalla en la Tabla 11.

**Tabla 11. Sociedades informadas del perímetro de consolidación**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Sociedades dependientes identificadas</b>	49	45	49	54	55	56	50
<b>Sociedades asociadas identificadas</b>	19	20	21	22	36	36	36
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Sociedades dependientes identificadas</b>	31	39	41	42	41	40	40
<b>Sociedades asociadas identificadas</b>	5	5	7	9	8	8	8

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Pescanova

Es difícil determinar la idoneidad de la estructura empresarial sin compararlo con otra empresa que tenga la misma actividad. Los derechos de pesca y las licencias de acuicultura, a menudo obligan a la constituir una sociedad localmente<sup>15</sup>. Por ello, hemos establecido una comparativa entre la estructura empresarial de Pescanova y la de otras dos empresas del sector. Hemos seleccionado dos empresas noruegas, de volumen similar a Pescanova y con intereses en Noruega, Escocia, Canadá y Chile en el caso de Cermaq y en todo el mundo en el caso de Marine Harvest. Los datos de estos grupos se presentan en la Tabla 12

---

<sup>15</sup> En Chile por ejemplo, donde Pescanova tenía intereses en acuicultura, la Ley sobre Bases Generales del Medio Ambiente (1984) establece para la práctica de la acuicultura que “*Sólo personas naturales con nacionalidad chilena o extranjeros con residencia permanente en el país y personas jurídicas chilenas establecidas de acuerdo con las leyes chilenas pueden solicitar una concesión o autorización de acuicultura. Los solicitantes que tienen la intención de establecer una actividad en un área bajo la jurisdicción de la Dirección General de Aguas deben demostrar poseer los correspondientes derechos de uso de agua de acuerdo con el Código de Aguas (1981)*” Fuente: [www.fao.org](http://www.fao.org)

**Tabla 12. Sociedades identificadas en el perímetro de consolidación. Otras empresas sector**

CERMAQ	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Volumen Ingresos (millones de NOK)</b>	5.367	7.534	7.721	8.716	8.972	9.991	11.634
<b>Volumen aprox. en miles de euros</b>	667.672	922.125	962.834	918.621	1.065.840	1.262.803	1.499.667
<b>Sociedades dependientes identificadas</b>	8	12	12	13	12	10	11
<b>Sociedades asociadas identificadas</b>	2	2	2	2	2	2	1

MARINE HARVEST	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Volumen Ingresos <sup>16</sup>(millones de NOK)</b>		5.641	14.092	13.487	14.620	15.281	16.024
<b>Volumen aprox en miles de euros</b>		690.397	1.757.210	1.421.519	1.736.797	1.931.544	2.065.442
<b>Sociedades dependientes identificadas</b>		109	87	85	80	69	64
<b>Sociedades asociadas identificadas</b>		10	7	6	5	5	4

Fuente: Elaboración propia a partir de los Informes anuales de las empresas seleccionadas publicados en sus páginas web

Las estructuras empresariales de ambas son muy distintas en cuanto al número de sociedades que componen el grupo, pero ambas tienen en común que las sociedades dependientes, es decir, aquellas que consolidan por integración global son la mayoría y las asociadas son pocas en comparación.

No obstante, si bien la estructura societaria de Pescanova era compleja, no podemos concluir que fuera más o menos compleja que la de otras empresas del sector.

#### 5.4.3. Conclusiones contexto de la empresa

En base a la información analizada en los apartados anteriores respecto al contexto de la empresa podemos concluir que:

1. Respecto a los **incentivos**,

- La compañía realizó la primera operación de deuda en 2005 con dos préstamos sindicados por un total de 150MM €. Posteriormente, en los años 2010, 2011 y 2012 realizó las tres grandes emisiones de deuda mediante bonos convertibles. En cuanto a la emisión de acciones, las grandes ampliaciones de capital, se realizaron en los años 2009 y 2012. Por lo que en estos años, y especialmente el año previo, la empresa tenía grandes incentivos en manipular sus resultados anteriormente a la emisión de bonos y a las ampliaciones de capital.
- Adicionalmente, hemos detectado otro momento en que la empresa necesitaba mostrarse especialmente rentable y fue la salida de Caixa Galicia del accionariado en 2011 por obligación impuesta por el FROB. Al tener que venderse un paquete accionarial importante, la compañía necesitaba que hubiera interesados en comprar estas acciones ya que en caso contrario, el precio de las mismas hubiera descendido.

Por todo ello podemos concluir que desde el año 2008, la empresa tenía incentivos a mostrar un resultado y una rentabilidad atractiva para nuevos inversores. En el 2011, este hecho se agrava incluso por la necesidad de entrada de nuevos inversores que adquirieran las acciones puestas a la venta por Caixa Galicia.

---

<sup>16</sup> Los datos del 2005 correspondientes a este grupo no son comparables, ya que en el año 2006 se produjo una

## 2. Respecto a las **oportunidades**,

- El **consejo de administración** estaba fuertemente ligado al **accionariado** y, especialmente a la familia fundadora y la banca acreedora, manteniéndose estable hasta la entrada de los nuevos socios en el año 2011, debido a la salida obligada de Caixa Galicia del accionariado. Los miembros independientes del consejo o habían estado ligados antes a empresas accionistas o bien llevaban muchos años como consejeros.
- El **comité de auditoría** estaba formado por miembros del consejo que, aunque alguno era considerado consejero independiente, lo era desde hacía años, hecho que no facilitaba la tarea de control sobre la gestión de la sociedad.
- La **estructura societaria** era grande y compleja, con un gran número de empresas asociadas que consolidaban por el método de puesta en equivalencia con lo que sus activos y sus pasivos no eran incorporadas al balance consolidado del grupo. No obstante, en este aspecto no hemos podido observar diferencias significativas respecto a otras empresas del mismo sector debido a las restricciones que el propio negocio impone.

### 5.5. Análisis de variables cuantitativas. El Estado de Flujos de Efectivo

El objetivo de este apartado es analizar, siguiendo el esquema descrito en el capítulo anterior, las distintas variables cuantitativas relativas al EFE, aplicadas al caso que nos

---

fusión entre varios grupos empresariales que dieron lugar a Marine Harvest.

ocupa durante el periodo considerado para el análisis, es decir, de los años 1998 al 2012. Principalmente, se tratará de identificar incoherencias y puntos de inflexión entre lo que parece razonable del comportamiento de una variable y el momento en el que estaba la compañía y lo que no lo parece o nos da indicios de algo irregular o, cuanto menos, excepcional.

Ello, por sí solo no es indicador de manipulación, sino que será la acumulación de indicios que vayamos obteniendo lo que nos indicará una probabilidad mayor o menor de que efectivamente la empresa esté manipulando sus estados financieros. En un primer análisis, consideraremos los parámetros correspondientes a los estados financieros consolidados. No obstante, en algún caso en concreto, cuando lo creamos conveniente, analizaremos también las cuentas individuales de Pescanova, ya que nos puede dar un indicio de dónde está el problema de liquidez, en la matriz española o bien en las sociedades filiales. Pescanova, S.A., la sociedad matriz aportaba más de un tercio de los ingresos y entre un tercio y la mitad de los beneficios al resultado consolidado. Además, la sociedad tenía actividad propia, no era una mera tenedora de bienes, por lo que su actividad debía ser rentable por sí sola, independientemente de los rendimientos que pudiera obtener de sus inversiones.

En este caso, el análisis se realizará tanto de las cuentas consolidadas como de las individuales de Pescanova, S.A., en el caso de que la información contenida sea relevante, siguiendo el siguiente orden:

1. Comparación Resultado contable y CGO
2. Análisis EFE: CGO, CGI y CGF
3. Análisis en profundidad CGO

Comenzaremos el análisis observando el comportamiento de la CGO comparada con el resultado contable de la sociedad en los años objeto de análisis. La presentación del EFE es obligatorio para empresas cotizadas a partir del año 2005, por lo que ha sido necesario estimarla para los años anteriores objeto de nuestro análisis. En el anexo 1 se presenta un detalle de la estimación realizada de la CGO a partir de los estados financieros de la compañía en los años previos a 2005. La caja correspondiente a las inversiones y a la financiación, no ha sido posible estimarla debido a la falta de datos.

### 5.5.1. Comparación de la CGO con el resultado contable

Nuestro punto de partida en el análisis será la comparación de la CGO con el beneficio contable. A partir de los resultados y los indicios que vayamos obteniendo profundizaremos en unas u otras cifras que creamos sean relevantes para explicar comportamientos a priori ilógicos de estas dos variables. Como ya hemos descrito en el marco teórico de esta investigación, en principio debemos esperar que la CGO sea superior al beneficio contable, en ausencia de altos crecimientos en las ventas de la compañía. Los datos consolidados de la CGO y el resultado de Pescanova, se presentan a continuación:

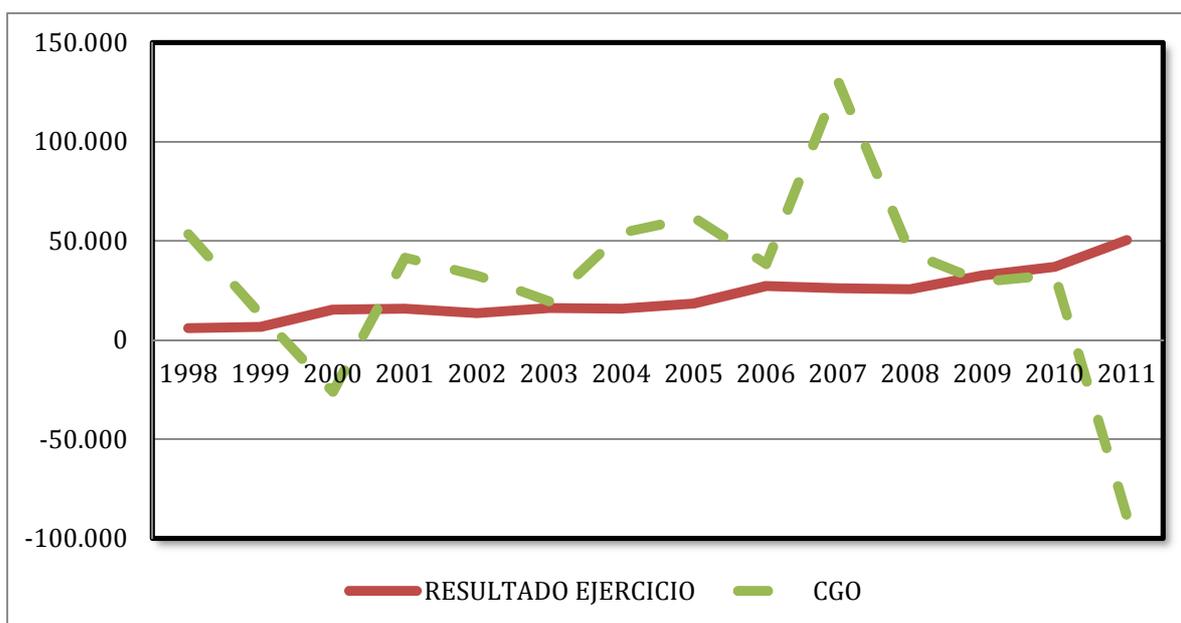
**Tabla 13. Beneficio contable y CGO correspondiente a los ejercicios 1997-2011. Datos consolidados**

AÑO	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Beneficio</b>	5.951	6.619	<b>15.343</b>	15.781	13.486	<b>16.090</b>	15.721
<b>CGO</b>	53.495	12.781	<b>-26.084</b>	41.625	32.473	<b>19.462</b>	54.084
AÑO	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Beneficio</b>	18.405	27.308	<b>26.152</b>	25.604	<b>32.584</b>	<b>36.860</b>	<b>50.421</b>
<b>CGO</b>	61.791	38.397	<b>130.367</b>	43.984	<b>29.546</b>	<b>33.052</b>	<b>-88.975</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros consolidados de Pescanova

Las cifras señaladas en **negrita** representan los años en los que existe una relación, en principio anormal entre el beneficio y la CGO. En todos estos años, la CGO está por debajo del beneficio, y por ello debemos profundizar en el estudio de estos años en concreto.

**Figura 6. Comparación Beneficio y CGO. Datos consolidados. Cifras en miles de euros.**



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Pescanova

Analizando estos datos consideramos relevante lo siguiente:

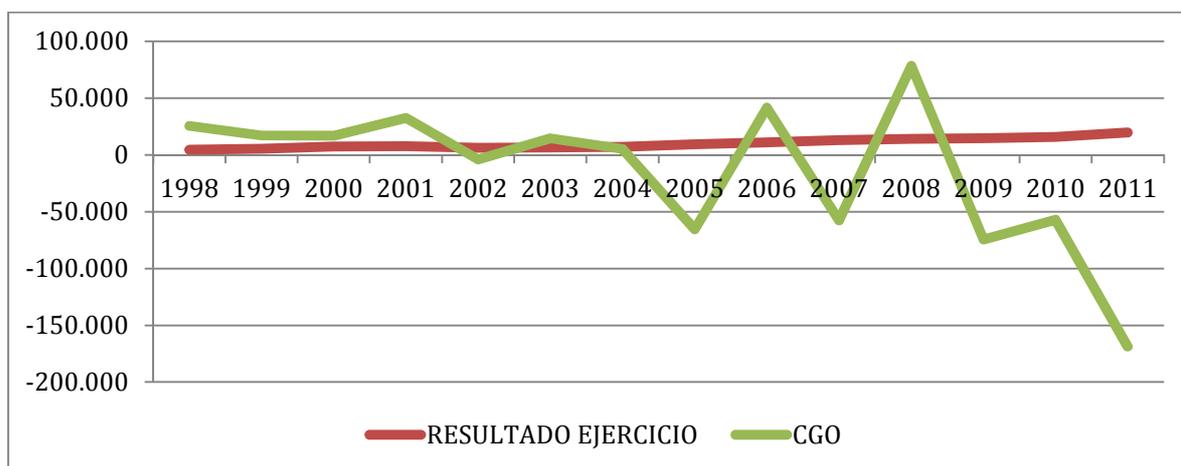
**Año 2000.** CGO negativa (26.804) miles de euros vs resultado positivo 18.463 miles. En este año, Pescanova adquirió la empresa Pescafina que acababa de levantar una suspensión de pagos, por 2.500 millones de ptas., mediante la adquisición de derechos de crédito. En este caso, el grupo consolidado pasó de facturar 457.454 miles de euros en el año 1999 a 721.703 miles en el 2000. Pescafina facturó en el ejercicio 2000 218.102 miles de euros, que aportó netamente al consolidado de Pescanova, por lo que

el crecimiento y la diferencia entre el beneficio y la CGO se debe a las variaciones del capital circulante debido a la nueva incorporación.

