

## EMPRESAS POLÍTICAMENTE CONECTADAS Y CREDIBILIDAD DE LA INFORMACIÓN CONTABLE



**Carolina Bona Sánchez**

**Jerónimo Pérez Alemán**

**Domingo Javier Santana Martín**

*Profesores de la Universidad de Las Palmas de Gran Canaria*

Este trabajo ha obtenido el 1.<sup>er</sup> **Premio Estudios Financieros 2013** en la modalidad de **Contabilidad**.

El Jurado ha estado compuesto por: doña María Antonia GARCÍA BENAÚ, don Carlos BARROSO RODRÍGUEZ, don Juan CORBERÁ MARTÍNEZ, doña Begoña GINER INCHAUSTI y doña María Amparo RUIZ GENOVÉS.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato de los autores.

---

### EXTRACTO

El objetivo de este trabajo es analizar la incidencia de la presencia de consejeros políticos en la credibilidad de la información contable divulgada por la empresa. A partir de una muestra de sociedades no financieras cotizadas españolas a lo largo del periodo 2003-2011 se muestra como en torno al 48 % de las empresas cuentan con al menos un consejero político y un incremento de políticos de alto nivel consejeros de las sociedades cotizadas a lo largo del periodo analizado. Además, los resultados muestran una incidencia negativa de la presencia de conexiones políticas en la credibilidad de los resultados contables, como consecuencia de la presencia de un efecto información que conlleva que tanto accionistas como políticos estén interesados en ofrecer al mercado la menor información posible. Asimismo, nuestro trabajo evidencia que en las empresas políticamente conectadas a medida que aumenta la divergencia entre los derechos de voto y *cash flow* en manos del propietario dominante aumenta la capacidad informativa de los resultados contables. Este resultado es consistente con la presencia de un efecto alineamiento que conlleva una disminución de los incentivos a la expropiación de rentas a los minoritarios ante un aumento de la preocupación por la reputación en escenarios de alto escrutinio público y social.

**Palabras claves:** consejero político, conexión política y capacidad informativa.

---

*Fecha de entrada: 03-05-2013 / Fecha de aceptación: 08-07-2013*

## POLITICALLY CONNECTED FIRMS AND EARNINGS INFORMATIVENESS

Carolina Bona Sánchez

Jerónimo Pérez Alemán

Domingo Javier Santana Martín

---

### ABSTRACT

The objective of this study is to analyse the effect of firms' political ties on earnings informativeness. By examining a sample of politically connected non-financial listed firms over the period 2003-2011 we show that around 48 % of sample firms have appointed at least one politician to their boards. Our analysis also shows an increase in the appointment of high-level politicians to their boards. Moreover, our results show a negative incidence of political connections on earnings informativeness, consistent with an information effect, whereby politicians and shareholders are interested in providing as little information to the market as possible in order to protect the firm's political ties from public scrutiny. In addition, we find a positive incidence of the divergence between the dominant owner's voting and cash flow rights on earnings informativeness in politically connected firms. This latter result is consistent with the presence of an alignment effect, whereby the existence of political ties reduces the dominant owner's incentive to expropriate minority shareholders' wealth, thus increasing earnings informativeness.

**Keywords:** politically connected firms and earnings informativeness.

---

---

## Sumario

1. Introducción
2. Las conexiones políticas en las empresas cotizadas españolas
3. Las conexiones políticas y la credibilidad de la información contable
4. Metodología
  - 4.1. Muestra
  - 4.2. Determinación de las conexiones políticas
  - 4.3. La capacidad informativa de los resultados contables
5. Análisis empírico
  - 5.1. Estadísticos descriptivos
  - 5.2. Resultados
  - 5.3. Análisis de sensibilidad
6. Consideraciones finales

### Bibliografía

## 1. INTRODUCCIÓN

La crisis financiera e institucional que desde mediados de 2007 sufre España junto con otros países europeos como Italia, Irlanda, Portugal o Grecia, ha aumentado el interés del mundo académico, de los profesionales y de la ciudadanía en general por las relaciones entre el ámbito político y el empresarial, así como por los efectos de tales relaciones en el comportamiento de las empresas y, en particular, en la credibilidad de la información contable divulgada. En este sentido, en nuestro país resulta paradigmático el caso de Bankia, entidad caracterizada, hasta su intervención por el Estado español, por la fuerte presencia de políticos en su consejo de administración. Dicha compañía pasó de presentar unas cuentas anuales con unos beneficios de 305 millones de euros para el año 2011 a declarar, tras reformular las cuentas, unas pérdidas en torno a los tres mil millones de euros, lo que ha supuesto graves pérdidas para miles de pequeños accionistas. Sin embargo, hasta donde alcanza nuestro conocimiento, no existen trabajos que analicen la incidencia de la presencia de conexiones políticas en la calidad de la información contable de las grandes empresas españolas, de manera que el nivel de conocimiento sobre esta realidad no va más allá de aquellos casos con mayor repercusión mediática o de lo meramente anecdótico, por lo que el estudio de dicha interrelación es una cuestión potencialmente interesante.

Entre otros aspectos, la presencia de políticos en el consejo de administración favorece el intercambio sistemático de favores entre las élites políticas y empresariales (AGRAWAL y KNOEBER, 2001); no obstante, no está claro el efecto de dicha presencia sobre la calidad de las cifras contables divulgadas. En este sentido, si bien es cierto que la escasa evidencia empírica disponible apunta, en términos generales, a una relación negativa entre la presencia de conexiones políticas y la calidad de la información contable reportada (*e. g.*, RAHI-BELKAOUI, 2004; CHANEY et ál., 2011), en ocasiones, sin embargo, el diseño de la investigación de los trabajos precedentes no permite discriminar adecuadamente entre las diferentes explicaciones que justifican la relación entre conexión política y calidad de la información contable (CHANEY et ál., 2011). Además, la mayoría de los estudios precedentes adoptan una perspectiva internacional, lo que conlleva que la interpretación de los resultados sea complicada, ya que pueden verse afectados por las diferencias en factores legales, judiciales y culturales (*e. g.*, MILLER, 2004; GUL, 2006). De esta manera, FACCIO (2010) muestra que las diferencias entre las empresas políticamente conectadas y las no conectadas son mayores en entornos institucionales de débil protección, señalando que los costes y beneficios de las conexiones políticas dependen de las características específicas de cada país.

En España, las conexiones políticas se llevan a cabo en un entorno caracterizado por la presencia generalizada de accionistas dominantes (entre los que destacan los grupos familiares y las entidades bancarias) y por el uso frecuente de instrumentos que permiten a dichos propietarios dominantes poseer niveles de voto por encima de los que corresponde a su participación en el

capital de la empresa (estructuras piramidales, medidas de blindaje, emisión de acciones con diferente nivel de voto, etc.); es decir, se trata de instrumentos que posibilitan al accionista dominante separar entre sus derechos de voto y de *cash flow*. La concentración de propiedad existente en las empresas españolas facilita el establecimiento de conexiones políticas, debido precisamente a la presencia a largo plazo de tales propietarios; continuidad que no estaría garantizada si el control lo ostentara un directivo o un accionista con escaso nivel de propiedad. De este modo, la existencia de propietarios dominantes permite la presencia de un «capitalismo oligárquico» que otorga los incentivos para establecer relaciones de confianza entre el ámbito político y el empresarial que permite preservar el *statu quo* (MORCK et ál., 2004).

De esta forma, el objetivo de este trabajo es analizar la incidencia de la presencia de consejeros políticos en la credibilidad de la información contable divulgada por la empresa, medida a través de la capacidad informativa de los resultados contables. Para ello utilizamos una muestra de empresas no financieras cotizadas españolas a lo largo del periodo 2003-2011. El análisis descriptivo pone de manifiesto que en torno al 48% de las empresas cuentan con al menos un consejero político, así como un incremento significativo de nombramientos de políticos de alto nivel como miembros del consejo de administración de las sociedades cotizadas a lo largo del periodo analizado. Asimismo, los resultados muestran una incidencia negativa de la presencia de conexiones políticas en la credibilidad de los resultados contables, como consecuencia de la menor vulnerabilidad de las empresas políticamente conectadas a la presión ejercida por los mercados de capitales. Además, nuestro trabajo también evidencia que en un escenario de altos incentivos a la expropiación de rentas a los minoritarios, derivado de la utilización de estructuras piramidales, el mercado espera que la información contable de la empresa políticamente conectada se erija en un fiel reflejo de las operaciones realizadas, más que en un instrumento a disposición del accionista dominante para el logro de sus fines particulares. Este resultado es consistente con un aumento de la preocupación por la reputación ante un incremento del escrutinio público y social al que está sometida su actuación.

Considerando los resultados alcanzados, nuestro estudio contribuye a la literatura de tres formas diferentes. En primer lugar, proporcionando evidencia sobre los efectos de las conexiones políticas en el comportamiento corporativo en un contexto caracterizado por una elevada concentración de propiedad y en el que las empresas políticamente conectadas pueden poseer a priori elevados incentivos a la expropiación de rentas a los minoritarios, debido a la presencia de estructuras que posibilitan la divergencia entre derechos de voto y *cash flow*. En segundo lugar, analizamos el efecto de la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* en manos del propietario dominante sobre la capacidad informativa de los resultados contables de las empresas políticamente conectadas, aspecto que, hasta donde llega nuestro conocimiento, no ha sido abordado en la literatura precedente. En tercer lugar, abarcamos un periodo amplio de tiempo centrándonos en un único país y, por ende, en un único entorno institucional, lo que garantiza una interpretación más precisa de los resultados obtenidos.

De este modo, el trabajo se estructura de la siguiente forma. Tras la introducción nos centramos en el análisis de las conexiones políticas en España. Posteriormente exponemos los argumen-

tos teóricos que justifican la incidencia de las conexiones políticas en la capacidad informativa de los resultados contables. En el cuarto apartado se expone la metodología del estudio en la que se basará el análisis empírico, el cual se expone en el quinto apartado. Finalmente, en el sexto apartado exponemos las consideraciones finales del trabajo.

## 2. LAS CONEXIONES POLÍTICAS EN LAS EMPRESAS COTIZADAS ESPAÑOLAS

La escasa transparencia relacionada con las vinculaciones entre los ámbitos corporativo y político, junto con la ausencia de una definición generalmente aceptada de conexión política, dificulta la realización de trabajos empíricos que analicen la relación entre las conexiones políticas y el comportamiento corporativo (CHEN et ál., 2011). Así, las relaciones políticas de las empresas pueden ser el resultado del movimiento de políticos desde el ámbito público al empresarial (*revolving door*) o del movimiento de empresarios desde la empresa privada a la política (*reverse revolving door*). En este sentido, la literatura precedente se ha centrado en el primer caso, ya que fundamentalmente analiza la presencia de políticos en el consejo de administración de las sociedades cotizadas (e. g., FACCIO, 2006; GOLDMAN et ál., 2009; CHANEY et al., 2011; CHEN et ál., 2011; BOUBRAKI et ál., 2012, DUCHIN y SOSYRA, 2012).