Año 2007. CGO muy por encima del resultado, algo que no sucede ni vuelve a suceder. Consideramos necesario analizar este momento.

Años 2009-2011. En este periodo, justo antes de descubrirse el fraude, la CGO está por debajo del resultado contable y cada vez esta diferencia es mayor.

**Figura 7. Comparación Resultado vs CGO. Datos individuales matriz grupo**



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Pescanova

El resultado contable es siempre positivo, y en ligero crecimiento sostenido tiene una apariencia de alisamiento, lo cual es consistente con la teoría del alisamiento del resultado (Copeland, 1968; Mande et al. 2000; Moses, 1987) en empresas cotizadas.

Por otro lado, la CGO es consistentemente inferior al resultado contable desde el ejercicio 2007 al 2011. En los últimos 5 años analizados, esta situación no sólo no se revierte sino que la diferencia cada vez es mayor y muy significativa.

De este análisis previo podemos concluir que la compañía ofrecía unos resultados en crecimiento sostenido, consistentes con la teoría de alisamiento del resultado, ampliamente descrita en un capítulo anterior, pero a partir de 2008 en las cuentas individuales y 2010 en las cuentas consolidadas, la CGO comienza a estar por debajo del resultado y pasa a ser negativa, lo que implica que la compañía necesita financiación para el propio negocio. Ello además es consistente con Lee et al. (1999) que demuestran que el exceso del beneficio sobre la CGO es extrema en los años previos al descubrimiento de un fraude contable. Por ello podemos concluir que la comparación de la CGO con el resultado sí nos proporciona información útil en el estudio de la manipulación contable.

#### 5.5.2. Análisis de los ajustes al resultado para la obtención de la CGO

Para saber en detalle a qué se deben estas diferencias entre el resultado contable y la CGO, analizaremos los distintos ajustes para cada ejercicio.

**Tabla 14. Detalle CGO años 1998-2011. Datos consolidados**

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Resultado antes de impuestos y socios externos	8.673	9.784	18.463	19.556	18.233	19.220	15.518
Amortizaciones	22.679	21.802	24.755	22.168	22.116	22.087	23.476
Resultado venta de activos	-2.266	-4.212	-22.070	-5.798	-10.436	-4.779	-2.850
Impuesto sobre beneficios	-2.722	-3.165	-3.121	-3.775	-4.747	-3.131	204
Otros resultados que no generan mov fondos	385	-773	1.086	-11.171	-9.757	-187	-9.576
Resultado de operaciones interrumpidas	0	0	0	0	0	0	0
<b>Recursos generados por las operaciones</b>	<b>26.749</b>	<b>23.436</b>	<b>19.114</b>	<b>20.981</b>	<b>15.409</b>	<b>33.210</b>	<b>26.772</b>
Variación activo/pasivo corriente operativo	26.746	-10.656	-45.198	20.645	17.064	-13.747	27.313
<b>FLUJO NETO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACION</b>	<b>53.495</b>	<b>12.781</b>	<b>-26.084</b>	<b>41.625</b>	<b>32.473</b>	<b>19.462</b>	<b>54.084</b>

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Resultado antes de impuestos y socios externos	21.671	31.695	29.220	38.317	45.504	49.684	64.776
Amortizaciones	29.586	33.753	37.031	41.404	48.022	56.883	61.671
Resultado venta de activos	-11.688	-9.155	-6.867	-7.101	-5.763	-551	-588
Impuesto sobre beneficios	-3.266	-4.387	-3.068	-5.457	-8.412	-11.293	-13.174
Otros resultados que no generan mov fondos	23.403	-3.986	14.133	9.074	8.682	-10.512	-8.262
Resultado de operaciones interrumpidas	0	0	0	-7.256	-4.508	-1.531	-1.181
<b>Recursos generados por las operaciones</b>	<b>59.706</b>	<b>47.920</b>	<b>70.449</b>	<b>68.981</b>	<b>83.525</b>	<b>82.680</b>	<b>103.242</b>
Variación activo/pasivo corriente operativo	2.085	-9.523	59.918	-24.997	-53.979	-49.628	-192.217
<b>FLUJO NETO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACION</b>	<b>61.791</b>	<b>38.397</b>	<b>130.367</b>	<b>43.984</b>	<b>29.546</b>	<b>33.052</b>	<b>-88.975</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Pescanova

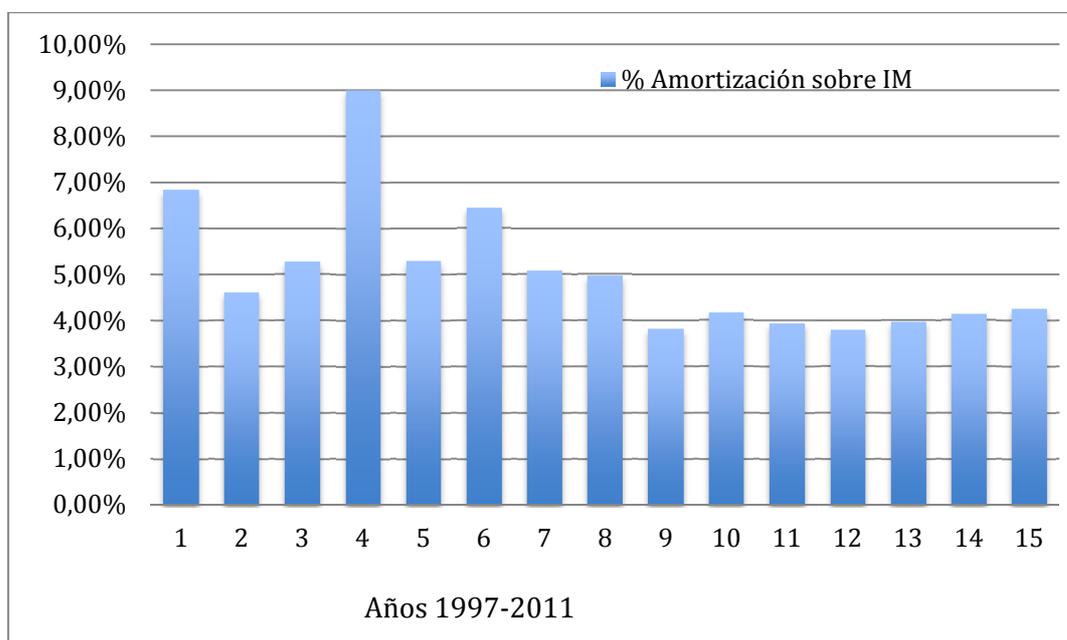
### 5.5.2.1. Amortizaciones

Las amortizaciones es probablemente el devengo más relevante en una cuenta de resultados, y resulta ser habitualmente un importe muy significativo en la obtención del resultado contable, especialmente en el caso de empresas intensivas en capital. En la literatura existente, las amortizaciones típicamente se han considerado como parte de los devengos discrecionales, es decir, aquellos en los que la dirección puede ejercer

un cierto grado de subjetividad, ya que la normativa contable no determina en ningún caso los coeficientes de amortización. Siguiendo el principio contable de uniformidad, la compañía debería mantener unos coeficientes estables de amortización a lo largo de los distintos ejercicios. En caso de cambiar la política de amortizaciones, la empresa debería informarlo en la memoria y calcular los efectos que este cambio tendría en la cuenta de resultados en caso de ser un importe material.

Con los datos de la tabla anterior, vemos que las amortizaciones aumentan a lo largo del tiempo, pero también sabemos que desde el año 2000 Pescanova ha estado envuelta en un período de grandes inversiones, especialmente a partir del año 2006. Parece razonable pues, que las amortizaciones aumenten, lo que debemos comprobar es si el aumento es razonable con las inversiones, mediante su valor relativo respecto el valor de coste del inmovilizado. Con los datos de los que disponemos, podemos realizar una comparativa entre las amortizaciones y el valor del inmovilizado para cada ejercicio. Para ello, desestimaremos el inmovilizado en curso ya que éste no se amortiza hasta su puesta en marcha.

En el siguiente gráfico se muestran los porcentajes de amortización del inmovilizado material sobre el valor de coste del mismo

**Figura 8. Porcentaje de amortización sobre valor bruto del inmovilizado**

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Pescanova

Observando los datos del gráfico correspondiente al porcentaje de la amortización del inmovilizado material sobre el valor bruto, nos parece relevante que existen indicios de manipulación en los primeros años, hasta el 2006 aproximadamente se observa la tendencia de aumentos seguidos de disminuciones y viceversa; es decir parece como si la empresa hubiera manipulado las amortizaciones y hubiera revertido dicha manipulación en el ejercicio inmediatamente posterior y así sucesivamente. No obstante, a partir del ejercicio 2007, esta práctica no se hace evidente y parece que la empresa mantiene un porcentaje estable de amortizaciones sobre activos fijos. Ello podría deberse dos causas: (1) la empresa tiene un resultado satisfactorio y no necesita manipular y (2) La empresa no obtiene los resultados previstos y no puede revertir la manipulación, por lo que es más probable que pueda manipular de otra manera sus cuentas, ya que la manipulación de las amortizaciones no puede ser consistente en el tiempo (Beneish, 1999)

Para tratar de esclarecer un poco más este aspecto, hemos profundizado en las amortizaciones a partir de los coeficientes máximos y mínimos proporcionados en la memoria para cada grupo de activos. Se han calculado las amortizaciones máximas y mínimas de cada ejercicio y se ha comparado con la real en cada ejercicio. Cabría esperar que la amortización de cada ejercicio se encontrara entre la amortización máxima y mínima.

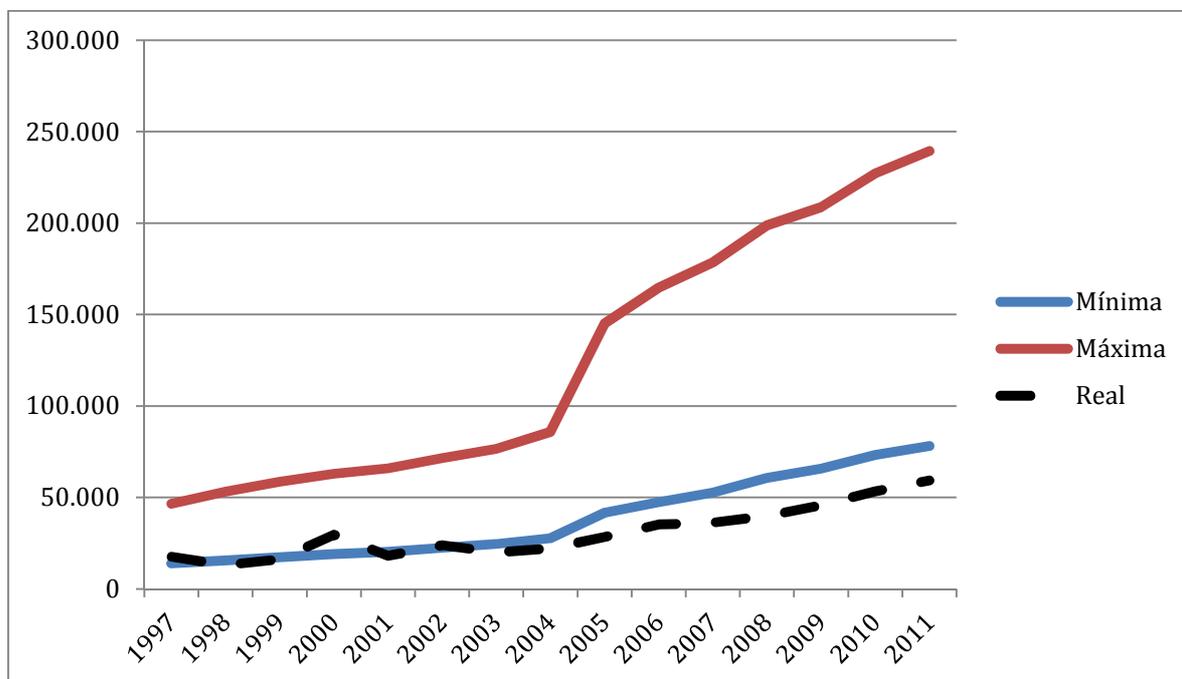
**Tabla 15. Amortizaciones máximas y mínimas según coeficientes memoria**

<b>AÑO</b>	<b>Mínima</b>	<b>Máxima</b>	<b>Real</b>	<b>Dif real-mínima</b>	<b>Dif real-máxima</b>
<b>1997</b>	13.856	46.531	17.569	3.713	28.962
<b>1998</b>	15.464	53.197	13.037	-2.426	40.160
<b>1999</b>	17.128	58.607	16.262	-866	42.344
<b>2000</b>	19.015	62.864	29.643	10.628	33.221
<b>2001</b>	20.204	65.964	18.171	-2.033	47.793
<b>2002</b>	22.447	71.429	23.938	1.491	47.491
<b>2003</b>	24.559	76.615	20.099	-4.460	56.516
<b>2004</b>	27.666	85.758	22.162	-5.504	63.596
<b>2005</b>	41.582	145.117	28.485	-13.097	116.632
<b>2006</b>	47.404	164.780	35.312	-12.092	129.468
<b>2007</b>	52.585	178.486	36.250	-16.335	142.236
<b>2008</b>	60.694	198.809	39.937	-20.757	158.872
<b>2009</b>	65.672	208.759	45.682	-19.990	163.077
<b>2010</b>	73.173	227.156	53.472	-19.701	173.684
<b>2011</b>	78.184	239.419	59.365	-18.819	180.054

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Pescanova

Observamos que, justo a partir del 2005 cuando parece que el porcentaje promedio de amortización se estabiliza, la diferencia entre la amortización mínima (y la máxima) y la real es negativa (positiva) y cada vez mayor. Esto parece indicar que la empresa está amortizando muy por debajo de los coeficientes que proporciona en la memoria. Esta diferencia es importante tanto desde el punto de vista absoluto como relativo, por lo que parece improbable que se deba a nuevas altas de inmovilizado.

**Figura 9. Evolución gráfica amortización real grupo Pescanova y amortizaciones máxima y mínima según coeficientes informados en la memoria**



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Pescanova

Gráficamente vemos como la amortización real está por debajo de la amortización máxima desde el año 2003 en adelante.

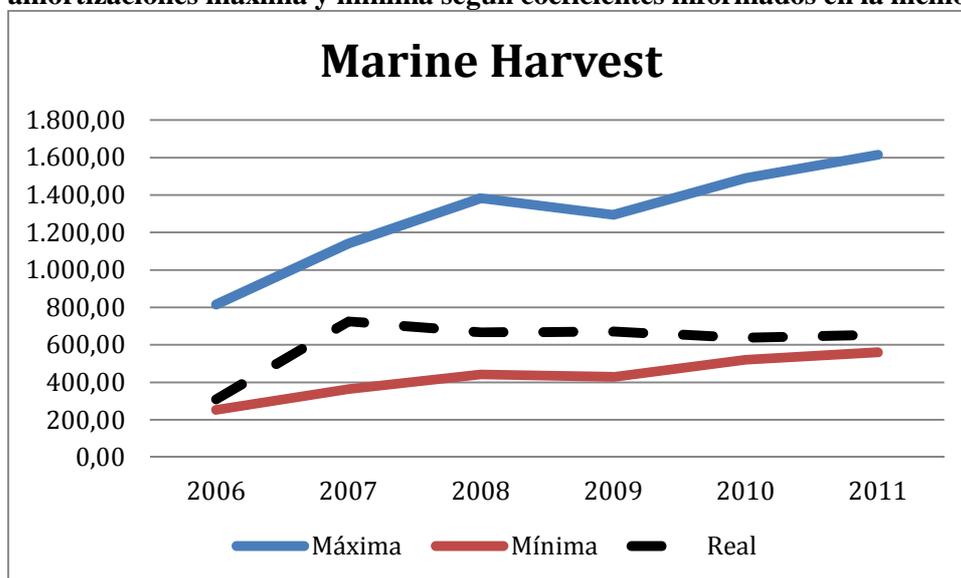
Esto puede ser debido a distintas causas:

- 1) La existencia de bienes totalmente amortizados. Al no formar parte del importe amortizable, ello hace que el coeficiente de amortización sobre el total bruto sea menor. La memoria no ofrece información sobre los bienes totalmente amortizados, por lo que no resulta posible realizar este cálculo. No obstante, las diferencias son tan importantes, que parece improbable que este supuesto pueda explicar en su totalidad el fenómeno.
- 2) A que la empresa esté proporcionando información inexacta sobre los coeficientes de amortización que está utilizando, amortizando por debajo los coeficientes mínimos con el objetivo de mostrar un resultado mayor

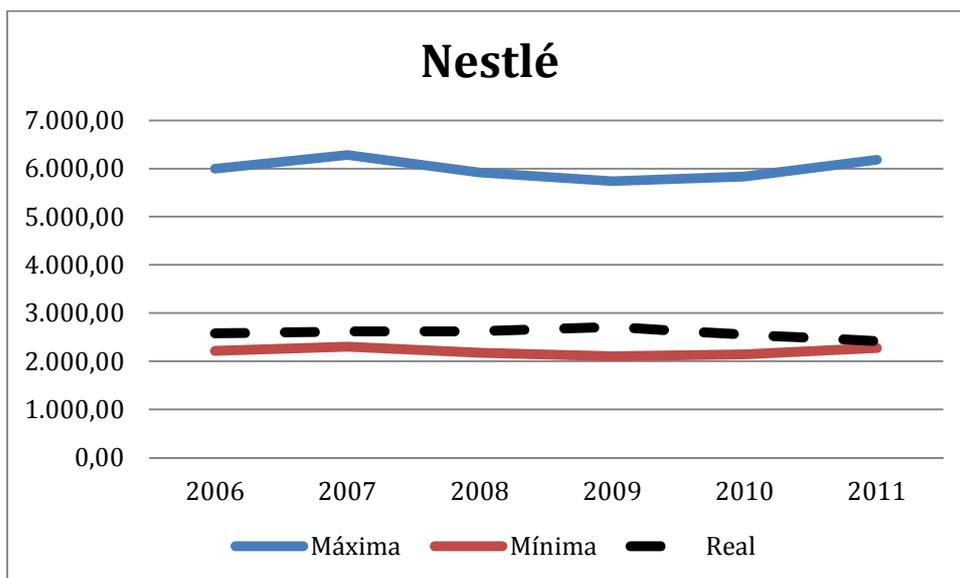
- 3) A que la compañía esté capitalizando conceptos en el inmovilizado no sujetos a amortización, con el objetivo de que no sean gastos. Es decir, la empresa capitaliza gastos para obtener un resultado mayor, pero no los toma en consideración a efectos de calcular las amortizaciones.

No obstante y para contrastar lo anterior, hemos procedido a realizar el mismo cálculo para otros dos grupos de empresas, por un lado Marine Harvest, empresa noruega dedicada al cultivo y venta de salmónidos, actividad que también realiza Pescanova; y por otro Nestlé propietaria de la marca Findus, competencia en producto congelado de Pescanova. Consideraremos los datos para ambas compañías a partir de 2003, año a partir del cual las amortizaciones de Pescanova comienzan a estar por debajo del mínimo

**Figura 10. Evolución gráfica amortización<sup>17</sup> real Marine Harvest y Nestlé (datos consolidados) y amortizaciones máxima y mínima según coeficientes informados en la memoria.**



<sup>17</sup> Las cifras correspondientes a Marine Harvest son en millones de coronas suecas y los de Nestlé en miles de francos suizos



Fuente: Informes financieros de Marine Harvest y Nestlé, disponibles en [www.marineharvest.com](http://www.marineharvest.com) y [www.nestle.com](http://www.nestle.com).

En ambos casos, podemos observar que la amortización real siempre se encuentra entre la máxima y la mínima posible según los coeficientes mínimos y máximos proporcionados por dichas compañías en sus informes financieros anuales.

En cualquier caso, considerando que las amortizaciones son el devengo más fácil a priori de manipular a pesar de que los cambios en la política de depreciación de activos afecta principalmente al año en que se realiza, de la información anterior podemos concluir que:

- Aparentemente, la empresa disminuyó y revertió esta variación en las amortizaciones en los primeros años objeto de estudio, es decir el periodo 1997-2003
- A partir del 2003, al empeorar la marcha del negocio y no poder revertir los cambios en las amortizaciones, sistemáticamente se reportó una amortización inferior a la teórica según los coeficientes proporcionados en la memoria.

### 5.5.2.2. Resultado venta de activos

El resultado de venta de activos se ajusta al resultado para el cálculo de la CGO ya que no supone un movimiento real de caja. Huang (2008) encuentra evidencia, para empresas de Taiwán, de que las empresas utilizan conjuntamente la venta de activos con los devengos discrecionales para manipular el resultado. De forma parecida, Herrmann et al (2003) también demuestran, para el caso de empresas japonesas, que los directivos utilizan la venta de activos para manipular el resultado y ajustarlo a las previsiones.

La venta de activos afecta la caja de la empresa por los importes efectivamente cobrados por la venta de estos activos, que en el EFE se encuentran clasificados en la Caja Generada (Consumida) por las actividades de inversión. En este apartado analizaremos los datos desde el año 2005, ya que en los ejercicios anteriores no es posible determinar los ingresos por venta de activos, ya que El EFE no estaba todavía implantado en la información contable a proporcionar y en la memoria no se proporciona esta información.

Para el estudio de esta variable tendremos en cuenta lo siguiente:

- Evolución del resultado por venta de activos
- Caja obtenida por la venta de activos
- Bajas de inmovilizado material, inmaterial y financiero
- Notas en la memoria que nos proporcionen información sobre estas ventas.

**Tabla 16. Resultados venta de activos**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Resultado venta de activos</b>	11.688	9.155	6.867	7.101	5.763	551	588
<b>Enajenaciones de activos y cobros de desinversiones</b>	35.224	17.581	4.228	32.676	15.463	31.362	12.610
<b>Bajas activo intangible (neto)</b>	-790	-1.467	-99	-12.166	-986	-699	-1.225
<b>Bajas inmovilizado material (neto)</b>	-9.853	-9.914	-8.147	-3.487	-1.225	-783	-637
<b>Bajas Activo no corriente mantenido para la venta</b>					-38.877	-25.849	-31.123

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas del grupo Pescanova

Viendo los resultados de la Tabla 16, observamos lo siguiente:

A partir del año 2008 se intensifica la venta de activos. Las bajas de activos no corrientes mantenidos para la venta son muy significativos. En la nota correspondiente de la memoria, la compañía lo justifica argumentando que se trataban de ventas de actividades interrumpidas correspondientes a actividades pesqueras con artes de pesca experimentales en caladeros poco explorados. No obstante, en todos los casos, la compañía indicaba que los barcos estaban todos ellos en activo y que se estimaba que serían vendidos y sustituidos por otros más especializados y que se estimaba también que su precio de venta neto sería igual o superior al actual. Con la información proporcionada en la memoria hemos realizado una estimación de la capacidad respecto a los barcos en activo.

**Tabla 17. Estimación de capacidad de Pescanova**

	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Activos mantenidos para la venta</b>	5	12	8	6	5
<b>Total barcos</b>	130	125	119	no proporciona	no proporciona
<b>Valoración</b>	33.459	41.600	38.000	32.000	28.000
<b>Toneladas pesca</b>	120.000	120.000	120.000	100.000	100.000
<b>Total flota en informe de gestión</b>	no proporciona	no proporciona	más de 100	cerca de 100	no proporciona

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas del grupo Pescanova

Si lo que decía la empresa era cierto, y los barcos vendidos iban a ser sustituidos, la capacidad de la compañía en cuanto a la flota debería haberse mantenido constante o incluso debería haber aumentado, consistente con el aumento de ingresos. No obstante, observamos que la compañía pasa de 130 barcos en 2007 a “cerca de 100” en 2010. De la misma forma, las toneladas de pesca pasan de más de 120.000 en 2007 a más de 100.000 en 2011.

La empresa siempre vendió activos con beneficio, aunque éste cada vez fue inferior. Ello nos parece consistente con:

- (1) La manipulación del resultado contable al alza mediante la venta de activos o bien,
- (2) Podría ser indicador de una necesidad de obtención de caja mediante la venta de activos, más importante en los años 2005 y 2008-2010. (Brown et al., 1994)

### 5.5.2.3. Otros resultados que no generan movimiento de fondos y resultado de operaciones interrumpidas.

Los resultados que no generan movimiento de fondos, según la información contenida en la memoria, corresponden principalmente a los ajustes por subvenciones, dotaciones por deterioro de activos, resultado de sociedades por el método de participación y cobros de dividendos. La empresa no proporciona más datos al respecto, por lo que resulta muy difícil realizar un análisis de este apartado.

### 5.5.2.4. Variación del capital corriente

En los ejercicios 2009-2010 y 2011 observamos que la diferencia entre la CGO y el beneficio es máxima. Ello se debe principalmente a la variación del capital corriente, que no deja de ser muy negativo en estos tres ejercicios. Durante estos ejercicios, el crecimiento del grupo fue de 9,6% 6,2% y 6,7% respectivamente. Para analizar en más profundidad este caso, nos centramos en los ajustes por variación del capital corriente en estos ejercicios.

**Tabla 18. Detalle variación del capital corriente años 2007-2011**

	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Variación existencias<sup>18</sup></b>	<b>24.076</b>	<b>75.286</b>	-2.707	<b>79.395</b>	<b>98.197</b>
<b>Variación deudores</b>	-6.849	<b>49.709</b>	-8.444	17.760	-2.928
<b>Variación otros activos</b>	6.047	-8.681	11.414	-2.900	-1.294
<b>Variación cuentas a pagar</b>	<b>83.190</b>	<b>98.401</b>	<b>-52.263</b>	<b>44.631</b>	<b>-107.966</b>
<b>Otras variaciones<sup>19</sup></b>	2	-7.084	-1.453	-4	9.724
<b>Variación activo/Pasivo corriente operativo</b>	59.918	-24.997	-53.979	-49.628	-192.217

Fuente: Elaboración propia a partir de los estados financieros de Pescanova

Las variaciones más significativas y que explican, en su casi totalidad la variación del capital corriente, se han resaltado en negrita. Para poder ver en detalle cuál ha sido la causa de estas variaciones, las analizaremos teniendo en cuenta toda la información de la que disponemos en la memoria.

### Variación de existencias

**Tabla 19. Detalle existencias años 2007-2011. Datos en miles de euros.**

	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Existencias comerciales</b>	158.397	174.973	157.197	162.722	164.454
<b>Materias primas y otros</b>	125.143	134.532	105.775	125.238	135.627
<b>Productos en curso</b>	74.748	104.637	141.501	219.160	268.938
<b>Producto terminado</b>	31.919	39.481	35.323	39.083	62.161
<b>Subproductos y anticipos</b>	37.430	48.653	59.796	33.309	46.824
<b>Provisiones</b>	-1.003	-356	-379	-904	-1.199

<sup>18</sup> Se han respetado los signos de la variación, que no coinciden, en el caso del activo, con el signo que debe aplicarse para calcular cómo afecta la variación al capital corriente. Así, un signo positivo en una variación de activo corriente implica que este activo ha aumentado, pero para calcular cómo afecta esta variación al capital corriente en la CGO hay que considerarlas con signo negativo.