En principio, se podría esperar que las conexiones políticas sean más relevantes en entornos caracterizados por la debilidad del sistema legal, la presencia de elevados niveles de corrupción y una menor transparencia (FACCIO, 2006). Además, como señalan AGRAWALL y KNOEBER (2001) la presencia de conexiones políticas puede ser importante en entornos en los que la regulación y el control del estado pueden tener importantes consecuencias para la empresa. No obstante, no contamos con resultados concluyentes en relación con las características de un entorno institucional que hacen más probables los nexos entre políticos y empresas. Autores como FACCIO (2006) y CHEN et ál. (2011) encuentran que las conexiones políticas son más fuertes y habituales en países con sistemas legales débiles y elevados niveles de corrupción. Sin embargo, la conectividad política también es elevada en entornos institucionales altamente desarrollados. Así, MORCK et ál. (2000) muestran un elevado número de conexiones políticas en las empresas canadienses y GOLDMAND et ál. (2009) y COOPER et ál. (2010) señalan la elevada conectividad política de las empresas estadounidenses.

La literatura precedente ha puesto de manifiesto que las empresas políticamente conectadas poseen un peso relevante en la capitalización de las grandes sociedades cotizadas. Así, FACCIO (2006) muestra que las empresas políticamente conectadas suponen el 86 % de la capitalización en Rusia, el 41 % en Tailandia, el 39 % en USA o el 22 % en Irlanda, señalando que la media mundial se encuentra en el 8 %. Si nos centramos en el caso español, en la **tabla 1** presentamos los porcentajes de empresas españolas en las que existen consejeros políticos. De esta manera se aprecia que, en promedio, el 47,56 % son empresas políticamente conectadas, siendo un 34,34 % las empresas que han incorporado políticos de alto nivel a sus consejos de administración. En

cuanto a la evolución experimentada a lo largo del periodo 2003-2011<sup>1</sup> se aprecia un aumento del peso de las empresas políticamente conectadas, ya que mientras en el año 2003 suponían un 42,9%, a finales de 2011 alcanzan el 48,5%. Esta evolución se aprecia también en la presencia de políticos de alto nivel en los consejos de administración, observándose un incremento del 11% a lo largo del todo el periodo analizado.

Tabla 1. Evolución de la presencia de consejeros políticos en las empresas cotizadas españolas

	2003	2005	2007	2009	2011	Media
Empresas políticamente conectadas (%)	42,9	50,00	47,3	49,1	48,5	47,56
Empresas políticamente conectadas con políticos de alto nivel (%)*	28,6	32,6	34,8	36,1	39,6	34,34

Porcentajes calculados sobre una muestra de 114 empresas no financieras cotizadas españolas entre 2003 y 2011.

\* Se considera a una empresa políticamente conectada cuando al menos uno de sus consejeros independientes ha ocupado un cargo político a nivel europeo, estatal, autonómico o local. Se considera que una empresa está políticamente conectada con un político de alto nivel cuando en la empresa al menos uno de sus consejeros independientes ha ocupado un cargo político a nivel estatal o europeo.

Los datos expuestos en la **tabla 1** reflejan la importancia de las conexiones políticas para las empresas cotizadas españolas, mostrando la importancia de aumentar el conocimiento sobre la incidencia de dichas conexiones en el comportamiento corporativo. En este sentido, la literatura previa señala diversos factores que justifican la presencia de políticos en los consejos de administración. Así, los consejeros políticos pueden ser una importante fuente de beneficios para la empresa, ya que aportan conocimientos sobre los procedimientos burocráticos y legislativos (e. g., AGRAWAL y KNOEBER, 2001; GOLDMAN et ál., 2009). Así, FACCIO (2006) señala que las conexiones políticas favorecen el tratamiento preferente por parte de los gobernantes, que puede materializarse en la obtención de ventajas fiscales, la preferencia en la adjudicación de contratos por parte de las administraciones públicas, un menor control regulador sobre la empresa o un mayor control sobre los rivales. Además, KHAWAJA y MIAN (2005) argumentan que las empresas políticamente conectadas obtienen mayores fondos de las entidades financieras y BOUBAKRI et ál. (2012) muestran que las empresas políticamente conectadas sufren menores restricciones presupuestarias y son menos sensibles a la competencia. De acuerdo con esta visión, se ha evidenciado que el mantenimiento de una estrecha relación con la élite política de forma sostenida en el tiempo es una estrategia que genera valor para la empresa. En esta línea, FISMAN (2001) muestra que en Indonesia el valor de mercado de las empresas políticamente conectadas a la familia gobernante liderada por el presidente Suharto experimentó un cambio significativo cuando se anunciaron noticias adversas sobre su salud. Por su parte, FACCIO (2006), utilizando una mues-

<sup>1</sup> Se han analizado las conexiones políticas para todos los años, no obstante, presentamos los datos de los años impares al objeto de simplificar la exposición de los datos.

tra internacional, examina las empresas con conexiones políticas y encuentra que las empresas políticamente conectadas disfrutaban de ciertos privilegios como un acceso más fácil a la financiación bancaria o tasas impositivas más bajas, así como mayores valores de mercado. Asimismo, FACCIO y PARSLEY (2009) encuentran un decremento significativo en el valor de la empresa tras la muerte de políticos que residían o nacieron en la misma área geográfica que las sociedades matrices. Finalmente, GOLDMAN et ál. (2009) obtienen evidencia de que, en comparación con la existencia de consejeros políticamente conectados, las donaciones corporativas son un indicador menos fiable de las rentabilidades futuras.

A pesar de lo anterior, las conexiones políticas, especialmente en entornos en los que se proporciona escasa protección a los intereses de los inversores externos, pueden favorecer que los propietarios controladores expropian rentas a los accionistas minoritarios. En este sentido, QIAN et ál. (2011) señalan que las actividades de *tunneling* y *self dealing* por parte de los accionistas dominantes son más pronunciadas en las empresas políticamente conectadas cuando el objetivo de la conexión política es garantizar el acceso a la financiación bancaria. En esta línea, CHEN et ál. (2010) encuentran que en las empresas políticamente conectadas son mayores las asimetrías de información entre directivos y accionistas.

De esta manera, lo anterior pone de relieve la importancia de considerar el entorno en el que se realizan las conexiones políticas, ya que de ello puede depender no solo la finalidad perseguida con las mismas, sino también los costes y beneficios derivados de la presencia de tales conexiones. En esta línea, FACCIO (2010) muestra que las diferencias entre empresas conectadas y no conectadas son mayores en entornos institucionales de débil protección, señalando que los costes y beneficios de las conexiones políticas dependen de las características específicas de cada país.

Las conexiones políticas en las empresas españolas se realizan en un entorno caracterizado por una significativa implicación del estado en el sistema económico y una débil protección legal del inversor externo. Además, el sistema de gobierno corporativo de las empresas cotizadas españolas se caracteriza por una alta concentración de propiedad en manos de bancos y familias en las que el control de la actuación directiva descansa en manos de los referidos accionistas controladores. Como señala CUERVO (2002) bajo este sistema el consejo de administración está controlado por consejeros internos o consejeros externos vinculados al núcleo de accionistas, mientras que los mercados de capitales son relativamente ilíquidos y con escasa capacidad de control. Adicionalmente, dado que las empresas cotizadas españolas suelen adoptar mecanismos defensivos, nos encontramos con un mercado de control corporativo escasamente activo que aísla a dichas empresas de los mercados de capitales, conllevando un mayor protagonismo de los contratos implícitos y de las relaciones informales. El escenario descrito traslada el tradicional conflicto de agencia entre directivos y accionistas a la divergencia de intereses entre propietarios controladores y accionistas minoritarios, ya que los segundos pueden verse perjudicados por la actuación de los primeros. En este contexto, CHEN et ál (2011) argumentan que la concentración de propiedad conlleva al menos tres ventajas en el establecimiento de conexiones políticas. En primer lugar, incrementa la homogeneidad de los intereses de los accionistas y reduce los costes de llevar a cabo acciones colectivas para establecer y mantener las conexiones con el ámbito político. En segun-

do lugar, ayuda a asegurar que el beneficio obtenido de la conexión realizada por el accionista dominante no se diluya por la participación de otros. Tercero, reduce la necesidad de transferir información sobre las rentas políticas, lo que beneficia no solo al propietario dominante sino también a los políticos, ya que ambos tienen intereses en mantener oculto el intercambio de favores.

Además, la literatura previa señala que, fuera del entorno anglosajón, los accionistas dominantes utilizan las estructuras piramidales para ejercer su poder (e. g., LA PORTA et ál., 1999; CLAESSENS et ál., 2000; FACCIO y LANG, 2002). Las pirámides proporcionan la acumulación de poder porque permiten el control de una mayor parte de la riqueza corporativa con una menor inversión por parte del propietario dominante, lo que reduce los costes de transacción en la realización de políticas de *lobbying* (MORCK et ál., 2004). En esta línea, KHANNA y PALEPU (2000) argumentan que las estructuras piramidales permiten coordinar favores y relaciones de confianza, posibilitando que se alcancen economías de escala en el uso de la reputación en las relaciones entre las élites corporativas y políticas. Este hecho puede ser de especial interés cuando los mercados de capitales están menos desarrollados y las relaciones de confianza son relevantes para celebrar contratos. Adicionalmente, las pirámides permiten la creación de un mercado de capitales interno (e. g., CUERVO, 2002; ALMEIDA y WOLFENZON, 2006) cuya viabilidad se incrementa ante la existencia de conexiones políticas ya que las ventajas financieras que derivan de dichas conexiones se extienden a la estructura piramidal.

A este respecto, en el contexto europeo continental y en España en particular las conexiones políticas pueden facilitar el acceso a recursos económicos a través de distintas fuentes como la financiación bancaria, la obtención de subvenciones o bien obteniendo ingresos a través de la venta de productos o servicios a las administraciones públicas. En este sentido, la significativa intervención del estado en la economía que caracteriza a los países de Europa Continental frente a otros contextos como el anglosajón dota a la conexión política de un valor especial (AGRAWALL y KNOEBER, 2001), al posibilitar que el estado pueda convertirse en un cliente de especial relevancia para múltiples empresas de sectores como el sanitario, energético o incluso el alimentario.