<sup>19</sup> Los importes de esta fila corresponden a la diferencia entre las variaciones según el balance y las reportadas por la compañía en el EFE.

<b>Total</b>	426.634	501.920	499.213	578.608	676.805
<b>Activos biológicos incluidos en P. En curso</b>	73.154	93.870	113.986	182.596	259.708
<b>Producción acuicultura</b>	65.000 Tn	65.000 Tn	67.000 Tn	65.000 Tn	No informa

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Pescanova

Es especialmente significativo el aumento de los productos en curso que corresponden en su práctica totalidad a los activos biológicos. En estos cinco años analizados, éstos han pasado de 73.154 miles de euros a 259.708 miles. Los activos biológicos corresponden a tres tipos de especies principalmente, rodaballo (en España y Portugal), Salmón en Chile, Langostino en Centroamérica y Tilapia en Brasil. El rodaballo tiene un ciclo largo de producción, entre 600 y 800 días (20-26 meses) desde que nace hasta que se considera apto para su comercialización, cuando alcanza un peso entre 700 gr. y 2 Kg, aunque puede haber ejemplares que alcancen los 4 kg destinados especialmente a la restauración; el salmón es también de ciclo de vida largo; el langostino y la tilapia son de ciclo de vida corto, entre 3 y 5 meses el primero y entre 6 y 9 la segunda.

Es de esperar entonces, que los activos biológicos estén compuestos principalmente por las especies de ciclo de vida más largo, es decir rodaballo y salmón.

En junio del 2009 se puso en marcha la planta de cría y engorde de Rodaballo en la localidad de Mira (Portugal). Sin tener en cuenta lo que sabemos con posterioridad que sucedió en esta planta<sup>20</sup>, deberíamos esperar un aumento considerable de activos biológicos a partir de este año, 2009, pero no anteriormente, cuando la compañía informaba que la producción en acuicultura se había mantenido estable en 65.000 Tn.

<sup>20</sup> Según el informe forense de KPMG la empresa sufrió dos siniestros en los años 2011 y 2012. No obstante, la empresa reconoció un ingreso de 12 millones de euros en 2011 y 37 millones en 2012, dado que consideraban que las pérdidas estaban cubiertas por el seguro. Según noticias aparecidas en prensa, como El País de 14 de abril de 2013, estas pérdidas podrían llegar a 70 millones de euros.

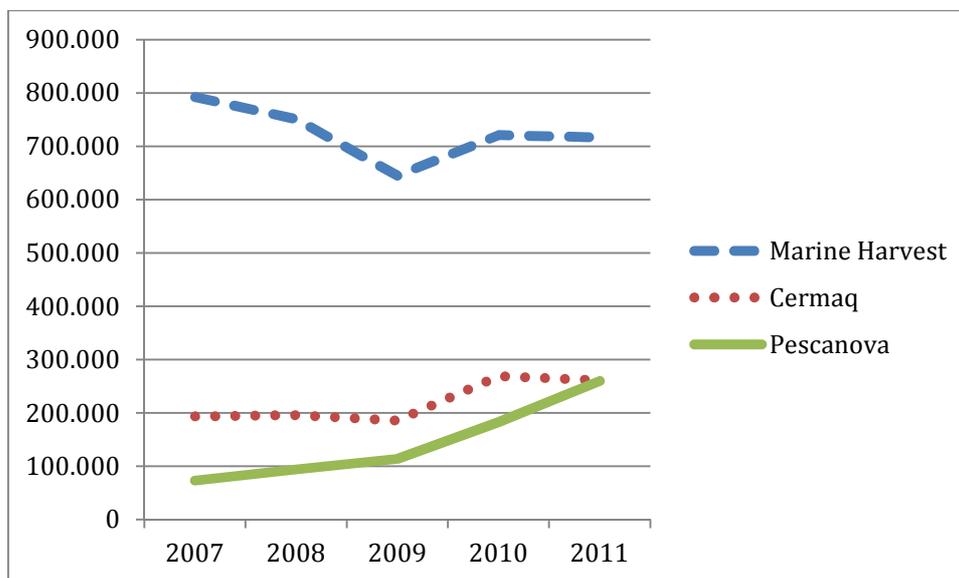
Si bien un aumento de existencias de activos biológicos puede tener sentido con la estrategia de la compañía en aquel momento que era la de aumentar la proporción de los ingresos provenientes de la acuicultura respecto la pesca extractiva<sup>21</sup>, no ofrece ninguna explicación del aumento desmesurado de estas existencias ni el detalle de su composición por especies o por área geográfica.

Si bien este aspecto no es indicativo de ninguna práctica irregular, si representa un signo de alarma y más cuando no va acompañado de un aumento de la producción en acuicultura según se detalla en el informe de gestión consolidado, que debería al menos mencionarse.

En este apartado no nos parece necesario examinar las cuentas anuales individuales de Pescanova, S.A., ya que éstas únicamente contienen existencias comerciales y su variación de un ejercicio a otro no es significativa. No obstante, sí nos parece apropiado comparar las existencias de activos biológicos con otras empresas del sector parecidas, Marine Harvest y Cermaq, ambas con intereses en acuicultura de salmónidos en Chile.

---

<sup>21</sup> El 6 de marzo de 2001, Pescanova comunicó a la CNMV su intención de que la facturación por acuicultura pasara del 10% de aquel momento al 50% en un plazo de 5 años

**Figura 11. Evolución activos biológicos Pescanova, Marine Harvest y Cermaq.**

Fuente: Cuentas anuales compañías. Importes en miles de euros. El tipo de cambio aplicado a los datos de Marine Harvest y Cermaq es el de cierre de cada ejercicio.

Ambas compañías presentan una evolución muy parecida en cuanto a los activos biológicos, con una caída muy significativa de éstos en el año 2009. En Pescanova, en cambio, a partir del 2009 se dispara el importe de sus activos biológicos hasta prácticamente triplicarlo.

En el año 2008, se produjo una infección por el virus ISA en las piscifactorías de toda el área atlántica de Chile. El informe anual de Cermaq, una de las empresas que hemos utilizado como benchmarking en la estructura empresarial, abrió el informe financiero de 2008 con una carta del CEO titulado “A painful year”. La compañía explicaba que la causa principal era que una enfermedad infecciosa (Infectious Salmon Anaemia, ISA) que causa una inmensa mortalidad y reduce el crecimiento del salmón había afectado a todas las regiones de acuicultura de Chile. Como consecuencia de la pérdida de salmón en crecimiento, las pérdidas de su filial chilena ascendían a 332 millones de coronas noruegas (35 millones de euros), comparadas con un beneficio de 552 millones dos años atrás.

Por su parte, Marine Harvest informaba en el reporte anual del mismo año 2008, que debido a las pérdidas por el virus ISA en Chile habían procedido a dotar un deterioro por la totalidad del valor fondo de comercio de la filial chilena, de importe 1,5 billones de coronas suecas (158 millones de euros), lo que en parte había provocado que el grupo en su conjunto tuviera unas pérdidas de 2.852 millones de coronas suecas.

Pescanova, por su parte, en la memoria correspondiente al mismo ejercicio 2008, en el apartado de activos biológicos (nota 12 de la memoria) decía: “No se ha generado ganancia ni pérdida alguna por el reconocimiento inicial de activos biológicos, así como por los cambios en el valor razonable menos los costes estimados en el punto de venta”. Según una noticia aparecida en Mercopress<sup>22</sup>, el 18 de noviembre de 2008, se había detectado el virus en una de las granjas de salmón pertenecientes a Pesca Chile, una de las filiales de Pescanova en Chile. Según esta noticia, la compañía, a pesar de que los test habían dado positivos pero los peces no mostraban signos de la enfermedad, había accedido a sacrificar 300.000 crías de salmón.

Podemos concluir de este análisis que hubo un aumento desmesurado de las existencias de producto en curso debido al aumento de los activos biológicos principalmente. Por el ciclo de vida de los activos biológicos de que disponía la compañía, éstos debían de ser principalmente rodaballo y salmón. En ambos casos, hubo situaciones excepcionales que no fueron informadas en la memoria de la compañía.

---

<sup>22</sup> Mercopress es una agencia independiente de noticias relativas a Mercosur. <http://en.mercopress.com>

Variación deudores y acreedores

La compañía ofrece poco detalle sobre estas partidas, tanto en el balance individual como en el consolidado. El detalle que hemos podido elaborar a partir de las cuentas de la compañía es el siguiente.

**Tabla 20. Detalle variación cuentas a cobrar y a pagar. Cuentas consolidadas**

	2007	2008	Variación	2009	Variación	2010	Variación	2011	Variación
<b>Deudores comerciales</b>	122.300	129.800	7.500	158.500	28.700	186.300	27.800	179.200	-7.100
<b>Otras cuentas a cobrar</b>	80.800	123.100	42.300	85.900	-37.200	75.900	-10.000	80.100	4.200
<b>Acreedores comerciales</b>	515.300	570.300	55.000	559.100	-11.200	596.400	37.300	487.200	-109.200
<b>Otras cuentas a pagar</b>	121.300	164.700	43.400	123.700	-41.000	131.000	7.300	132.300	1.300

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Pescanova

Este detalle no nos ofrece ninguna información que pueda indicar indicio de manipulación. No consideramos que haya ningún parámetro en el que debamos profundizar.

**Tabla 21 Detalle variación cuentas a cobrar y a pagar. Cuentas individuales**

	2007	2008	Variación	2009	Variación	2010	Variación	2011	Variación
<b>Cientes</b>	6.142	5.565	<b>-577</b>	28.716	<b>23.151</b>	20.864	<b>-7.852</b>	24.933	<b>4.069</b>
<b>Cientes grupo</b>	137.590	159.055	<b>21.465</b>	199.143	<b>40.088</b>	270.668	<b>71.525</b>	457.484	<b>186.816</b>
<b>Otros deudores</b>	1.978	492	<b>-1.486</b>	761	<b>269</b>	632	<b>-129</b>	892	<b>260</b>
<b>Créditos a emp. grupo cp</b>	4.106	9.562	<b>5.456</b>	28.295	<b>18.733</b>	33.569	<b>5.274</b>	34.046	<b>477</b>
<b>Otros créditos</b>	5.824	4.061	<b>-1.763</b>	2.054	<b>-2.007</b>	1.246	<b>-808</b>	1.458	<b>212</b>
<b>Acreedores comerciales</b>	22.577	20.056	<b>-2.521</b>	24.754	<b>4.698</b>	23.033	<b>-1.721</b>	22.484	<b>-549</b>
<b>Deudas emp grupo cp</b>	3.449	1.454	<b>-1.995</b>	1.726	<b>272</b>	1.478	<b>-248</b>	2.015	<b>537</b>
<b>Periodificaciones</b>	3.869	1.432	<b>-2.437</b>	525	<b>-907</b>	25	<b>-500</b>	6.533	<b>6.508</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Pescanova

En este caso, tampoco hay mucho excepto por los clientes del grupo, que aumentan cada vez más, pero en el consolidado no aparecen debido a la eliminación de los saldos de las sociedades consolidadas por el método de consolidación global.

**Tabla 22. Detalle clientes grupo y operaciones venta con partes vinculadas. Cuentas individuales**

	2007	2008	Variación	2009	Variación	2010	Variación	2011	Variación
<b>Clientes grupo</b>	<b>137.590</b>	<b>159.055</b>	21.465	<b>199.143</b>	40.088	<b>270.668</b>	71.525	<b>457.484</b>	186.816
<b>Ventas al grupo</b>	103.088	104.844	1.756	82.634	-22.210	86.949	4.315	76.380	-10.569
<b>Servicios prestados</b>	9.482	6.375	-3.107	8.298	1.923	3.100	-5.198	3.248	148
<b>Intereses cargados</b>	10.481	13.942	3.461	14.565	623	15.875	1.310	10.176	-5.699
<b>Total ventas al grupo</b>	123.051	125.161		105.497		105.924		89.804	

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales de Pescanova

En este detalle de las cuentas individuales del Pescanova llama especialmente la atención que el aumento en el último año de la cuenta de clientes grupo es superior a las operaciones de venta y prestaciones de servicios con el grupo informadas en la memoria. No obstante, es destacable el aumento desproporcionado del saldo e clientes del grupo respecto a las operaciones de venta informadas en la memoria con partes vinculadas. Dado que no disponemos más datos para analizar, no podemos profundizar en este aspecto, si bien nos parece, como mínimo una situación mencionable.