De otra parte, el sistema financiero de nuestro país ha estado caracterizado tradicionalmente por una fuerte intervención del estado en la economía tanto a través del Banco de España como a través de la influencia en la gestión de las cajas de ahorros que hasta periodos recientes formaban parte destacada del sistema financiero español. En este sentido, la conexión política podía facilitar a la empresa una mayor y mejor financiación bancaria frente a sus competidores. En esta línea, BOUBAKRI et ál. (2012) muestran que las empresas políticamente conectadas disfrutaban de unos menores costes de capital frente a las empresas que no están políticamente conectadas.

Adicionalmente, la cada vez mayor incidencia en las empresas de nuestro país de las decisiones que se toman en el ámbito de la unión económica y monetaria europea dota a las conexiones políticas de alto nivel de especial protagonismo, ya que estas pueden facilitar a las empresas la obtención de recursos financieros procedentes de Europa. En este sentido, tal como se ha recogido en la **tabla 1**, es significativo el aumento de la presencia de políticos de alto nivel en el consejo de administración de las empresas cotizadas españolas frente a políticos de nivel autonómico o local.

### 3. LAS CONEXIONES POLÍTICAS Y LA CREDIBILIDAD DE LA INFORMACIÓN CONTABLE

La influencia del ámbito político en la contabilidad ha sido expresamente considerada en la literatura contable (WATTS y ZIMMERMAN, 1978, 1986). Así, algunos trabajos proporcionan evidencia empírica de la incidencia del contexto político en las prácticas contables, evidenciado cómo los directivos tienden a ajustar el *reporting* financiero en función del grado de implicación del estado en las decisiones económicas (e. g., BUSHMAN *et al.*, 2004; BUSHMAN y PIOTROSKI, 2006), mientras que otros analizan cómo ciertas prácticas de *lobbying* pueden influenciar la regulación contable (e. g., VAN LENT, 1997; JORISSEN *et al.*, 2012; MCLEAY *et al.*, 2000; GINER y ARCE, 2013). De manera reciente, un incipiente grupo de estudios analiza cómo la presencia de conexiones políticas en el ámbito empresarial puede afectar a los incentivos de los agentes internos en relación con la elaboración y suministro de información contable a terceros. Así, RAHI-BELKAOUI (2004) apunta al contexto político como un importante determinante del nivel de opacidad de un país. Utilizando una muestra internacional, dicho autor obtiene evidencia de que el nivel de opacidad en los resultados está positivamente relacionado con el porcentaje de empresas políticamente conectadas, y negativamente relacionado con el porcentaje de capitalización de mercado de estas empresas y la eficacia del sistema legal del país.

Por su parte, CHANEY *et al.* (2011) documentan, en un estudio internacional, que la calidad de la información contable de las empresas políticamente conectadas es inferior a la calidad de las no conectadas. Los autores anteriores atribuyen estos resultados a la menor exposición a las presiones del mercado por parte de las primeras, lo que conlleva menores costes derivados del suministro a terceros de una información contable de menor calidad. En este sentido, encuentran una relación negativa entre la calidad de la información contable y el coste de la deuda solo para las empresas que no están políticamente conectadas. De otra parte, CHEN *et al.* (2010) utilizando una muestra internacional, analizan la relación entre las conexiones políticas empresariales y las predicciones de resultados efectuadas por los analistas financieros. Dichos autores encuentran que los resultados de las empresas políticamente conectadas presentan para los analistas mayores dificultades de predicción en comparación con los resultados de las empresas no conectadas. En este sentido, las conexiones políticas incrementan la asimetría informativa entre accionistas y directivos. Así, dado que las transacciones que conllevan favoritismo político frecuentemente no son reveladas, los analistas poseen serias dificultades para predecir los resultados futuros de la empresa basándose en datos históricos y el resto de información pública disponible. Finalmente, GUL (2006) analiza el papel de las conexiones políticas en el *reporting* financiero y en el proceso de auditoría. Sus resultados muestran un mayor incremento en los honorarios de auditoría para las empresas políticamente conectadas en comparación con las no conectadas como resultado de la crisis financiera asiática. Sin embargo, con posterioridad a la introducción de ciertos controles de capital por parte del estado que brindan mayor protección financiera a las empresas conectadas se produce un decremento en los honorarios de auditoría para dichas empresas.

En un entorno en el que el principal conflicto de agencia deriva de la divergencia de intereses entre propietarios controladores y accionistas minoritarios y en el que el sistema legal pro-

porciona escasa protección a los inversores externos podría argumentarse que si los accionistas dominantes llevan a cabo actividades de expropiación de rentas y ocultan dicha expropiación a través de la información contable, su elevada participación en el capital de la empresa y su horizonte de inversión a largo plazo provocaría que tales accionistas soportaran las consecuencias negativas derivadas de la reversión de los efectos de dicha conducta expropiatoria (e. g., FAN y WONG, 2002; BONA et ál., 2011; BONA et ál., 2013). No obstante, la mayor accesibilidad a fuentes de financiación alternativas a los mercados de capitales por parte de las empresas políticamente conectadas (KHAWAJA y MIAN, 2005) conlleva una disminución del poder disciplinario de tales mercados sobre la actuación de los agentes internos (e. g., CHANEY et ál., 2011; QIAN et ál., 2011), lo que podría aumentar los incentivos a la expropiación de rentas a los minoritarios por parte de los propietarios dominantes (*efecto expropiación*). En este escenario los inversores externos prestarán menor atención a la información contable reportada, por cuanto más que en un fiel reflejo de la realidad de las operaciones realizadas por la empresa, esperan que refleje los intereses particulares del accionista controlador.

Dado que podemos esperar una mayor tendencia de las empresas políticamente conectadas a acudir a fuentes de financiación alternativas, tales como mercados de capitales internos o la financiación bancaria (e. g., MORCK et ál., 2004; FACCIO, 2006; KHANNA y YAFEH, 2007), disponibles a un coste menor y favorecidas por la existencia de las conexiones políticas, la información contable pierde protagonismo como vía esencial para la resolución de asimetrías informativas derivadas de la separación entre propiedad y control, debido a la existencia de canales informativos privados (e. g., BALL et ál., 2003; BALL y SHIVAKUMAR, 2005). En este contexto, la relación negativa entre la presencia de conexiones políticas y calidad de la información contable también podría venir justificada por la presencia de un *efecto información* (FAN y WONG, 2002) en la que tanto accionistas como políticos estarían interesados en proporcionar al mercado la menor información posible. De esta forma, para las empresas políticamente conectadas la credibilidad de la información contable puede verse reducida ya que el mercado anticipa una preferencia por la opacidad al objeto de brindar protección a la conexión política. En este sentido, LEUZ y OBERHOLZER-GEE (2006) argumentan que la mayor transparencia asociada a la inversión extranjera hace más difícil para las empresas políticamente conectadas extraer favores políticos, especialmente aquellos de dudosa legalidad. En consecuencia, las empresas conectadas que disfrutaban de beneficios políticos sustanciales son más proclives a decantarse por menores grados de transparencia, acudiendo a los mercados financieros domésticos.

Frente a los efectos expropiación e información anteriormente considerados podría argumentarse que la preocupación por la reputación del cargo político, unida a la mayor visibilidad y escrutinio al que está sometida la actuación de las empresas políticamente conectadas por parte de la prensa y la opinión pública, podrían conllevar una mayor tendencia a suministrar al mercado una información contable de mayor calidad (*efecto reputación*). Así, en el entorno descrito la mayor calidad podría ser una estrategia de las empresas políticamente conectadas para aumentar su reputación señalizando al mercado que las conexiones políticas no se usan para expropiar riqueza a los accionistas minoritarios sino más bien para crear valor a largo plazo. En este contexto, la literatura precedente ha puesto de manifiesto que los directivos preocupados por la re-

putación limitan las prácticas de expropiación de rentas (*e. g.*, FAMA, 1980; KREPS et ál., 1982; KREPS, 1990) lo que redundan en un aumento de la calidad de las cifras contables (*e. g.*, WANG, 2006; ALI et ál., 2007). Además, como señalan BUSHMAN et ál. (2004) un componente importante de la transparencia corporativa es la diseminación de la información a través de los medios de comunicación y los analistas financieros. Así, en línea con BUSHMAN y SMITH (2001), los autores anteriores señalan que la falta de una infraestructura de comunicación de la información impide el adecuado flujo de la información reportada por la empresa, limitando la capacidad de dicha información para llegar a los agentes económicos interesados. No obstante, en el caso de las empresas políticamente conectadas, el mayor seguimiento por parte de analistas financieros y los medios de comunicación conlleva un entorno de mayor escrutinio que supone no solo una mayor probabilidad de detección de este tipo de conductas no maximizadoras del valor a largo plazo sino también un aumento de los costes asociados a las mismas. Así pues, ante un efecto reputación, el mercado esperaría que la información contable se convirtiera en un fiel reflejo de las operaciones realizadas por la empresa más que en un mecanismo a disposición del accionista dominante para el logro de sus fines particulares.

Dado que los argumentos teóricos anteriores conllevan efectos de signo contrario (efectos expropiación/información versus efecto reputación), serán los resultados empíricos los que determinen el sentido de la interrelación entre la presencia de conexiones políticas y la capacidad informativa de los resultados contables. De este modo, nuestra primera hipótesis objeto de contraste es:

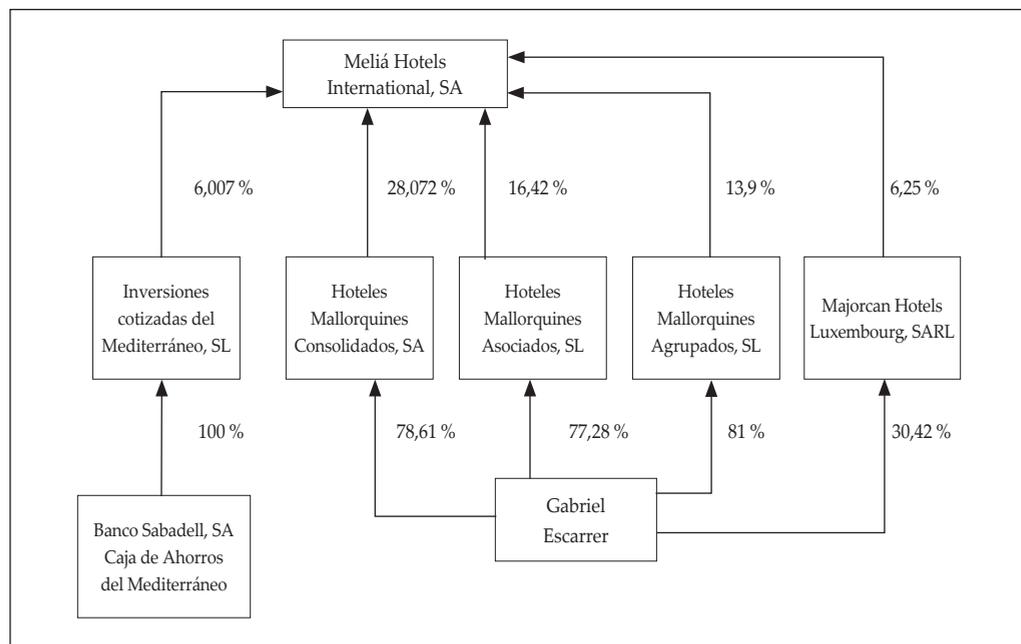
**H1:** *La presencia de conexiones políticas incide en la calidad de la información contable divulgada.*

**H1 (a):** *La presencia de conexiones políticas incide negativamente en la calidad de la información contable divulgada.*

**H1 (b):** *La presencia de conexiones políticas incide positivamente en la calidad de la información contable divulgada.*

De otra parte, la literatura previa señala que, fuera del entorno anglosajón, los accionistas dominantes utilizan las estructuras piramidales para ejercer su poder (*e. g.*, LA PORTA et ál., 1999; CLAESSENS et ál., 2000; FACCIO y LANG, 2002). Estas estructuras conllevan la conexión de varias empresas a través de relaciones de propiedad en las que un propietario dominante ostenta el control de forma directa o indirecta de todas las empresas que conforman la pirámide. A modo de ejemplo, mostramos en la **figura 1** la cadena de control de Meliá Hotels International a finales de 2012. A través de dicha figura se dibuja una estructura piramidal en la que don Gabriel Escarrer es el propietario dominante con un 64,642% de los derechos de voto (la suma de los enlaces más débiles de cada una de las cadenas de empresas que separan a don Gabriel Escarrer de Meliá Hotels International), mientras que solo posee el 47,91% de los derechos de *cash flow* (la suma de los productos de los enlaces de cada una de las cadenas de empresas que separan a don Gabriel Escarrer de Meliá Hotels International).

Figura 1. Cadena de control de Meliá Hotels Internacional, SA a 31 de diciembre de 2012



Tal como argumenta CUERVO (2002), la utilización de grupos piramidales que separan propiedad y control facilita el crecimiento de proyectos empresariales y el desarrollo de un mercado financiero interno que puede trasladar fondos de una de las partes de la pirámide a otra. En esta línea, ALMEIDA y WOLFENZON (2006) argumentan que las estructuras piramidales permiten incluir nuevas empresas que estarán bajo el control de los accionistas de la empresa original que formó el grupo piramidal. De este modo, aunque los accionistas dominantes cedan parte de las acciones a pequeños accionistas siguen manteniendo el control de todo el *cash* que se mueve en la estructura piramidal. Como argumentan los autores anteriores la estructura piramidal puede crear un mercado financiero interno que será más necesario cuanto menos eficiente sea el sistema financiero. Además, los grupos piramidales permiten otorgar garantías implícitas a los inversores externos debido a la posibilidad de trasladar flujos monetarios a través de la pirámide (RIYANTO y TOOLSEMA, 2008).

Además, tal como se recoge en la **figura 1** las pirámides conllevan una divergencia entre derechos de voto y *cash flow* en manos del propietario dominante, lo que podría aumentar los incentivos a la expropiación de rentas a los accionistas minoritarios (*e. g.*, FAN y WONG, 2002; FRANCIS et ál., 2005; LEE, 2007; SANTANA et ál., 2007; BONA et ál., 2013), puesto que en este escenario el accionista controlador disfruta de los beneficios económicos asociados a dicha conducta expropiatoria soportando en menor medida los costes derivados de la realización de transacciones no maximizadoras del valor a largo plazo. Partiendo de esta justificación, la literatura

precedente ha puesto de manifiesto una relación negativa entre la divergencia entre los derechos de voto y *cash flow* en manos del propietario dominante y la calidad de los resultados contables (e. g., FAN y WONG, 2002; BONA et ál., 2011).

No obstante, no contamos con evidencia previa sobre el efecto de la divergencia sobre la calidad de la información contable divulgada en las empresas políticamente conectadas. A este respecto, tal como hemos comentado en el epígrafe anterior las pirámides favorecen la realización de prácticas de *lobbying* (e.g. MORCK et ál., 2004; KHANNA y PALEPU, 2000). Además, las garantías que otorgan los grupos piramidales a los inversores externos debido a la posibilidad de trasladar flujos monetarios a través de la pirámide (RIYANTO y TOOLSEMA, 2008) son «apalancadas» por la presencia de conexiones políticas al facilitar la obtención de fondos al grupo. De este modo, los políticos otorgan al mercado interno que conforma la pirámide de una mayor viabilidad en su conjunto, es decir, las ventajas financieras del político se «contagian» a lo largo de toda la estructura piramidal. En esta línea, FAN et ál. (2011) argumentan que en mercados financieros menos eficientes la competencia por los recursos financieros suele estar basada en mecanismos alejados de la libre oferta y demanda a partir del establecimiento de relaciones entre empresarios, banqueros y políticos. De este modo, los empresarios que poseen estas relaciones pueden utilizarlas para obtener ventajas para diversificar sus inversiones en varios sectores y formar grupos corporativos que facilitan el traslado de fondos de unas empresas a otras dentro del grupo (e. g., MORCK et ál., 2004; KHANNA y YAFEH, 2007).

Así, la existencia de mercados alternativos a los mercados de capitales propiciados por la existencia de conexiones políticas, tales como los mercados internos o la financiación bancaria, podría conllevar que las empresas políticamente conectadas pertenecientes a un grupo piramidal fuesen menos vulnerables a las presiones de los mercados de capitales, lo que podría aumentar sus incentivos a la expropiación de rentas. De este modo, la presencia de conexiones políticas podría intensificar la relación negativa entre la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* en manos del propietario dominante y la capacidad informativa de los resultados contables, ya que en este contexto el mercado espera que la información contable refleje, más que las operaciones realizadas por la empresa, los intereses particulares del accionista dominante (*efecto expropiación*).

Asimismo, a medida que aumenta la divergencia entre derechos de voto y de *cash flow* en las empresas políticamente conectadas, aumentará también su coste de capital (e. g., SHLEIFER y VISHNY, 1986; CLAESSENS et ál., 2000; BEBCHUCK et ál., 2000; FACCIO et ál., 2001), ya que el mercado descontará a través del precio el aumento de los incentivos a expropiar por parte de los accionistas dominantes. Ello aumentaría la propensión de estas empresas a acudir a otras fuentes de financiación alternativas a los mercados de capitales, como son los mercados de capitales internos o la financiación bancaria, disponibles a un coste menor precisamente por la existencia de conexiones políticas. En este contexto, la información contable perdería protagonismo como vía para la resolución de asimetrías informativas derivadas de la separación entre propiedad y control, debido a la existencia de canales informativos privados (e. g., BALL et ál., 2003; BALL y SHIVAKUMAR, 2005), lo que conllevaría una mayor tendencia a la opacidad al objeto de proteger la conexión política. En este escenario, por tanto, tanto los accionistas como los consejeros políticos estarían interesados en suministrar al mercado la menor información posible (*efecto información*).

Frente a estos efectos expropiación e información, es preciso indicar que las estructuras piramidales atraen la atención de los inversores externos, ya que los propietarios dominantes en este tipo de estructuras utilizan la reputación y las conexiones políticas para el desarrollo de un mercado financiero interno que facilite la incorporación de nuevas unidades de negocio. Así, en línea con LA PORTA et ál. (2000) en entornos de débil protección legal la reputación se convierte en un mecanismo sustitutivo de la defensa del sistema legal para los inversores externos. Adicionalmente, a medida que aumenta la dimensión del grupo piramidal en empresas políticamente conectadas aumenta la visibilidad de la empresa. Así pues, este aumento del escrutinio unido a la importancia de la reputación reduce los incentivos a la expropiación de rentas por parte del propietario dominante (e. g., FAMA, 1980; KREPS et ál., 1982; KREPS, 1990). En este escenario el mercado espera que la información contable se erija en un fiel reflejo de las operaciones realizadas por la empresa más que en un instrumento a disposición del accionista de control para el logro de sus fines particulares (*efecto reputación*).

Dado que también en este caso los argumentos anteriores predicen efectos de signo contrario, serán los resultados empíricos los que determinen el sentido de la interrelación entre la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* en manos del propietario controlador de empresas políticamente conectadas y la capacidad informativa de los resultados contables. De este modo, nuestra segunda hipótesis objeto de contraste es:

**H2:** *La divergencia de derechos de voto y de cash flow del propietario dominante de las empresas políticamente conectadas incide en la capacidad informativa de los resultados contables.*

**H2 (a):** *La divergencia de derechos de voto y de cash flow del propietario dominante de las empresas políticamente conectadas incide negativamente en la capacidad informativa de los resultados contables.*

**H2 (b):** *La divergencia de derechos de voto y de cash flow del propietario dominante en las empresas políticamente conectadas incide positivamente en la capacidad informativa de los resultados contables.*

## 4. METODOLOGÍA

### 4.1. MUESTRA

La población utilizada en el estudio comprende las sociedades no financieras cotizadas en el Mercado Continuo español. En concreto, la muestra parte de las 114 empresas no financieras que cotizaban en dicho mercado entre 2003 y 2011. De este modo, las conexiones políticas son analizadas a través de una muestra final de 901 observaciones empresa-año, de manera que más del 95% de las sociedades incluidas en el estudio poseen 5 o más observaciones en el periodo muestral. La elección del año 2003 como punto de partida para el análisis de las conexiones po-

líticas se justifica por la entrada en vigor de la Ley 26/2003 en la que se establece la obligación por parte de las sociedades cotizadas de realizar un informe de gobierno corporativo en el que, entre otros aspectos, se describe la composición del consejo de administración de la sociedad. Para la eliminación de valores extremos hemos utilizado la metodología desarrollada por HADI (1994). Este método nos permite detectar múltiples valores extremos en datos multivariantes.