En este apartado hemos realizado un estudio exhaustivo de los principales ajustes al resultado para la obtención de la caja generada por las operaciones. De entre lo observado, destacamos lo siguiente:

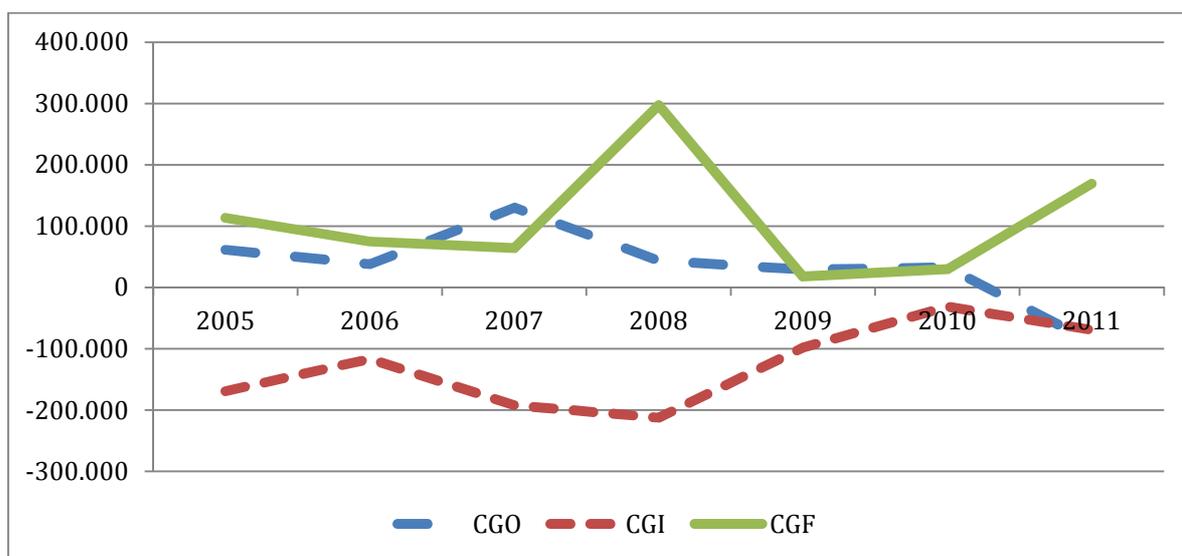
- Las **amortizaciones** sufrieron variaciones en los porcentajes en los primeros años de estudio, desde el 1997 hasta el 2004, indicando que se aumentaban o disminuían y ello se revertía en los ejercicios posteriores.
- A partir del 2005, estas **amortizaciones** se mantienen estables pero analizando los coeficientes máximos y mínimos proporcionados en la memoria, siempre están por debajo del mínimo y esta diferencia se agudiza cada año hasta el 2011.
- La compañía, en los años objeto de estudio siempre ofreció **venta de activos** con beneficio aunque este fue disminuyendo a lo largo de los años. Estas ventas de activos procedían principalmente de flota que la compañía argumentaba se iba a sustituir por otra más moderna. Sin embargo, esto no se produjo sino que además la capacidad de la compañía en cuanto a su flota pasó de 130 barcos en el año 2007 a cerca de 100 en el 2010. En el 2011 dejó de proporcionar esta información.
- En cuanto a la variación del capital corriente, la variación más significativa durante estos años fue la de los activos biológicos que pasó de 73.154 miles de euros en el año 2007 a 259.708 miles en el 2011. Este aumento fue debido a las nuevas plantas de acuicultura, si bien la empresa no informó de dos siniestros importante que tuvieron lugar en Chile y en Portugal y que presumiblemente disminuyeron estos activos sin que fuera reconocida la pérdida.

### 5.5.3. Análisis comparativo componentes EFE, CGO, CGI y CGF

Para que la empresa sea viable, una CGO negativa debe compensarse con CGI y/o CGF positivas, aunque esta situación no puede ser sostenible en el tiempo. Por ello, compararemos, los distintos componentes del EFE, para comprobar de dónde obtenía financiación la compañía.

En el siguiente gráfico observamos los tres componentes del EFE por separado, para comprobar qué estaba produciendo la necesidad de financiación y cómo se estaban financiando.

**Figura 12. Comparación CGO, CGI, CGF. Datos consolidados**

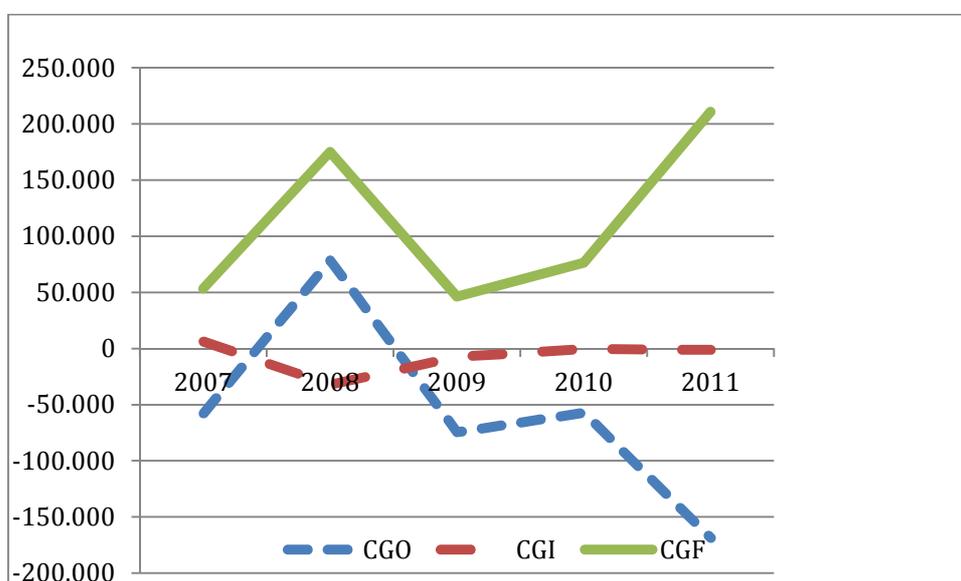


Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales consolidadas de Pescanova

La comparación de los tres componentes del EFE, nos da una indicación de la situación de caja del grupo. Viendo el gráfico anterior, podemos inducir que el grupo acometió fuertes inversiones desde el ejercicio 2005 al 2011 (CGI muy negativa). Desde los ejercicios 2005 al 2007, parece que existe un cierto equilibrio en la

financiación de dichas inversiones mediante la caja obtenida por el propio negocio (CGO) y la financiación externa (CGF). Pero a partir del 2008, este equilibrio se rompe, la caja generada por el propio negocio no hace más que disminuir y la empresa debe financiar las inversiones, con mucha más financiación externa que interna. En el ejercicio 2011, en el que la CGO del grupo comienza a ser negativa, las inversiones se estancan y la CGF se dispara. Ello es indicador de que el grupo debe financiar mediante financiación externa, no sólo las inversiones sino el propio negocio.

**Figura 13. Comparación CGO, CGI, CGO. Datos individuales**



Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales individuales de Pescanova

En los datos individuales, la tendencia descrita anteriormente es todavía mayor. La caja generada por el propio negocio (CGO) es negativa desde el 2007, aunque en el 2008 es positiva, tres años antes que el negocio del grupo. Es de destacar que la CGO sea positiva en el año 2008, por lo que hemos profundizado en este ejercicio para tratar de averiguar el motivo. El cambio de signo de la CGO en este ejercicio se debe al aumento en el saldo de acreedores y otras cuentas a pagar de 96.866 miles de euros. No existe tal aumento en este epígrafe del balance, sino en la deuda con entidades de

crédito a corto plazo. La única explicación es que la compañía clasificó deuda bancaria a corto plazo como aumento de pasivo corriente y no como aumento de CGF.

Las inversiones en este caso son prácticamente nulas, ya que la empresa matriz era puramente comercial y las inversiones importantes se acometían desde las filiales que poseían los activos, principalmente las que se dedicaban a la acuicultura. No obstante, la CGF sigue siendo muy elevada y en alza desde el año 2009.

Respecto al modelo de Dickinson (2011), según el signo de los distintos componentes del EFE sería como sigue:

**Tabla 23. Patrón ciclo de vida de la empresa en base a los componentes EFE. Datos consolidados**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>CGO</b>	+	+	+	+	+	+	-
<b>CGI</b>	-	-	-	-	-	-	-
<b>CGF</b>	+	+	+	+	+	+	+

Fuente: Elaboración propia siguiendo el modelo Dickinson (2011)

**Tabla 24. Patrón ciclo de vida de la empresa en base a los componentes EFE. Datos individuales**

	2007	2008	2009	2010	2011
<b>CGO</b>	-	+	-	-	-
<b>CGI<sup>23</sup></b>	+	-	-	-/0	-/0
<b>CGF</b>	+	+	+	+	+

Fuente: Elaboración propia siguiendo el modelo Dickinson (2011)

<sup>23</sup> En los años 2010 y 2011 la CGI, aunque negativa corresponde a (108) y (1.123) miles de euros lo cual la equipara a prácticamente cero

Siguiendo el modelo de Dickinson (2011), los datos consolidados corresponden a una empresa en crecimiento, excepto en el 2011, donde al volverse negativa la CGO corresponderían a una empresa en fase de introducción, que no se corresponde con la realidad. En cambio, en los datos individuales, no observamos un patrón homogéneo según este modelo, excepto en los dos últimos dos años que se corresponden a una empresa en declive, si consideramos el importe muy poco significativo de la CGI en relación al volumen de la compañía.

De la información contrastada en este apartado podemos concluir:

- El grupo acometió fuertes inversiones desde el año 2005 que fueron financiados principalmente a base de deuda externa, ya que las operaciones nunca fueron una fuente primaria de financiación.
- La situación se agravó a partir del 2011, donde la CGO del grupo comenzó a ser negativa, lo cual obligaba a financiar no sólo las grandes inversiones sino el propio negocio del grupo.
- En los estados individuales, esta situación se agrava todavía más, ya que la CGO es negativa desde mucho antes que el grupo, lo que nos indica que el propio negocio de la empresa matriz era consumidor en vez de generador de caja. Por ello, la CGF de la empresa matriz era desproporcionadamente positiva, ya que debía financiar las inversiones del grupo mediante ampliaciones de capital y emisiones de deuda a la vez que su propio negocio.
- Respecto al patrón de ciclo de vida de Dickinson (2011), el grupo seguía claramente un patrón de empresa en crecimiento hasta el año 2011, donde este

patrón se invierte y pasa a mostrar un comportamiento de empresa en introducción, que sabemos no es cierto. Los datos individuales no siguen el patrón descrito excepto en los dos últimos años donde se muestra como una empresa en declive.

## Capítulo 6. Conclusiones

## 6.1. Conclusiones del estudio realizado

Las principales conclusiones de este estudio han sido expuestas en detalle a lo largo de cada capítulo. No obstante, señalamos las que consideramos más significativas.

- En los últimos años, los escándalos contables han despertado un gran interés entre académicos y profesionales debido a la sorpresa generalizada en el momento de su descubrimiento y a la imposibilidad de mercados y analistas de preverlos. Debido a todo ello, existe un creciente interés en el mundo académico en que se amplíen los métodos de investigación en contabilidad para tratar de mejorar los modelos de investigación así como su interacción con el complejo entorno en el que se encuentra una empresa.
- Este trabajo de investigación surge de esta necesidad de incorporar nuevos métodos de investigación como es el estudio de casos con la intención de intentar entender mejor qué variables pueden ayudarnos mejor a anticipar un comportamiento irregular de una empresa en sus estados financieros.
- Para este estudio, hemos considerado que el entorno en el que se encuentra una empresa, especialmente en lo referente a su gobierno corporativo ofrece ciertas oportunidades de manipulación, lo cual ha venido a confirmar parte de la teoría ya existente. De la misma manera, una serie de eventos concretos como una ampliación de capital o una emisión de deuda proporcionan los incentivos a la manipulación.

- El Estado de Flujos de Efectivo nos proporciona información sobre la variación de la tesorería en una empresa, es decir de dónde obtiene la empresa esta caja y dónde la emplea para la consecución de sus objetivos y la realización de sus actividades, por lo que a priori, la caja es mucho más difícil de manipular que los devengos a no ser que se haga mediante manipulación real del resultado.
- El estudio en profundidad del Estado de Flujos de Efectivo nos puede proporcionar indicios de manipulación pero éstos en ningún caso resultan concluyentes. Pero el estudio conjunto de estos indicios con otras variables cualitativas obtenidas de los informes propios de la compañía como sus cuentas anuales o sus informes corporativos nos ayudan a acotar estos indicios y relacionarlos con otras variables de tipo cualitativo que nos proporcionan información adicional sobre el tipo de manipulación o las variables manipuladas.
- Es difícil que una empresa cometa fraude directamente, a pesar de una mala marcha del negocio, especialmente en el caso de empresas que llevan muchos años y no siempre el negocio fue mal. Hemos observado indicios de manipulación, probablemente legal, en los primeros años objeto de estudio.
- No existe una única forma de manipulación ni un único motivo. Suele ser una acumulación de circunstancias, las que provocan que una empresa manipule sus estados financieros para ofrecer una imagen de la marcha del negocio que nos corresponde con la real.
- En nuestra investigación, hemos tenido la posibilidad de testar teoría previa con el estudio de un caso en profundidad, con resultados positivos. Sería deseable y

recomendable que, en el futuro, exista una mayor coordinación del mundo académico y profesional, ya que muchas de las circunstancias presentes en este caso objeto de estudio ya habían sido apuntadas en la literatura existente en materia de manipulación contable.

## 6.2 Limitaciones del estudio

Una limitación típica del estudio de casos es la debilidad en que los resultados y conclusiones de la investigación sean generalizables ya que son producto del estudio de un caso en particular. No obstante, como hemos apuntado en capítulos anteriores, los estudios de casos permiten profundizar en la investigación, el estudio de un fenómeno en su contexto y testar conclusiones de investigaciones previas en investigación cuantitativa, lo que posibilita una mayor comprensión del fenómeno analizado.

Otra limitación es que hemos acotado tanto el entorno de la empresa como el análisis de variables a unos parámetros concretos, una descripción del entorno y el estado de flujos de efectivo. No hemos tenido en cuenta otras variables que podrían ser también de utilidad en la explicación de ciertos comportamientos

Además, nos hemos basado estrictamente en información pública. Por ello, no hemos obtenido información confidencial de la compañía, ni se ha entrevistado a los directivos ni a los auditores, al estar todo el proceso bajo investigación judicial.

### 6.3. Líneas futuras de investigación

A pesar de las limitaciones, los resultados de esta investigación indican que el estudio de casos puede ser de utilidad para obtener un conocimiento profundo de un fenómeno en su propio contexto. Como continuación a nuestro estudio proponemos las siguientes líneas futuras de investigación:

Aplicar el estudio a nuevos casos. En primer lugar, a empresas que hayan sido noticia por haber manipulado sus estados financieros. Posteriormente, a otras empresas que no sean sospechosas de manipulación a efectos de comprobar el modelo descrito.

**Ampliar el estudio de las variables no financieras.** Existen muchas variables tales como capacidad, promedio empleados, estructura geográfica que nos pueden proporcionar mucha información sobre una empresa especialmente si las comparamos con medias del sector o empresas parecidas.

**El estudio de una variable concreta,** como ha sido el caso de las amortizaciones en esta investigación, proporciona información acerca de la manipulación de devengos. Existe poca investigación acerca de cómo una variable concreta manipulada varía a lo largo del tiempo a medida que las técnicas de manipulación cambian.