## 4.2. DETERMINACIÓN DE LAS CONEXIONES POLÍTICAS

Como comentamos anteriormente no existe una definición generalmente aceptada de conexión política, aspecto que dificulta su estudio (CHEN et ál., 2011). No obstante, la literatura precedente se ha centrado en el análisis de la presencia de políticos en el consejo de administración de las sociedades cotizadas (*e.g.*, FACCIO, 2006; GOLDMAN et ál., 2009; CHANEY et ál., 2011; CHEN et ál., 2011; BOUBRAKI et ál., 2012; DUCHIN y SOSYRA, 2012). De este modo, para determinar la presencia de políticos en el consejo de administración para cada uno de los años del periodo 2003-2011 se ha requerido la elaboración a mano de una base de datos utilizando diferentes fuentes de información. Así, se ha analizado el currículum vitae de los consejeros independientes del consejo de administración a partir de los informes anuales de gobierno corporativo publicados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y las páginas web de las empresas cotizadas. Además, en las escasas empresas en las que la información requerida para cumplimentar la base no había sido publicada en estas fuentes, se procedió a la realización de consultas a la sociedad y a la búsqueda de posibles cargos públicos anteriormente desempeñados por un consejero a través de internet. Así, a modo de ejemplo, la empresa Gas Natural es calificada como una empresa políticamente conectada en el año 2011 ya que al menos uno de sus consejeros ocupó un cargo político a nivel estatal como es don Felipe González Márquez que ocupó el cargo de Presidente del Gobierno Español entre los años 1982-1996. De este modo, el estudio se centra, al igual que los trabajos precedentes, en los casos de *revolving door*, al identificar a los políticos que pasan al sector privado ejerciendo como consejeros de sociedades cotizadas.

## 4.3. LA CAPACIDAD INFORMATIVA DE LOS RESULTADOS CONTABLES

La capacidad informativa hace referencia al nivel de credibilidad que tiene para los mercados el resultado contable (y por ende la información contable) divulgada por las empresas. El procedimiento seguido en la literatura previa (*e.g.*, TEO y WONG, 1993; IMHOFF y LOBO, 1992; WARFIELD et ál., 1995; SUBRAMANYAN y WILD, 1996; FAN y WONG, 2002; YEO et ál., 2002; FRANCIS et ál., 2005) para medir la capacidad informativa parte de la siguiente regresión, que especifica la relación básica entre la rentabilidad de las acciones y los resultados contables:

$$CAR_{it} = \psi_0 + \psi_1 NI_{it} + \varepsilon_i \quad [\text{Ec.1}]$$

Donde:

- $CAR_{it}$  es la rentabilidad acumulada de las acciones ajustada por la evolución del mercado de la empresa  $i$  en el año  $t$ . Esta variable es calculada de manera continua con los precios 12 meses antes del último día para la presentación de las cuentas anuales según la normativa bursátil (ventana 9-3)<sup>2</sup>.
- $NI_{it}$  es el resultado neto de la empresa  $i$ , deflactado por el valor de mercado de las acciones al principio del año  $t$ .
- $\varepsilon_{it}$  es el término de error de la empresa  $i$  en el año  $t$ .

De esta manera, el coeficiente  $\psi_j$  de la ecuación Ec.1 captura la capacidad informativa de los resultados contables. Partiendo de tal relación básica, y en línea con los estudios citados, la incidencia de otras variables adicionales sobre la capacidad informativa de los resultados contables es considerada en el modelo interactuándolas con la variable relativa a los resultados ( $NI_{it}$ ). Así pues, con el fin de contrastar nuestras hipótesis, consideramos las siguientes ecuaciones (Ec.2 y Ec.3).

$$CAR_{it} = \alpha_0 + NI_{it} + \alpha_2 POLITICOS_{it} \times NI_{it} + \alpha_3 POLITICOS_{it} \times DIVERG_{it} \times NI_{it} + \alpha_4 DIVERG_{it} \times NI_{it} + \alpha_5 MKBOOK_{it} \times NI_{it} + \alpha_6 END_{it} \times NI_{it} + \alpha_7 TAM_{it} \times NI_{it} + \eta_k + \phi_j + \varepsilon_i \quad [Ec.2]$$

$$CAR_{it} = \chi_0 + \chi_1 NI_{it} + \chi_2 POLITICOS\_AN_{it} \times NI_{it} + \chi_3 POLITICOS\_AN_{it} \times DIVERG_{it} \times NI_{it} + \chi_4 DIVERG_{it} \times NI_{it} + \chi_5 MKBOOK_{it} \times NI_{it} + \chi_6 END_{it} \times NI_{it} + \chi_7 TAM_{it} \times NI_{it} + \eta_k + \phi_j + \varepsilon_i \quad [Ec.3]$$

Así, con la finalidad de contrastar las hipótesis planteadas, incluimos en la ecuación Ec.2 la variable  $POLITICOS_{it}$  como una variable dicotómica que toma el valor 1 cuando en la empresa al menos uno de sus consejeros independientes ha ocupado un cargo político a nivel europeo, estatal, autonómico o local y 0 en caso contrario. Esta definición se encuentra en consonancia con la literatura precedente (e. g., FACCIO, 2006; GOLDMAN et ál., 2009; CHANEY et ál., 2011; BOUBAKRI et ál., 2012; DUCHIN y SOSYURA, 2012). Además, en la ecuación Ec.3 incorporamos la variable  $POLITICOS\_AN_{it}$  que es una variable dicotómica que toma el valor 1 cuando en la empresa al menos uno de sus consejeros independientes ha ocupado un cargo político de alto nivel (estatal o europeo) y 0 en caso contrario.

Por su parte, en línea con la literatura precedente (e. g., FAN y WONG, 2002; SANTANA et ál., 2007; BONA et ál., 2013) hemos considerado en las dos ecuaciones diversas variables de control<sup>3</sup>, por su posible incidencia en la capacidad informativa de los resultados contables. La primera de ellas es  $DIVERG_{it}$ , que mide la divergencia entre derechos de voto y de *cash flow* en manos del propietario dominante, calculado como diferencia entre los derechos de voto y los derechos de *cash*

<sup>2</sup> Para las empresas cotizadas, el último día para la presentación de las cuentas anuales es el 31 de marzo. Por tanto, la ventana utilizada ha sido de 9 meses antes y 3 meses después del cierre del año fiscal.

<sup>3</sup> Véase FAN y WONG (2002) para una explicación exhaustiva sobre la inclusión de las variables de control.

*flow* de dicho accionista. Teniendo en cuenta el objetivo de nuestro trabajo, es fundamental controlar por esta variable. La inclusión de esta variable permite que los resultados no vengan afectados por la existencia de distintos niveles de incentivos para la expropiación de rentas a los minoritarios.

De otra parte, con el fin de considerar el efecto de las oportunidades de crecimiento en el análisis de la relación resultados-rentabilidad se ha incluido en el modelo la variable  $MKBOOK_{it}$ , que mide la relación existente entre el valor de mercado de las acciones y el valor contable de los fondos propios al principio del año  $t$ . También se ha incorporado en el análisis el nivel de endeudamiento  $END_{it}$ , medido a través de la relación entre el valor contable de la deuda y el total de activos al principio del año  $t$ . Por último, se incluye la dimensión de la empresa  $TAM_{it}$ , medida a través del logaritmo natural del valor de mercado de las acciones al principio del año  $t$ . Asimismo, también hemos incluido variables dicotómicas con el fin de controlar el efecto sector ( $\phi_j$ ) y el efecto anual ( $\eta_k$ ).

## 5. ANÁLISIS EMPÍRICO

### 5.1. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS

En la **tabla 2** (Panel A) mostramos los estadísticos descriptivos de la variable dependiente y las variables independientes. El valor promedio de  $CAR_{it}$  es  $-0,0336$ , siendo su mediana de  $0,0106$ . Por su parte, el valor promedio de  $NI_{it}$  es de  $0,0485$ , con una mediana de  $0,0560$ . Tales variables no presentan, por tanto, una elevada dispersión. Por su parte, el accionista de referencia posee más derechos de voto que de *cash flow*. Concretamente, la media de la variable  $DIVERG_{it}$  indica que los niveles de voto se sitúan en términos promedios un  $4,53\%$  por encima de los niveles de derechos de *cash flow*.

En la **tabla 2** (Panel B) mostramos la matriz de correlaciones. El mayor valor de  $0,48$  se corresponde con las variables  $POLITICOS_{it}$  y  $POLITICOS\_AN_{it}$ , pero no generan ningún problema de multicolinealidad en los modelos por cuanto ambas variables no aparecen conjuntamente en las regresiones. Con el fin de asegurarnos de que el problema de multicolinealidad no estaba presente, hemos calculado el Factor de Inflación de la Varianza (FIV) para cada variable independiente incluida en los modelos estimados. Los valores FIV fueron en todos los casos muy inferiores a  $5$ , que es el valor indicativo de que podría existir un problema de multicolinealidad (STUDENMUND, 1997).

Tabla 2. Estadísticos descriptivos

Panel A					
	Media	Mediana	Desviación típica	Mínimo	Máximo
$CAR_{it}$	$-0.0336$	$0.0106$	$0.3447$	$-1.5212$	$1.1820$
					.../...

Panel A					
	Media	Mediana	Desviación típica	Mínimo	Máximo
.../...					
$NI_{it}$	0.0485	0.0560	0.0817	-0.3074	0.3586
$DIVERG_{it}$	4.5332	0	7.4147	0	36.64
$MKBOOK_{it}$	2.3420	1.8326	1.8075	-3.6238	9.7266
$END_{it}$	0.7081	0.6615	0.3758	0.0872	5.7080
$TAM_{it}$	13.4786	13.3116	1.8380	9.3833	18.480

Panel B							
	$CAR_{it}$	$NI_{it}$	$POLITICOS_{it}$	$POLITICOS\_AN_{it}$	$DIVERG_{it}$	$MKBOOK_{it}$	$END_{it}$
$NI_{it}$	0,32						
$POLITICOS_{it}$	0,01	-0,03					
$POLITICOS\_AN_{it}$	0,00	0,01	0,48				
$DIVERG_{it}$	-0,01	0,01	0,05	-0,04			
$MKBOOK_{it}$	0,08	0,06	0,04	0,07	0,03		
$END_{it}$	-0,07	0,05	0,00	-0,03	0,01	0,14	
$TAM_{it}$	0,24	0,25	0,27	0,23	0,13	0,05	0,16

$CAR_{it}$  es la rentabilidad acumulada de las acciones ajustada por la evolución del mercado de la empresa  $i$  en el año  $t$  (ventana 9-3).  $NI_{it}$  representa el resultado neto de la empresa, deflactado por el valor de mercado de las acciones al principio del año.  $POLITICOS_{it}$  es una variable dicotómica que toma el valor 1 cuando en la empresa al menos uno de sus consejeros independientes ha ocupado un cargo político a nivel europeo, estatal, autonómico o local y 0 en caso contrario.  $POLITICOS\_AN_{it}$  es una variable dicotómica que toma el valor 1 cuando en la empresa al menos uno de sus consejeros independientes ha ocupado un cargo político de alto nivel (estatal o europeo) y 0 en caso contrario.  $DIVERG_{it}$  mide la divergencia entre derechos de voto y de *cash flow*, medido como diferencia entre los derechos de voto y los derechos de *cash flow* en manos del accionista de referencia.  $MKBOOK_{it}$  mide la relación existente entre el valor de mercado de las acciones y el valor contable de los fondos propios al principio del año  $t$ .  $END_{it}$  es la relación entre el valor contable de la deuda y el total de activos al principio del año  $t$ .  $TAM_{it}$  es el logaritmo natural del valor de mercado de las acciones al principio del año  $t$ .

## 5.2. RESULTADOS

Las regresiones han sido estimadas utilizando el Método Generalizado de los Momentos (MGM) desarrollado por ARELLANO y BOND (1991), incorporando las correcciones propuestas

por ARELLANO y BOVER (1995) y BLUNDELL y BOND (1998). La estimación en dos etapas estima las regresiones con errores robustos a la heterocedasticidad. Asimismo, la versión del MGM en niveles (o en sistemas), introducido por ARELLANO y BOVER (1995) y BLUNDELL y BOND (1998), mejora el estimador original al combinar un conjunto de ecuaciones en primeras diferencias con niveles retardados de las variables como instrumentos adicionales. De esta manera, la metodología permite abordar tanto el problema de heterogeneidad como de endogeneidad. El problema de heterogeneidad es superado al modelizarlo con un efecto individual que es eliminado al realizarse las primeras diferencias de las variables. El problema de endogeneidad es superado al utilizarse como instrumentos de las variables independientes los retardos de las mismas. Las variables relativas a los años y a los sectores fueron consideradas estrictamente exógenas.

Para contrastar las hipótesis enunciadas estimamos las regresiones correspondientes a las ecuaciones Ec.2 y Ec. 3 (Modelo 2 y Modelo 3, **tabla 3**). De este modo, si nos centramos en la hipótesis H1 los resultados del Modelo 2 muestran una incidencia negativa y significativa de la presencia de políticos en el consejo de administración sobre la capacidad informativa de los resultados contables ( $\alpha_2 = -0,93$ ). En el Modelo 3 se aprecia que dicha incidencia es también negativa y significativa si se considera únicamente la presencia de políticos de alto nivel ( $\chi_2 = -0,76$ ). Estos resultados se encuentran en consonancia con la hipótesis H1a. Con el fin de discriminar entre las dos explicaciones alternativas propuestas en los argumentos teóricos para justificar la relación negativa entre la presencia de conexiones políticas y la capacidad informativa de los resultados contables (efecto expropiación versus efecto información), estimamos cómo incide la presencia de consejeros políticos en el valor de la empresa. De esta manera, si la incidencia de la presencia de consejeros políticos en el valor de la empresa fuera negativa los signos de  $\alpha_2$  y  $\chi_2$  en las ecuaciones 2 y 3, respectivamente, vendrían explicados por la presencia de un efecto expropiación, mientras que si la incidencia fuera positiva los signos de  $\alpha_2$  y  $\chi_2$  vendrían explicados por un efecto información.

**Tabla 3. Incidencia de la presencia de consejeros políticos en la capacidad informativa de los resultados contables**

Modelo 1 (Ec. 1): $CAR_{it} = \psi_0 + \psi_1 NI_{it} + \varepsilon_i$			
Modelo 2 (Ec. 2): $CAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NI_{it} + \alpha_2 POLITICOS_{it} \times NI_{it} + \alpha_3 POLITICOS_{it} \times DIVERG_{it} \times NI_{it} + \alpha_4 DIVERG_{it} \times NI_{it} + \alpha_5 MKBOOK_{it} \times NI_{it} + \alpha_6 END_{it} \times NI_{it} + \alpha_7 TAM_{it} \times NI_{it} + \eta_k + \phi_j + \varepsilon_i$			
Modelo 3 (Ec.3): $CAR_{it} = \chi_0 + \chi_1 NI_{it} + \chi_2 POLITICOS\_AN_{it} \times NI_{it} + \chi_3 POLITICOS\_AN_{it} \times DIVERG_{it} \times NI_{it} + \chi_4 DIVERG_{it} \times NI_{it} + \chi_5 MKBOOK_{it} \times NI_{it} + \chi_6 END_{it} \times NI_{it} + \chi_7 TAM_{it} \times NI_{it} + \eta_k + \phi_j + \varepsilon_i$			
	<b>Modelo 1</b>	<b>Modelo 2</b>	<b>Modelo 3</b>
$NI_{it}$	0,31***	0,02***	0,49***
	(3,34)	(4,38)	(4,20)
			.../...

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
.../...			
POLITICOS <sub>it</sub> × NI <sub>it</sub>		-0,93*** (-11,56)	
POLITICOS_AN <sub>it</sub> × NI <sub>it</sub>			-0,76*** (-12,17)
POLITICOS × DIVERG × NI <sub>it</sub>		0,11*** (10,82)	
POLITICOS_AN × DIVERG × NI <sub>it</sub>			0,09*** (7,15)
DIVERG <sub>it</sub> × NI <sub>it</sub>		-0,04*** (-4,04)	-0,013*** (-1,76)
MKBOOK <sub>it</sub> × NI <sub>it</sub>		0,001 (1,44)	0,0008 (0,94)
END <sub>it</sub> × NI <sub>it</sub>		0,25** (1,99)	0,02 (0,15)
TAM <sub>it</sub> × NI <sub>it</sub>		0,09*** (2,98)	0,03*** (2,42)
Constante	-0,05*** (-3,77)	-0,09*** (-3,69)	-0,07*** (-2,81)
Efecto año		Sí	Sí
Efecto sector		Sí	Sí
Test de Hansen	7,61 (0,37)	97,59 (1,00)	101,48 (1,00)
Test m2	-1,29 (0,19)	-0,71 (0,48)	-0,84 (0,40)
			.../...

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
.../...			
Test z1		1063,05***	216,46***
Test z2		49,57***	33,47***
Test z3		359,43***	676,55***

t-student en paréntesis. \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1

$CAR_{it}$  es la rentabilidad acumulada de las acciones ajustada por la evolución del mercado de la empresa  $i$  en el año  $t$  (ventana 9-3).  $NI_{it}$  representa el resultado neto de la empresa, deflactado por el valor de mercado de las acciones al principio del año.  $POLITICOS_{it}$  es una variable dicotómica que toma el valor 1 cuando en la empresa al menos uno de sus consejeros independientes ha ocupado un cargo político a nivel europeo, estatal, autonómico o local y 0 en caso contrario.  $POLITICOS\_AN_{it}$  es una variable dicotómica que toma el valor 1 cuando en la empresa al menos uno de sus consejeros independientes ha ocupado un cargo político de alto nivel (estatal o europeo) y 0 en caso contrario.  $DIVERG_{it}$  mide la divergencia entre derechos de voto y de *cash flow*, medido como diferencia entre los derechos de voto y los derechos de *cash flow* en manos del accionista de referencia.  $MKBOOK_{it}$  mide la relación existente entre el valor de mercado de las acciones y el valor contable de los fondos propios al principio del año  $t$ .  $END_{it}$  es la relación entre el valor contable de la deuda y el total de activos al principio del año  $t$ .  $TAM_{it}$  es el logaritmo natural del valor de mercado de las acciones al principio del año  $t$ .

*Test de Hansen*. Ho: Los instrumentos no están correlacionados con los residuos. *Test m2*. Ho: No existe correlación serial de segundo orden en los residuos en primeras diferencias. z1, test de Wald de significación conjunta de las variables relativas a los años. z2, test de Wald de significación conjunta de las variables relativas a los sectores. z3, test de Wald de significación conjunta de los coeficientes obtenidos.

En la **tabla 4** mostramos los resultados de la incidencia de la presencia de consejeros políticos en el valor de la empresa (Ec.4 y Ec.5; Modelo 4 y Modelo 5, **tabla 4**).

$$TOBINQ_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 POLITICOS_{it} + \lambda_2 DIVERG_{it} + \lambda_3 TAM_{it} + \eta_k + \phi_j + \varepsilon_i \quad [\text{Ec.4}]$$

$$TOBINQ_{it} = \omega_0 + \omega_1 POLITICOS\_AN_{it} + \omega_2 DIVERG_{it} + \omega_3 TAM_{it} + \eta_k + \phi_j + \varepsilon_i \quad [\text{Ec.5}]$$

Donde  $TOBINQ_{it}$  es la Q de Tobin, calculada como cociente de la suma del valor de mercado de las acciones y deuda entre el valor contable de los activos de la empresa.

Los resultados revelan una relación positiva entre la presencia de conexiones políticas y el valor de la empresa ( $\lambda_1 = 0,1579$  y  $\omega_1 = 0,3120$ ), lo que nos permite concluir que es el efecto información el que justifica en el contexto español una relación negativa entre la presencia de conexiones políticas y la credibilidad de los resultados contables.

Tabla 4. Incidencia de la presencia de consejeros políticos en el valor de la empresa

Modelo 4 (Ec.4): $TOBINQ_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 POLITICOS_{it} + \lambda_2 DIVERG_{it} + \lambda_3 TAM_{it} + \eta_k + \phi_j + \varepsilon_i$
Modelo 5 (Ec.5): $TOBINQ_{it} = \omega_0 + \omega_1 POLITICOS\_AN_{it} + \omega_2 DIVERG_{it} + \omega_3 TAM_{it} + \eta_k + \phi_j + \varepsilon_i$

.../...

.../...

	Modelo 6	Modelo 7
POLITICOS <sub>it</sub>	0,1579*** (15,63)	
POLITICOS_AN <sub>it</sub>		0,3120*** (11,43)
DIVERG <sub>it</sub>	-0,005*** (-8,08)	-0,0006*** (-4,12)
TAM <sub>it</sub>	0,1640*** (27,37)	0,1641*** (26,84)
Constante	-0,6617*** (-7,06)	-0,6752*** (-7,83)
Efecto año	Sí	Sí
Efecto sector	Sí	Sí
Test de Hansen	89,96 (0,797)	91,78 (0,756)
Test m2	-2,12 (0,538)	-2,18 (0,573)
Test z1	791,28***	221,08***
Test z2	313,88***	116,67***
Test z3	288,77***	391,55***

t-student en paréntesis. \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1

$TOBINQ_{it}$  es la Q de Tobin, calculada como cociente de la suma del valor de mercado de las acciones y deuda entre el valor contable de los activos de la empresa.  $POLITICOS_{it}$  es una variable dicotómica que toma el valor 1 cuando en la empresa al menos uno de sus consejeros independientes ha ocupado un cargo político a nivel europeo, estatal, autonómico o local y 0 en caso contrario.  $POLITICOS\_AN_{it}$  es una variable dicotómica que toma el valor 1 cuando en la empresa al menos uno de sus consejeros independientes ha ocupado un cargo político de alto nivel (estatal o europeo) y 0 en caso contrario.  $TAM_{it}$  es el logaritmo natural del valor de mercado de las acciones al principio del año  $t$ . *Test de Hansen*. Ho: Los instrumentos no están correlacionados con los residuos.