**Profundizar en la calidad de la información** que las empresas ofrecen en sus cuentas anuales, cambios en la información proporcionada y omisión o inclusión de información de un año a otro. Las empresas, de la misma manera que eligen una política contable u otra, tienen la capacidad de elegir qué cantidad de información no

financiera proporcionan, es decir cuál es el grado de transparencia que desean en sus informes financieros.

## Capítulo 7. Bibliografía

ABARBANELL, J. y LEHAVY, R., 2003. Can Stock Recommendations Predict Earnings Management and Analysts' Earnings Forecast Errors? *Journal of Accounting Research*, **41**(1), pp. 1-31.

AHARONY, J., LIN, C. y LOEB, M.P., 1993. Initial Public Offerings, Accounting Choices, and Earnings Management. *Contemporary Accounting Research*, **10**(1), pp. 61-81.

ALDAMA, I., 2003. Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas. *Madrid: CNMV*, .

AMAT SALAS, O. y BLAKE, J., 2000. Contabilidad creativa. *Gestión*, **2**.

AMERICAN ACCOUNTING ASSOCIATION. COMMITTEE TO PREPARE A STATEMENT OF BASIC ACCOUNTING THEORY, 1966. *A statement of basic accounting theory*. American accounting association.

ARNOLD, B. y LANGE, P.D., 2004. Enron: an examination of agency problems. *Critical Perspectives on Accounting*, **15**(6), pp. 751-765.

ARTHUR, N., CHENG, M. y CZERNKOWSKI, R., 2010. Cash flow disaggregation and the prediction of future earnings. *Accounting & Finance*, **50**(1), pp. 1-30.

ARTHUR, N. y CHUANG, G.C., 2006. IAS 7 alternative methods of disclosing cash flow from operations: evidence on the usefulness of direct method cash flow disclosures. *The University of Sydney*, .

BABER, W.R., SOK-HYON KANG y LI, Y., 2011. Modeling Discretionary Accrual Reversal and the Balance Sheet as an Earnings Management Constraint. *Accounting Review*, **86**(4), pp. 1189-1212.

BAHNSON, P.R., MILLER, P.B. y BUDGE, B.P., 1996. Nonarticulation in cash flow statements and implications for education, research and practice. *Accounting Horizons*, **10**, pp. 1-15.

BAKER, C.R. y HAYES, R., 2004. Reflecting form over substance: the case of Enron Corp. *Critical Perspectives on Accounting*, **15**(6), pp. 767-785.

BALL, R. y BROWN, P., 1968. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, **6**(2), pp. 159-178.

BARNEA, A., RONEN, J. y SADAN, S., 1976. Classificatory Smoothing of Income with Extraordinary Items. *Accounting Review*, **51**(1), pp. 110.

BARNES, P., 2011. *Minsky's financial instability hypothesis, accounting information and the 2007-9 financial crisis in the UK and US*.

BARTOV, E., 1993. The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation. *Accounting Review*, **68**(4), pp. 840-855.

BEASLEY, M.S., 1996. An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. *Accounting Review*, **71**(4), pp. 443-465.

BEATTIE, V., MCINNES, B. y FEARNLEY, S., 2004. A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive

profile and metrics for disclosure quality attributes. *Accounting Forum*, **28**(3), pp. 205-236.

BEAVER, W.H., 1968. The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, **6**(3), pp. 67-92.

BECKER, C.L., DEFOND, M.L., JIAMBALVO, J. y SUBRAMANYAM, K.R., 1998. The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research*, **15**.

BEIDLEMAN, C.R., 1973. Income smoothing: The role of management. *Accounting Review*, , pp. 653-667.

BENEISH, M.D., 1999. Incentives and penalties related to earnings overstatements that violate GAAP. *The Accounting Review*, **74**(4), pp. 425-457.

BENEISH, M.D., LEE, C.M.C. y NICHOLS, D.C., 2013. Earnings Manipulation and Expected Returns. *Financial Analysts Journal*, **69**(2), pp. 57-82.

BENEISH, M.D., PRESS, E. y VARGUS, M.E., 2012. Insider Trading and Earnings Management in Distressed Firms. *Contemporary Accounting Research*, **29**(1), pp. 191-220.

BERTRAND, M. y SCHOAR, A., 2003. Managing with Style: the Effect of Managers on Firm Policies. *Quarterly Journal of Economics*, **118**(4), pp. 1169-1208.

BONACHE, J., 1998. Los estudios de casos como estrategia de investigación: Características, críticas y defensas.

BORITZ, J.E., KOCHETOVA-KOZLOSKI, N. y ROBINSON, L., 2015. Are Fraud Specialists Relatively More Effective than Auditors at Modifying Audit Programs in the Presence of Fraud Risk? *Accounting Review*, **90**(3), pp. 881-915.

BRADBURY, M., 2011. Direct or indirect cash flow statements? *Australian Accounting Review*, **21**(2), pp. 124-130.

BRAZEL, J.F., JONES, K.L. y ZIMBELMAN, M.F., 2009. Using Nonfinancial Measures to Assess Fraud Risk. *Journal of Accounting Research*, **47**(5), pp. 1135-1166.

BRETON, G. y STOLOWY, H., 2000. A Framework for the classification of accounts manipulations. *HEC Accounting & Management Control Working Paper*, (708),.

BROWN, D.T., JAMES, C.M. y MOORADIAN, R.M., 1994. Asset sales by financially distressed firms. *Journal of Corporate finance*, **1**(2), pp. 233-257.

BROWN, L.D. y CAYLOR, M.L., 2005. A temporal analysis of quarterly earnings thresholds: Propensities and valuation consequences. *The Accounting Review*, **80**(2), pp. 423-440.

BURGSTHALER, D.C. y EAMES, M.J., 2003. Earnings Management to Avoid Losses and Earnings Decrease: Are Analysts Fooled? *Contemporary Accounting Research*, **20**(2), pp. 253-294.

BURGSTAHLER, D. y DICHEV, I., 1997. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting & Economics*, **24**(1), pp. 99.

BUSHMAN, R.M., PIOTROSKI, J.D. y SMITH, A.J., 2004. What Determines Corporate Transparency? *Journal of Accounting Research*, **42**(2), pp. 207-252.

CALLEN, J.L., KHAN, M. y LU, H., 2013. Accounting Quality, Stock Price Delay, and Future Stock Returns\* Accounting Quality, Stock Price Delay, and Future Stock Returns. *Contemporary Accounting Research*, **30**(1), pp. 269-295.

CECCHINI, M., JACKSON, S. y LIU, X., 2012. Do initial public offering firms manage accruals? Evidence from individual accounts. *Review of Accounting Studies*, **17**(1), pp. 22-40.

CERMAQ. Annual Report años 2005 a 2011 disponibles en <http://www.cermaq.com/wps/wcm/connect/cermaq/about-us/article-annual-reports/>

CHEN, J.J., CHENG, P. y XIAO, X., 2011. Related party transactions as a source of earnings management. *Applied Financial Economics*, **21**(3), pp. 165-181.

CHEN, S., WANG, Y. y ZHAO, Z., 2009. Regulatory Incentives for Earnings Management through Asset Impairment Reversals in China. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, **24**(4), pp. 589-620.

CLUNE, R., HERMANSON, D.R., TOMPKINS, J.G. y YE, Z., 2014. The Nominating Committee Process: A Qualitative Examination of Board Independence and Formalization. *Contemporary Accounting Research*, **31**(3), pp. 748-786.

CÓDIGO, D.B.G., 1998. El gobierno de las sociedades cotizadas.

COOPER, D.J. y MORGAN, W., 2008. Case Study Research in Accounting. *Accounting Horizons*, **22**(2), pp. 159-178.

COPELAND, R.M., 1968. Income Smoothing. *Journal of Accounting Research*, **6**(3), pp. 101-116.

CRESSEY, D.R., 1953. Other people's money; a study of the social psychology of embezzlement. .

DEANGELO, L.E., 1986. Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders. *Accounting Review*, **61**(3), pp. 400.

DECHOW, P.M., HUTTON, A.P., KIM, J.H. y SLOAN, R.G., 2012. Detecting Earnings Management: A New Approach. *Journal of Accounting Research*, **50**(2), pp. 275-334.

DECHOW, P.M. y SKINNER, D.J., 2000. Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators. *Accounting Horizons*, **14**(2), pp. 235-250.

DECHOW, P.M. y SLOAN, R.G., 1995. Detecting Earnings Management. *Accounting Review*, **70**(2), pp. 193-225.

DECHOW, P.M., SLOAN, R.G. y SWEENEY, A.P., 1996. Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, **13**(1), pp. 1-36.

DEFOND, M.L. y HUNG, M., 2003. An empirical analysis of analysts' cash flow forecasts. *Journal of Accounting and Economics*, **35**(1), pp. 73-100.

DEGEORGE, F., PATEL, J. y ZECKHAUSER, R., 1999. Earnings management to exceed thresholds\*. *The Journal of Business*, **72**(1), pp. 1-33.

DICKINSON, V., 2011. Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review*, **86**(6), pp. 1969-1994.

DORMINEY, J., FLEMING, A.S., KRANACHER, M. y RILEY JR., R.A., 2012. The Evolution of Fraud Theory. *Issues in Accounting Education*, **27**(2), pp. 555-579.

DOWDS, J., SALAS, J.O.A. y BLAKE, J., 1996. El estado de flujos de tesorería: experiencias internacionales. *Revista española de financiación y contabilidad*, (88), pp. 609-631.

DYCKMAN, T.R. y ZEFF, S.A., 1984. *Two Decades of the Journal of Accounting Research*. Wiley-Blackwell.

DYE, R.A., 1988. Earnings Management in an Overlapping Generations Model. *Journal of Accounting Research*, **26**(2), pp. 195-235.

DYRENG, S., HANLON, M. y MAYDEW, E., 2012. Where do firms manage earnings? *Review of Accounting Studies*, **17**(3), pp. 649-687.

EFENDI, J., SRIVASTAVA, A. y SWANSON, E.P., 2007. Why do corporate managers misstate financial statements? The role of option compensation and other factors. *Journal of Financial Economics*, **85**(3), pp. 667-708.

EISENHARDT, K.M., 1989. Building Theories from Case Study Research. *Academy of Management Review*, **14**(4), pp. 532-550.

ELVIRA , O. y AMAT, O., 2008. La manipulación contable: tipología y técnicas. *Partida doble*, (203), pp. 48.

EWERT, R. y WAGENHOFER, A., 2005. Economic Effects of Tightening Accounting Standards to Restrict Earnings Management. *Accounting Review*, **80**(4), pp. 1101-1124.

FENG, M., GE, W., LUO, S. y SHEVLIN, T., 2011. Why do CFOs become involved in material accounting manipulations? *Journal of Accounting & Economics*, **51**(1), pp. 21-36.

FIELDS, T.D., LYS, T.Z. y VINCENT, L., 2001. Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, **31**(1-3), pp. 255-307.

GAHLON, J.M. y VIGELAND, R.L., 1988. Early warning signs of bankruptcy using cash flow analysis. *The Journal of Commercial Bank Lending*, **71**, pp. 4-15.

GARCÍA OSMA, B., GILL DE ALBORNOZ NOGUER, BELÉN y GISBERT CLEMENTE, A., 2005. La investigación sobre earnings managements. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, **34**(127), pp. 1001-1033.

GE, W., MATSUMOTO, D. y ZHANG, J.L., 2011. Do CFOs Have Style? An Empirical Investigation of the Effect of Individual CFOs on Accounting Practices. *Contemporary Accounting Research*, **28**(4), pp. 1141-1179.

GEIGER, M.A. y NORTH, D.S., 2006. Does Hiring a New CFO Change Things? An Investigation of Changes in Discretionary Accruals. *Accounting Review*, **81**(4), pp. 781-809.

GEPHART JR., R.P., 2004. *Qualitative Research and the Academy of Management Journal*. Academy of Management.

GOLUB, S.J. y HUFFMAN, H.D., 1984. Cash flow: Why it should be stressed in financial reporting. *Financial Executive*, **52**(2), pp. 34-40.

GUIDRY, F., LEONE, A.J. y ROCK, S., 1999. Earnings-based bonus plans and earnings management by business-unit managers. *Journal of Accounting & Economics*, **26**(1-3), pp. 113-142.

GUL, F.A., JAGGI, B.L. y KRISHNAN, G.V., 2007. Auditor Independence: Evidence on the Joint Effects of Auditor Tenure and Nonaudit Fees. *Auditing*, **26**(2), pp. 117-142.

HARTGRAVES, A.L. y BENSTON, G.J., 2002. The Evolving Accounting Standards for Special Purpose Entities and Consolidations. *Accounting Horizons*, **16**(3), pp. 245-258.

HAW, I., HO, S.S.M. y LI, A.Y., 2011. Corporate Governance and Earnings Management by Classification Shifting. *Contemporary Accounting Research*, **28**(2), pp. 517-553.

HE, L. y YANG, R., 2014. Does Industry Regulation Matter? New Evidence on Audit Committees and Earnings Management. *Journal of Business Ethics*, **123**(4), pp. 573-589.

HEALY, P.M., 1985. The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, **7**(1-3), pp. 85-107.

HEALY, P.M. y WAHLEN, J.M., 1999. A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, **13**(4), pp. 365-383.

HERRMANN, D., INOUE, T. y THOMAS, W.B., 2003. The Sale of Assets to Manage Earnings in Japan. *Journal of Accounting Research*, **41**(1), pp. 89-108.

HEWITT, M., 2009. Improving Investors' Forecast Accuracy when Operating Cash Flows and Accruals Are Differentially Persistent. *Accounting Review*, **84**(6), pp. 1913-1931.

HOGAN, C.E., REZAEE, Z., RILEY, J., RICHARD A. y VELURY, U.K., 2008. Financial Statement Fraud: Insights from the Academic Literature. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, **27**(2), pp. 231-252.