*Test m2*. Ho: No existe correlación serial de segundo orden en los residuos en primeras diferencias. *z1*, test de Wald de significación conjunta de las variables relativas a los años. *z2*, test de Wald de significación conjunta de las variables relativas a los sectores. *z3*, test de Wald de significación conjunta de los coeficientes obtenidos.

Asimismo, en la **tabla 3** también se aprecia una incidencia positiva y significativa de la presencia de políticos en el consejo de administración sobre la capacidad informativa de los resultados contables a medida que aumenta la divergencia entre derechos de voto y de *cash flow* ( $\alpha_3 = 0,11$ ;  $\chi_3 = 0,09$ ). Estos resultados son consistentes con la hipótesis H2b, siendo por tanto el efecto reputación el que determina la incidencia de la divergencia en empresas políticamente conectadas en la credibilidad de la información contable.

En relación con las variables de control, a medida que aumenta la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* en manos del accionista de referencia disminuye la capacidad informativa de los resultados contables (los coeficientes de  $DIVERG_{it} \times NI_{it}$  en ambos modelos son negativos y estadísticamente significativos). Los resultados son consistentes con la literatura precedente (e. g., FAN y WONG, 2002; FRANCIS et ál., 2005; LEE, 2007; SANTANA et ál., 2007; BONA et ál., 2013) que muestra que la mayor separación entre derechos de voto y *cash flow* en manos del propietario dominante limita la internalización de los costes derivados de cualquier actuación expropiatoria para dicho accionista, lo que reduce la capacidad informativa de los resultados contables.

En cuanto al resto de variables de control, se aprecia que los resultados de las empresas de mayor tamaño poseen un mayor contenido informativo, ya que el coeficiente de  $NI_{it} \times TAM_{it}$  es positivo y estadísticamente significativo. El coeficiente de  $NI_{it} \times END_{it}$  cuando es positivo (y significativo en el modelo 4), al igual que también  $NI_{it} \times MKBOOK_{it}$ , que es también positivo y significativo en ambos modelos. Esto indica que el mayor endeudamiento y las mayores oportunidades de crecimiento están asociadas a una mayor capacidad informativa de los resultados contables. Todo ello está en consonancia con los resultados obtenidos, para otros contextos geográficos, por FAN y WONG (2002) y FRANCIS et ál. (2005).

Dado que la primera y esencial propiedad de un instrumento es su independencia estadística con respecto a los residuos, contrastamos si los instrumentos utilizados son adecuados mediante un test de restricciones sobreidentificadas (*test de Hansen* en la **tabla 3**), bajo la hipótesis nula de que todos los instrumentos no están correlacionados con los residuos. Si la hipótesis nula es rechazada, existirían dudas sobre la idoneidad de los instrumentos (BAUM, 2006). Como la hipótesis nula no es rechazada en ninguno de los casos podemos concluir que los instrumentos utilizados son adecuados. Además de dicho contraste, ARELLANO y BOND (1991) muestran que la consistencia de los estimadores MGM depende de manera crucial de la inexistencia de correlación serial de segundo orden en los residuos en primeras diferencias. Para determinar si no existe tal correlación utilizamos el estadístico de ARELLANO y BOND (*test m2*) que contrasta la hipótesis nula de ausencia de correlación serial de los residuos en primeras diferencias. En la estimación de los modelos se puede apreciar que podemos considerar la ausencia de este tipo de correlación. Finalmente, realizamos tres contrastes adicionales:  $z1$ , un test de Wald de significación conjunta de las variables relativas a los años;  $z2$ , un test de Wald de significación conjunta de las variables relativas a los sectores; y  $z3$ , un test de Wald de significación conjunta de los coeficientes obtenidos. En todos los contrastes de Wald se rechaza la hipótesis nula de ausencia de significación conjunta.

### 5.3. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

Con el fin de contrastar la robustez de los resultados obtenidos hemos reestimado los Modelos 4 y 5 considerando las siguientes variaciones:

- Hemos utilizado una medida alternativa del resultado, donde el resultado neto es sustituido por el resultado de explotación. Los resultados son mostrados en los Modelos 6 y 7 de la **tabla 5**.
- Hemos incorporado la variable *CRISIS<sub>t</sub>*, que toma el valor 1 para los años 2008-2011 y 0 en otro caso. Con ello pretendemos controlar el efecto de la crisis financiera en la capacidad informativa de los resultados contables. Los resultados son mostrados en los Modelos 8 y 9 de la **tabla 5**.

En ninguno de los casos se aprecian diferencias significativas en los coeficientes de las variables experimentales, viéndose afectada únicamente la significatividad de algunas variables de control. Asimismo se aprecia en los Modelos 8 y 9 que la crisis ha supuesto una menor capacidad informativa de los resultados contables de las empresas.

Tabla 5. Incidencia de la presencia de consejeros políticos en la capacidad informativa de los resultados contables. Análisis de sensibilidad

Modelo 8 (Ec. 8): $CAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NO_{it} + \alpha_2 POLITICOS_{it} \times NO_{it} + \alpha_3 POLITICOS_{it} \times DIVERG_{it} \times NO_{it} + \alpha_4 DIVERG_{it} \times NO_{it} + \alpha_5 MKBOOK_{it} \times NI_{it} + \alpha_6 END_{it} \times NO_{it} + \alpha_7 TAM_{it} \times NO_{it} + \eta_k + \phi_j + \varepsilon_i$				
Modelo 9 (Ec. 9): $CAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NO_{it} + \alpha_2 POLITICOS\_AN_{it} \times NO_{it} + \alpha_3 POLITICS\_AN_{it} \times DIVERG_{it} \times NO_{it} + \alpha_4 DIVERG_{it} \times NO_{it} + \alpha_5 MKBOOK_{it} \times NI_{it} + \alpha_6 END_{it} \times NO_{it} + \alpha_7 TAM_{it} \times NO_{it} + \eta_k + \phi_j + \varepsilon_i$				
Modelo 10 (Ec. 10): $CAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Ni_{it} + \alpha_2 POLITICOS_{it} \times NI_{it} + \alpha_3 POLITICOS_{it} \times DIVERG_{it} \times NI_{it} + \alpha_4 DIVERG_{it} \times NI_{it} + \alpha_5 MKBOOK_{it} \times NI_{it} + \alpha_6 END_{it} \times NI_{it} + \alpha_7 TAM_{it} \times NI_{it} + \alpha_8 CRISIS_t \times NI_{it} + \eta_k + \phi_j + \varepsilon_i$				
Modelo 11 (Ec. 11): $CAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Ni_{it} + \alpha_2 POLITICOS\_AN_{it} \times NI_{it} + \alpha_3 POLITICOS\_AN_{it} \times DIVERG_{it} \times NI_{it} + \alpha_4 DIVERG_{it} \times NI_{it} + \alpha_5 MKBOOK_{it} \times NI_{it} + \alpha_6 END_{it} \times NI_{it} + \alpha_7 TAM_{it} \times NI_{it} + \alpha_8 CRISIS_t \times NI_{it} + \eta_k + \phi_j + \varepsilon_i$				
	Modelo 6 (NO <sub>it</sub> )	Modelo 7 (NO <sub>it</sub> )	Modelo 8 (CRISIS <sub>t</sub> )	Modelo 9 (CRISIS <sub>t</sub> )
NI <sub>it</sub>			2,72*** (7,64)	2,24*** (4,10)
				.../...

	Modelo 6 (NO <sub>it</sub> )	Modelo 7 (NO <sub>it</sub> )	Modelo 8 (CRISIS)	Modelo 9 (CRISIS)
.../...				
NO <sub>it</sub>	1,62*** (11,69)	1,03*** (6,02)		
POLITICOS <sub>it</sub> × NI <sub>it</sub>			-0,79*** (-10,13)	
POLITICOS <sub>it</sub> × NO <sub>it</sub>	-0,99*** (-7,72)			
POLITICOS_AN <sub>it</sub> × NI <sub>it</sub>				-0,949*** (-5,34)
POLITICOS_AN <sub>it</sub> × NO <sub>it</sub>		-0,55*** (-8,37)		
POLITICOS <sub>it</sub> × DIVERG <sub>it</sub> × NI <sub>it</sub>			0,13*** (9,49)	
POLITICOS <sub>it</sub> × DIVERG <sub>it</sub> × NO <sub>it</sub>	0,07*** (4,17)			
POLITICOS_AN <sub>it</sub> × DIVERG <sub>it</sub> × NI <sub>it</sub>				0,13 (7,06)
POLITICOS_AN <sub>it</sub> × DIVERG <sub>it</sub> × NO <sub>it</sub>		0,04*** (6,04)		
DIVERG <sub>it</sub> × NI <sub>it</sub>			-0,04*** (-3,46)	-0,04** (-2,13)
DIVERG <sub>it</sub> × NO <sub>it</sub>	-0,08*** (-7,15)	-0,04*** (-13,71)		
.../...				

	Modelo 6 (NO <sub>it</sub> )	Modelo 7 (NO <sub>it</sub> )	Modelo 8 (CRISIS <sub>it</sub> )	Modelo 9 (CRISIS <sub>it</sub> )
.../...				
MKBOOK <sub>it</sub> × NI <sub>it</sub>			0,004*** (4,02)	0,002*** (3,83)
MKBOOK <sub>it</sub> × NO <sub>it</sub>	0,004*** (5,07)	0,001* (1,66)		
END <sub>it</sub> × NI <sub>it</sub>			1,05*** (8,01)	1,06 (6,29)
END <sub>it</sub> × NO <sub>it</sub>	0,81*** (4,32)	-0,09 (-0,63)		
TAM <sub>it</sub> × NI <sub>it</sub>			0,06*** (2,81)	0,14*** (3,12)
TAM <sub>it</sub> × NO <sub>it</sub>	0,27*** (19,98)	0,14*** (7,79)		
CRISIS <sub>it</sub> × NI <sub>it</sub>			-2,00*** (18,81)	0,64*** (3,49)
Constante	-0,03 (-1,62)	0,009 (0,42)	-0,08*** (-4,07)	-0,11*** (3,29)
Efecto año	Sí	Sí	Sí	Sí
Efecto sector	Sí	Sí	Sí	Sí
Test de Hansen	94,26 (1,00)	89,34 (1,00)	94,67 (1,00)	43,60 (0,70)
Test m2	-1,12 (0,26)	-1,18 (0,24)	-0,65 (0,514)	-0,72 (0,47)
				.../...