HOLTHAUSEN, R.W., LARCKER, D.F. y SLOAN, R.G., 1995. Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, **19**(1), pp. 29-74.

HOLTHAUSEN, R.W. y LEFTWICH, R.W., 1983. The economic consequences of accounting choice implications of costly contracting and monitoring. *Journal of Accounting and Economics*, **5**(0), pp. 77-117.

HOPWOOD, A.G., 2007. *Whither Accounting Research?* American Accounting Association.

HUNT III, H.G., 1985. Potential Determinants of Corporate Inventory Accounting Decisions. *Journal of Accounting Research*, **23**(2), pp. 448-467.

IFRS. International Financial Reporting Standards. NIC 7. El estado de flujos de efectivo.

JACKSON, S.B. y LIU†, X.(., 2010. The Allowance for Uncollectible Accounts, Conservatism, and Earnings Management. *Journal of Accounting Research*, **48**(3), pp. 565-601.

JACKSON, S.B., LOPEZ, T.J. y REITENGA, A.L., 2008. Accounting fundamentals and CEO bonus compensation. *Journal of Accounting & Public Policy*, **27**(5), pp. 374-393.

JANSEN, I.P., RAMNATH, S. y YOHN, T.L., 2012. A Diagnostic for Earnings Management Using Changes in Asset Turnover and Profit Margin. *Contemporary Accounting Research*, **29**(1), pp. 221-251.

JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H., 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, **3**(4), pp. 305-360.

JONES, J.J., 1991. Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, **29**(2), pp. 193-228.

JORISSEN, A. y OTLEY, D., 2010. The management of accounting numbers: case study evidence from the crash of an airline. *Accounting & Business Research (Wolters Kluwer UK)*, **40**(1), pp. 3-38.

KARPOFF, J.M., LEE, D.S. y MARTIN, G.S., 2008. The Cost to Firms of Cooking the Books. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, **43**(3), pp. 581-611.

KEATING, A.S. y L. ZIMMERMAN, J., 1999. Depreciation-policy changes: tax, earnings management, and investment opportunity incentives. *Journal of Accounting and Economics*, **28**(3), pp. 359-389.

KINNUNEN, J. y KOSKELA, M., 1999. Do cash flows reported by firms articulate with their income statements and balance sheets? Descriptive evidence from Finland. *European Accounting Review*, **8**(4), pp. 631-654.

KOH, K., MATSUMOTO, D.A. y RAJGOPAL, S., 2008. Meeting or Beating Analyst Expectations in the Post-Scyals World: Changes in Stock Market Rewards and Managerial Actions. *Contemporary Accounting Research*, **25**(4), pp. 1067-1098.

KPMG Forensic. Informe de Investigación Forense, Pescanova, S.A. Madrid 1º de julio de 2013

KRISHNAN, G.V., 2003. Does Big 6 Auditor Industry Expertise Constrain Earnings Management? *Accounting Horizons*, **17**, pp. 1-16.

KRISHNAN, G.V. y LARGAY III, J.A., 2000. The predictive ability of direct method cash flow information. *Journal of Business Finance & Accounting*, **27**(1), pp. 215.

LAMBERT, R.A., 1984. Income Smoothing as Rational Equilibrium Behavior. *Accounting Review*, **59**(4), pp. 604.

LARRINAGA, C., 1999. Perspectivas alternativas de investigación en contabilidad: una revisión.

LEE, T.A., INGRAM, R.W. y HOWARD, T.P., 1999. The Difference between Earnings and Operating Cash Flow as an Indicator of Financial Reporting Fraud. *Contemporary Accounting Research*, **16**(4), pp. 749-786.

LENNOX, C. y PITTMAN, J.A., 2010. Big Five Audits and Accounting Fraud. *Contemporary Accounting Research*, **27**(1), pp. 209-247.

LEV, B., 2003. Corporate Earnings: Facts and Fiction. *Journal of Economic Perspectives*, **17**(2), pp. 27.

LEV, B., 2002. Where have all of Enron's intangibles gone? *Journal of Accounting & Public Policy*, **21**(2), pp. 131-135.

LEVITT, A., 1998. The numbers game. *The CPA Journal*, **68**(12), pp. 14-19.

LEY 12/2010, de 30 de junio, por la que se modifica la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, para su adaptación a la normativa comunitaria. BOE nº 159. Madrid, 1 de Julio de 2010 .

LEY 12/2010, de 30 de junio, por la que se modifica la Ley 19/1988, de 12 de julio, de Auditoría de Cuentas, la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas aprobado por el Real Decreto

*Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, para su adaptación a la normativa comunitaria. BOE nº159. Madrid, 1 de julio de 2010 .*

*LEY 22/2003, de 9 de julio, Concursal. BOE nº164. Madrid, 9 de julio de 2003 .*

*LEY 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. BOE nº181. Madrid 29 de julio de 1988 .*

*LEY 38/2011, de 10 de octubre, de reforma de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal. BOE nº245. Madrid 11 de octubre de 2011 .*

*LEY 44/2002, Ley 44/2002 de 22 de noviembre de Medidas de Reforma del Sistema Financiero. BOE nº 281. Madrid, 23 de noviembre de 2002.*

LIU, Y., NING, Y. y DAVIDSON III, W.N., 2010. Earnings Management Surrounding New Debt Issues. *Financial Review*, **45**(3), pp. 659-681.

LONGBOTTOM, D., 2000. Benchmarking in the UK: an empirical study of practitioners and academics. *Benchmarking*, **7**(2), pp. 98-117.

MACDONALD, E., 2007. Show Me The Money. *Forbes*, **179**(12), pp. 196-196.

MALMENDIER, U. y TATE, G., 2005. CEO Overconfidence and Corporate Investment. *Journal of Finance*, **60**(6), pp. 2661-2700.

MALMENDIER, U., TATE, G. y YAN, J., 2011. Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies. *Journal of Finance*, **66**(5), pp. 1687-1733.

MANDE, V., FILE, R.G. y KWAK, W., 2000. Income Smoothing and Discretionary R&D Expenditures of Japanese Firms. *Contemporary Accounting Research*, **17**(2), pp. 263-302.

MARINE HARVEST. Annual Report años 2005 a 2011 disponibles en <http://www.marineharvest.com/investor/annual-reports/>

MARQUARDT, C.A. y WIEDMAN, C.I., 2004. How Are Earnings Managed? An Examination of Specific Accruals. *Contemporary Accounting Research*, **21**(2), pp. 461-491.

MAYORAL, J.A.M., 1998. Un recorrido por la contabilidad positiva. *Revista española de financiación y contabilidad*, (95), pp. 427-467.

MCNICHOLS, M.F., 2000. Research design issues in earnings management studies. *Journal of Accounting & Public Policy*, **19**(4), pp. 313-345.

MCNICHOLS, M. y WILSON, G.P., 1988. Evidence of Earnings Management from the Provision for Bad Debts. *Journal of Accounting Research*, **26**(3), pp. 1-31.

MCVAY, S.E., 2006. Earnings Management Using Classification Shifting: An Examination of Core Earnings and Special Items. *Accounting Review*, **81**(3), pp. 501-531.

MOSES, O.D., 1987. Income Smoothing and Incentives: Empirical Tests Using Accounting Changes. *Accounting Review*, **62**(2), pp. 358.

MULFORD, C.W. y COMISKEY, E.E., 2011. *The financial numbers game: detecting creative accounting practices*. John Wiley & Sons.

MULFORD, C.W. y COMISKEY, E.E., 2005. *Creative cash flow reporting: uncovering sustainable financial performance*. John Wiley & Sons.

NAVARRO GARCÍA, J.C. y MARTÍNEZ CONESA, I., 2004. Manipulación contable y calidad del auditor. Un estudio empírico de la realidad española. *Revista española de financiación y contabilidad*, (123), pp. 1025-1064.

NEILL, J.D., SCHAEFER, T.F., BAHNSON, P.R. y BRADBURY, M.E., 1991. The usefulness of cash flow data: A review and synthesis. *Journal of Accounting Literature*, **10**(1), pp. 117-150.

NESTLÉ. Consolidated Financial Statements años 2006 a 2011, disponibles en <http://www.nestle.com/investors/publications>

OHLSON, J.A. y AIER, J.K., 2009. On the Analysis of Firms' Cash Flows. *Contemporary Accounting Research*, **26**(4), pp. 1091-1114.

OLER, D.K., OLER, M.J. y SKOUSEN, C.J., 2010. Characterizing accounting research. *Accounting Horizons*, **24**(4), pp. 635-670.

OSMA, B.G. y DE ALBORNOZ, B.G., 2005. *El gobierno corporativo y las prácticas de "Earnings management": evidencia empírica en España*. Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.

OSMA, B.G. y NOGUER, B.G., 2007. The Effect of the Board Composition and its Monitoring Committees on Earnings Management: evidence from Spain. *Corporate Governance: An International Review*, **15**(6), pp. 1413-1428.

PALENZUELA, V.A., MORENO, B.P. y ARROYO, A.S., 2004. Verificación empírica y método del caso: revisión de algunas experiencias en contabilidad de gestión a la luz de su metodología. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, **33**(121), pp. 349-377.

PARTE-ESTEBAN, L. y GONZALO-ANGULO, J., 2009. Se maquillan los resultados de las cotizadas en España? (Spanish). *Universia Business Review*, (21), pp. 36-55.

KYRÖ, P 2004. Benchmarking as an action research process. *Benchmarking: An International Journal*, **11**(1), pp. 52-73.

PEROLS, J.L. y LOUGEE, B.A., 2011. The relation between earnings management and financial statement fraud. *Advances in Accounting*, **27**(1), pp. 39-53.

PLUMMER, E. y MEST, D.P., 2001. Evidence on the Management of Earnings Components. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, **16**(4), pp. 301-323.

PRENCIPE, A., MARKARIAN, G. y POZZA, L., 2008. Earnings Management in Family Firms: Evidence From R&D Cost Capitalization in Italy. *Family Business Review*, **21**(1), pp. 71-88.

RASMUSSEN, S.J., 2013. Revenue Recognition, Earnings Management, and Earnings Informativeness in the Semiconductor Industry. *Accounting Horizons*, **27**(1), pp. 91-112.

REAL DECRETO-LEY 3/2009, de 27 de marzo, de medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal ante la evolución de la situación económica. *BOE* n° 78. Madrid, 31 de marzo de 2009 .

REITER, S.A. y WILLIAMS, P.F., 2002. The structure and progressivity of accounting research: the crisis in the academy revisited. *Accounting, Organizations and Society*, **27**(6), pp. 575-607.

ROSEN, L.S. y DECOSTER, D.T., 1969. "Funds" Statements: A Historical Perspective. *Accounting Review*, **44**(1), pp. 124-136.

ROSNER, R.L., 2003. Earnings Manipulation in Failing Firms. *Contemporary Accounting Research*, **20**(2), pp. 361-408.

ROYCHOWDHURY, S., 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting & Economics*, **42**(3), pp. 335-370.

RUIZ OLABUÉNAGA, J.I., 2012. *Teoría y práctica de la investigación cualitativa*. España: Publicaciones de la Universidad de Deusto.

RYAN, B., SCAPENS, R.W. y THEOBALD, M., 2004. *Metodología de la investigación en finanzas y contabilidad*. Barcelona: ACCID-DEUSTO.

SCAPENS, R.W., 1990. Researching management accounting practice: the role of case study methods. *The British Accounting Review*, **22**(3), pp. 259-281.

SCHIPPER, K., 1989. COMMENTARY on Earnings Management. *Accounting Horizons*, **3**(4), pp. 91-102.

SHARMA, D.S. y ISELIN, E.R., 2003. The decision usefulness of reported cash flow and accrual information in a behavioural field experiment. *Accounting & Business Research (Wolters Kluwer UK)*, **33**(2), pp. 123-135.

SIEW, H.T., WELCH, I. y WONG, T.J., 1998. Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, **53**(6), pp. 1935-1974.

STAKE, R.E., 1995. *The art of case study research*. Sage.

STANLEY, B.W. y SHARMA, V.I., 2011. To Cheat or Not to Cheat: How Bank Debt Influences the Decision to Misreport. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, **26**(2), pp. 383-414.

SUBRAMANYAM, K.R., 1996. The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting & Economics*, **22**(1-3), pp. 249-281.

TEOH, S.H., WONG, T.J. y RAO, G.R., 1994. *Incentives and Opportunities for Earnings Management in Initial Public Offerings*.

TROMPETER, G.M., CARPENTER, T.D., DESAI, N., JONES, K.L. y RILEY JR, R.A., 2012. A synthesis of fraud-related research. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, **32**(sp1), pp. 287-321.

TROUT, R., TANNER, M. y NICHOLAS, L., 1993. On track with direct cash flow.(Chicago Central Pacific Railroad usage of direct cash flow statement). *Management Accounting (USA)*, **75**(1),.

UZUN, H., SZEWCZYK, S.H. y VARMA, R., 2004. Board Composition and Corporate Fraud. *Financial Analysts Journal*, **60**(3), pp. 33-43.

VENKATESH, V., BROWN, S.A. y BALA, H., 2013. Bridging the Qualitative-Quantitative Divide: Guidelines for Conducting Mixed Methods Research in Information Systems. *MIS Quarterly*, **37**(1), pp. 21-54.

VILLALONGA, B. y AMIT, R., 2006. How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, **80**(2), pp. 385-417.

WASLEY, C.E. y SHUANG WU, JOANNA, 2006. Why Do Managers Voluntarily Issue Cash Flow Forecasts? *Journal of Accounting Research*, **44**(2), pp. 389-429.

WATTS, R.L. Y ZIMMERMAN, J.L., 1986. "Positive Accounting Theory" .

WATTS, R.L. y ZIMMERMAN, J.L., 1978. Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards. *Accounting Review*, **53**(1), pp. 112.

YIN, R.K., 2008. *Case study research: Design and methods*. SAGE Publications, Incorporated.

YIN, R.K., 1981. The case study crisis: Some answers. *Administrative Science Quarterly*, , pp. 58-65.

Anexos

## Anexo I. Cálculo CGO para los ejercicios 1997-2004

<b>EFE</b>	<b>Equivalencia cuentas PyG PGC 90</b>
<b>Resultado antes de impuestos y socios externos</b>	<b>Beneficio antes de impuestos</b>
Amortizaciones	Amortización del imovilizado
Resultado venta de activos	Beneficio procedente del imovilizado
Impuesto sobre sociedades	Impuesto sobre sociedades
Otros resultados que no generan mov fondos	Subvenciones
	Deterioro activos
	Resultado Inversiones financieras
Resultado de operaciones interrumpidas	No aplica
<b>Recursos generados por las operaciones</b>	<b>Recursos generados por las operaciones</b>
Variación activo/pasivo corriente operativo	Variación existencias
	Variación Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar
	Variación Otros activos
	Variación Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar

## Anexo II. Estado de Flujos de Efectivo consolidado

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Resultado antes de impuestos y socios externos	6.870	8.673	9.784	18.463	19.556	18.233	19.220	15.518	21.671	31.695	29.220	38.317	45.504	49.684	64.776
Amortizaciones	18.539	22.679	21.802	24.755	22.168	22.116	22.087	23.476	29.586	33.753	37.031	41.404	48.022	56.883	61.671
Resultado venta de activos	-14.063	-2.266	-4.212	-22.070	-5.798	-10.436	-4.779	-2.850	-11.688	-9.155	-6.867	-7.101	-5.763	-551	-588
Impuesto sobre sociedades	-3.139	-2.722	-3.165	-3.121	-3.775	-4.747	-3.131	204	-3.266	-4.387	-3.068	-5.457	-8.412	-11.293	-13.174
Otros resultados que no generan mov fondos	-1.269	385	-773	1.086	-11.171	-9.757	-187	-9.576	23.403	-3.986	14.133	9.074	8.682	-10.512	-8.262
Resultado de operaciones interrumpidas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-7.256	-4.508	-1.531	-1.181
Recursos generados por las operaciones	<b>6.939</b>	<b>26.749</b>	<b>23.436</b>	<b>19.114</b>	<b>20.981</b>	<b>15.409</b>	<b>33.210</b>	<b>26.772</b>	<b>59.706</b>	<b>47.920</b>	<b>70.449</b>	<b>68.981</b>	<b>83.525</b>	<b>82.680</b>	<b>103.242</b>
Variación activo/pasivo corriente operativo		26.746	-10.656	-45.198	20.645	17.064	-13.747	27.313	2.085	-9.523	59.918	-24.997	-53.979	-49.628	-192.217
<b>FLUJO NETO DE LAS ACTIVIDADES DE EXPLOTACION</b>	<b>6.939</b>	<b>53.495</b>	<b>12.781</b>	<b>-26.084</b>	<b>41.625</b>	<b>32.473</b>	<b>19.462</b>	<b>54.084</b>	<b>61.791</b>	<b>38.397</b>	<b>130.367</b>	<b>43.984</b>	<b>29.546</b>	<b>33.052</b>	<b>-88.975</b>
Adquisición de activos fijos materiales e inmateriales									-197.620	-141.622	-183.655	-286.326	-129.870	-65.368	-86.722
Adquisición de otras inversiones									-22.435	-7.300	-3.666	-29.372	0	0	0
Enajenaciones de activos y cobros de desinversiones									<b>35.224</b>	<b>17.581</b>	<b>4.228</b>	<b>32.676</b>	<b>15.463</b>	<b>31.362</b>	<b>12.610</b>
Enajenaciones de otros									<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>13.542</b>	<b>7.438</b>	<b>6.406</b>
Subvenciones y otros ingresos diferidos									15.941	14.658	-8.870	70.567	3.336	-4.346	-1.470
<b>FLUJO NETO DE LAS ACTIVIDADES DE INVERSION</b>									<b>-168.890</b>	<b>-116.683</b>	<b>-191.963</b>	<b>-212.455</b>	<b>-97.529</b>	<b>-30.914</b>	<b>-69.176</b>
Emisión de instrumentos de patrimonio									0	0	0	0	95.726	6.097	12.568
Disposiciones de deuda financiera a largo plazo									206.739	120.284	108.333	205.538	85.396	294.412	447.485
Amortizaciones de deuda financiera a largo plazo									-47.384	-44.113	-54.346	-69.550	-212.355	-128.578	-307.245
Flujo neto de deuda financiera con vencimiento a cp									-42.091	3.360	15.222	167.129	54.774	-133.772	26.256
Pagos de dividendos de la sociedad dominante									-3.640	-4.420	-5.460	-5.850	-5.850	-8.751	-9.724
<b>FLUJO NETO DE LAS ACTIVIDADES DE FINANCIACION</b>									<b>113.624</b>	<b>75.111</b>	<b>63.749</b>	<b>297.267</b>	<b>17.691</b>	<b>29.408</b>	<b>169.340</b>
<b>FLUJOS NETOS TOTALES</b>									<b>6.525</b>	<b>-3.175</b>	<b>2.153</b>	<b>128.796</b>	<b>-50.292</b>	<b>31.546</b>	<b>11.189</b>
TESORERIA INICIAL									15.894	22.419	19.244	21.397	150.193	99.901	131.447
TESORERIA FINAL									22.419	19.244	21.397	150.193	99.901	131.447	142.636

### Anexo III. Correspondencia cuentas PGC 90-2007 Cuenta Pérdidas y Ganancias consolidada

PGC 90	PGC 2007/NIIF
Importe neto de la cifra de negocios	Importe Neto de la cifra de negocios
Aumento de existencias de productos terminados y en curso	Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación
Trabajos efectuados por el grupo para el inmovilizado	Trabajos realizados por la empresa para su activo
Otros ingresos de explotación	Otros ingresos de explotación
Reducción de existencias de productos terminados y en curso	Variación de existencias de productos terminados y en curso de fabricación
Consumos y otros gastos externos	Aprovisionamientos
Sueldos salarios y asimilados	Gastos de personal
Cargas sociales	Gastos de personal
Dotación para amortización del inmovilizado	Amortización del inmovilizado
Variación provisiones de tráfico	Otros gastos de explotación / Excesos de provisiones
Otros gastos de explotación	Otros gastos de explotación
<b>Beneficios de explotación</b>	<b>Resultado de explotación</b>
Ingresos de participaciones en capital	Ingresos financieros
Otros ingresos financieros	Ingresos financieros
Diferencias positivas de cambio	Diferencias de cambio
Beneficio inmovilizado financiero temporal	Resultado de inversiones financieras temporales
Resultados positivos de conversión	Resultados de conversión
Gastos financieros	Gasto financiero neto
Variación provisión inversiones financieras	Deterioro de activos
Diferencias negativas de cambio	Diferencias de cambio
Resultados negativos de conversión	Resultados de conversión
<b>Resultados financieros</b>	<b>Resultados financieros</b>
Participación en beneficios soc puestas en equivalencia	Resultado de Sociedades por el método de participación
Reversión diferencias de consolidación	No aplica/equivalencia a deterioro fc
Participación en pérdidas soc puestas en equivalencia	Resultado de Sociedades por el método de participación
Amortización del fondo de comercio de consolidación	No aplica / equivalencia a deterioro
<b>Otros resultados</b>	<b>No aplica</b>
<b>Beneficios actividades ordinarias</b>	<b>No aplica</b>
Beneficios procedentes de inmovilizado	Beneficio procedente del inmovilizado
Beneficios soc integración global	Ingresos financieros
Beneficios enajenación soc puesta en equivalencia	Resultado de Sociedades por el método de participación
Beneficios operaciones con acciones	Ingresos financieros
Subvenciones de capital transferidas al resultado	Otros ingresos de explotación
Ingresos o beneficios extraordinarios	Beneficio procedente del inmovilizado
Ingresos y beneficios otros ejercicios	Otros ingresos de explotación
Variación provisiones inmovilizado y cartera	Deterioro de activos
Pérdidas procedentes inmovilizado	Beneficio procedente del inmovilizado
Pérdida en venta particip soc integración global	Resultado de Sociedades por el método de participación
Pérdidas operaciones acciones soc dominante	Gastos financieros
Gastos y pérdidas extraordinarias	Otros gastos de explotación
Gastos y pérdidas otros ejercicios	Otros gastos de explotación
<b>Resultados extraordinarios</b>	<b>No aplica</b>
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>Beneficio antes de impuestos</b>
Impuesto sobre sociedades	Impuesto sobre beneficios
<b>Resultado del ejercicio</b>	<b>Resultado del ejercicio</b>

## Anexo IV. Hechos relevantes

FECHA	HECHO RELEVANTE
18-08-99	<b>Ampliación de capital con cargo a reservas 12.000.000€</b>
23-06-00	<b>Compra del 50,79% de Pescafina</b> mediante la capitalización de derechos de crédito adquiridos.
17-07-00	<b>Ampliación de capital con cargo a reservas 6.180.000€</b>
17-07-00	<b>Reducción de capital con desembolso 180.000€</b>
27-03-01	<b>Ampliación del capital con cargo a reservas 6.000.000€</b> Autorización durante 5 años para ampliar capital hasta la mitad del capital social en el momento de la autorización ( 33.000.000 €) Modificación nominal acciones de 6€ a 4€ mediante el canje de 3 acciones nuevas por 2 antiguas.
24-09-01	<b>Pescanova adquiere el 23,10% de las acciones de Pescafina.</b> La participación total pasa a ser de 77,10% y el total invertido 1.200 millones de ptas.
14-08-02	<b>Adquisición del 100% de Ultracongelados Antártida,</b> con una facturación inferior a 60 millones de euros.
05-11-02	<b>Ampliación de capital con cargo a reservas 6.000.000€</b>
28-04-03	<b>Creación del comité de auditoría.</b>
30-09-05	<b>Obtención de un préstamo sindicado de 50 millones de euros,</b> liderado por el EBN Banco, con vencimiento 5 años.
06-10-05	<b>Obtención de un préstamo sindicado 100 millones de Euros a 5 años.</b> (Información requerida por la CNMV después de que la noticia apareciera en prensa)
14-12-05	<b>Don Manuel Fernández de Sousa vende 897.757 acciones de Pescanova S.A. a Corporación Caixa Galicia, S.A. y 650.000 acciones de la misma compañía a EBN Banco (Liquidambar inversiones financieras) y a un grupo de Cajas de Ahorros vinculadas a EBN Banco.</b>
22-12-05	<b>Don Manuel Fernández de Sousa-Faro ha adquirido de la totalidad del capital de ICS Holdings Limited,</b> sociedad sudafricana titular de 2.584.710 acciones de Pescanova, S.A., representativas del 19,88% de su capital social.
04-01-07	<b>La Sociedad instalará en la localidad portuguesa de Mira</b> (distrito de Coimbra) una planta de acuicultura especializada en la cría, engorde y procesado

	de rodaballo, con una producción prevista de hasta 7.000 toneladas/año. La <b>inversión prevista estará próxima a los 140 millones de euros</b> y contará con ayudas del gobierno portugués que podrían llegar hasta el 50%.
<b>22-01-07</b>	<b>Adquisición del 100% de Fricatamar S.L.</b>
<b>24-07-07</b>	<b>Adquisición del 100% de la sociedad estadounidense Ladex LLC</b> con sede en el Estado de Florida.
<b>04-11-09</b>	<b>Ampliación de capital</b> 95.726 miles de euros
<b>05-03-10</b>	<b>Emisión de bonos convertibles 110 millones de euros.</b> (2.200 Bonos de 50.000 euros de valor nominal cada uno )
<b>03-12-10</b>	Como consecuencia de la integración de Caixa Galicia y Caixanova, <b>Caixa de Aforros de Galicia, Vigo, Ourense e Pontevedra</b> ha alcanzado una <b>participación</b> consolidada en el capital social de Pescanova, S.A., <b>ligeramente superior al 30%.</b>
<b>20-04-11</b>	<b>Emisión de bonos convertibles</b> por importe de 180.000.000 €
<b>23-05-11</b>	<b>El Presidente del Consejo de Administración de Pescanova, S.A. adquiere</b> 972.362 acciones de Pescanova, S.A. representativas del <b>5% del capital social</b> a un precio unitario de 31 euros por acción, por lo que pasa a tener el 23,034% del capital social.
<b>24-05-11</b>	<b>CXG CORPORACION NOVACAIXAGALICIA, S.A. vende el 15% del capital social de la sociedad.</b>
<b>07-06-11</b>	<b>El Presidente del Consejo de Administración adquiere 992.000 acciones</b> de Pescanova, S.A. <b>representativas del 5,1% del capital social</b> a un precio unitario de 30 euros por acción., por lo que pasa a tener una participación del 28,13% del capital social.
<b>04-07-11</b>	<b>El Presidente del Consejo de Administración vende el 5,1% del capital social</b> de Pescanova, S.A. a <b>Luxempart, S.A.</b>
<b>09-09-11</b>	Nombramiento Consejeros. Se nombran nuevos consejeros de la Sociedad por el procedimiento de cooptación a <b>Luxempart, S.A., representada por D. François Tesch, y D. José Carceller Arce. Ambos consejeros tendrán la calificación de dominicales.</b>
<b>07-02-12</b>	<b>Emisión de bonos convertibles por un importe inicial de 160.000.000 de euros</b>
<b>22-06-12</b>	<b>Acuerdo de salida a bolsa de la filial Acuinoва Chile, S.A,</b> cabecera de su actividad de acuicultura de salmón, lo que implicaría la colocación entre inversores de un porcentaje no superior al 49 por ciento (49%) del capital social de Acuinoва Chile, S.A., a través de una operación (OPV/OPS) de venta de acciones y de ampliación de capital de la propia Acuinoва Chile, S.A.  <b>El objetivo de esta operación, que se realizará antes de que finalice el primer trimestre de 2013, será el de financiar el crecimiento del área de negocios del salmón manteniendo y reforzando al tiempo su solidez patrimonial.</b>
<b>02-08-12</b>	<b>Ampliación de capital</b> por importe de 120.317 miles de euros.