	Modelo 6 (NO <sub>it</sub> )	Modelo 7 (NO <sub>it</sub> )	Modelo 8 (CRISIS <sub>t</sub> )	Modelo 9 (CRISIS <sub>t</sub> )
.../...				
Test z1	297,18***	356,94***	870,10***	42,18***
Test z2	85,81***	124,21***	61,62***	7,16***
Test z3	184,19***	270,85***	288,23***	119,42***

t-student en paréntesis. \*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1. CAR<sub>it</sub> es la rentabilidad acumulada de las acciones ajustada por la evolución del mercado de la empresa *i* en el año *t* (ventana 9-3). NI<sub>it</sub> representa el resultado neto de la empresa, deflactado por el valor de mercado de las acciones al principio del año. NO<sub>it</sub> representa el resultado de explotación de la empresa, deflactado por el valor de mercado de las acciones al principio del año. POLITICOS<sub>it</sub> es una variable dicotómica que toma el valor 1 cuando en la empresa al menos uno de sus consejeros independientes ha ocupado un cargo político a nivel europeo, estatal, autonómico o local y 0 en caso contrario. POLITICOS\_AN<sub>it</sub> es una variable dicotómica que toma el valor 1 cuando en la empresa al menos uno de sus consejeros independientes ha ocupado un cargo político de alto nivel (estatal o europeo) y 0 en caso contrario. DIVERG<sub>it</sub> mide la divergencia entre derechos de voto y de cash flow, medido como diferencia entre los derechos de voto y los derechos de cash flow en manos del accionista de referencia. MKBOOK<sub>it</sub> mide la relación existente entre el valor de mercado de las acciones y el valor contable de los fondos propios al principio del año *t*. END<sub>it</sub> es la relación entre el valor contable de la deuda y el total de activos al principio del año *t*. TAM<sub>it</sub> es el logaritmo natural del valor de mercado de las acciones al principio del año *t*. CRISIS<sub>t</sub> es una variable dicotómica que toma el valor 1 para los años 2008-2011 y 0 en otro caso. Test de Hansen. Ho: Los instrumentos no están correlacionados con los residuos. Test m2. Ho: No existe correlación serial de segundo orden en los residuos en primeras diferencias. z1, test de Wald de significación conjunta de las variables relativas a los años. z2, test de Wald de significación conjunta de las variables relativas a los sectores. z3, test de Wald de significación conjunta de los coeficientes obtenidos.

## 6. CONSIDERACIONES FINALES

En este trabajo hemos analizado cómo la presencia en el consejo de administración de un consejero que ha ocupado un cargo político podría condicionar los incentivos de los agentes internos en relación con las políticas de elaboración y suministro de información contable a terceros. De esta forma, nos centramos en la incidencia de los consejeros políticos en la capacidad informativa de los resultados contables, es decir, en la credibilidad que proporciona el mercado a la información contable suministrada por las empresas políticamente conectadas.

Nuestros resultados muestran que en un entorno en el que el principal conflicto de agencia deriva de la divergencia de intereses entre propietarios dominantes y accionistas minoritarios y en el que el sistema legal proporciona escasa protección a los inversores externos, la incidencia de la presencia de conexiones políticas en la credibilidad de los resultados contables es negativa. Estos resultados son consistentes con la presencia de un efecto información por el que tanto accionistas como políticos están interesados en proporcionar al mercado la menor información posible. De este modo, el mercado anticipa una preferencia por la opacidad al objeto de brindar protección al consejero político, reduciendo la posibilidad de exponer al político a la falta de objetividad en la asignación de recursos. De este modo, a diferencia de otros trabajos (CHANEY et ál.,

2011) el diseño de nuestra investigación permite concluir que en España las conexiones políticas no se utilizan para la expropiación de riqueza a los minoritarios sino más bien para la creación de valor a largo plazo.

Adicionalmente, nuestro trabajo aborda un aspecto que no ha sido considerado en trabajos precedentes, esto es, la incidencia de la divergencia entre el nivel de derechos de voto y la participación en el capital del propietario dominante en la capacidad informativa de los resultados contables en empresas políticamente conectadas. En este sentido, nuestro estudio revela una incidencia positiva de dicha divergencia en la credibilidad de los resultados contables. Estos resultados son consistentes con un aumento de la preocupación por la reputación a medida que aumenta la dimensión del grupo piramidal y, por tanto, su visibilidad. De esta manera, en escenarios de alto escrutinio público y mediático la posibilidad de detención de dichas conductas es elevada y también son significativos los costes asociados a las mismas.

Estos resultados son especialmente interesantes ya que mientras la literatura precedente encuentra una incidencia negativa de la divergencia en la capacidad informativa de los resultados contables (FAN y WONG, 2002; BONA et ál., 2011), nuestro trabajo evidencia que dicha influencia es positiva cuando consideramos conjuntamente la divergencia y la presencia de consejeros políticos. De este modo, QIAN *et al.* (2011) encuentran para una muestra de empresas cotizadas chinas que las conexiones políticas incrementan los incentivos a la expropiación de rentas a los minoritarios en empresas que tienen asegurado el acceso a fuentes de financiación alternativas al mercado como la financiación bancaria. Sin embargo, nuestro trabajo evidencia que las conexiones políticas limitan las actuaciones expropiatorias a pesar de la presencia de estructuras que favorecen la creación de un mercado de capitales interno como las pirámides. A este respecto, cabe señalar que aún en esta situación en la que existen fuentes de financiación alternativas a los mercados de capitales, la presencia de políticos en el consejo conlleva que mecanismos de gobierno externos tales como el mercado de capitales, los analistas financieros o los medios de comunicación adquieran un protagonismo esencial como vía para construir o, en su caso, restar reputación, a diferencia de lo que ocurre en una economía centralizada como China, en la que el nivel de escrutinio público y mediático al que está sometida la actuación del consejero político es mucho menor.

Nuestro estudio contribuye al debate actual sobre el papel desempeñado por los consejeros políticos en el consejo de administración de las empresas cotizadas al proporcionar evidencia empírica sobre el efecto de las conexiones políticas en la credibilidad de las cifras contables reportadas por la empresa en un contexto donde el principal conflicto de agencia deriva de la divergencia de intereses entre propietarios dominantes y accionistas minoritarios. Así, proporcionamos a los organismos reguladores elementos de juicio que posibiliten la adopción de medidas que promuevan una asignación más eficiente de los recursos. En este sentido, los resultados de este estudio pueden ser de gran utilidad para organismos supervisores y auditores, dada su preocupación por el aumento de la transparencia. Igualmente, los resultados pueden ser de utilidad para inversores y analistas financieros, puesto que evidencian la importancia de considerar determinadas características específicas del sistema de gobierno de cada empresa

cuando se lleva a cabo el análisis de la interrelación entre el gobierno corporativo y la credibilidad otorgada por el mercado a las cifras contables. En este sentido, sería deseable un mayor nivel de transparencia de las operaciones realizadas en el ámbito empresarial que supongan interrelación con el ámbito político.

No obstante, nuestro trabajo presenta también algunas limitaciones principalmente vinculadas a la dificultad de medir la existencia de conexiones políticas ya que aunque nos hemos centrado en las que se explicitan en el informe de gobierno corporativo, pueden existir otro tipo de vínculos entre los ámbitos corporativo y político que no han podido ser captadas en nuestro estudio, por ejemplo los derivados de vínculos familiares o societarios.

El presente trabajo abre líneas de investigación futuras como el análisis de la relación entre conexión política y capacidad informativa en función de la naturaleza familiar o no del propietario dominante, de la presencia de accionistas institucionales, de la cotización de la empresa en distintos mercados o de la consideración de ciertas características del consejo de administración, como puede ser el grado de implicación del consejero político en las funciones propias del consejo. Finalmente, nuestro trabajo evidencia la necesidad de seguir profundizando en la identificación de medidas que permitan cuantificar la preocupación por la reputación al objeto de analizar su influencia directa sobre la calidad de las cifras contables reportadas.

---

## Bibliografía

AGRAWAL, A. y KNOEBER, C.R. [2001]: «Do some outside directors play a political role», *Journal of Law and Economics*, 44, págs. 179-198.

ALI, A.; CHEN T. Y. y RADHAKRISHNAN, S. [2007]: «Corporate disclosures by family firms». *Journal of Accounting and Economics*, 44, págs. 238-286.

ALMEIDA, H. V. y WOLFENZON, D. [2006]: «A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups», *The Journal of Finance*, LXI, págs. 2.637-2.680.

ARELLANO, M. y BOND, S. [1991]: «Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations», *Review of Economic Studies*, 58, págs. 277-297.

ARELLANO, M. y BOVER, O. [1995]: «Another look at the instrumental variable estimation of error-components models», *Journal of Econometrics*, 68, págs. 29-51.

BALL, R.; ROBIN, A. y WU, J. S. [2003]: «Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asian countries and implications for acceptance of IAS», *Journal of Accounting & Economics*, 36, págs. 235-270.

BALL, R. y SHIVAKUMAR, L. [2005]: «Earnings quality in UK private firms: Comparative loss recognition timeliness», *Journal of Accounting and Economics*, 39, págs. 83-128.

BEBCHUK, L.; KRAAKMAN, R. y TRIANTIS, G. [2000]: *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights in Concentrated Corporate Ownership*, Randall MORCK, University of Chicago Press.

BLUNDELL, R. y BOND, S. [1998]: «Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models», *Journal of Econometrics*, 87, págs. 115-143.

BONA SÁNCHEZ, C.; PÉREZ ALEMÁN, J. y SANTANA MARTÍN, D. J. [2011]: «Ultimate Ownership and Earnings Conservatism», *European Accounting Review*, 20, págs. 57-80.

– [2013]: «Control institucional dominante y capacidad informativa de los resultados contables», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, forthcoming.

BOUBAKRI, N.; GUEDHAMI, O.; MISHRA, D. y SAFFAR, W. [2012]: «Political connections and the cost of equity capital», *Journal of Corporate Finance*, 18, págs. 541-559.

BUSHMAN, R. M. y PIOTROSKI, J. D. [2006]: «Financial reporting incentives for conservative accounting: The influence of legal and political institutions», *Journal of Accounting and Economics*, 42, págs. 107-148.

BUSHMAN, R.; PIOTROSKI, J. y SMITH, A. [2004]: «What Determines Corporate Transparency?» *Journal of Accounting Research*, 42 (Supplement 2004), págs. 207-52.

BUSHMAN, R. y SMITH, A. [2001]: «Financial Accounting Information and Corporate Governance», *Journal of Accounting and Economics*, 31, págs. 237-333.

CHANEY, P. K.; FACCIO, M. y PARSLEY, D. [2011]: «The quality of accounting information in politically connected firms», *Journal of Accounting and Economics*, 51, págs. 58-76.

CHEN, C. J. P.; LI, Z.; ZU, X. y SUN, Z. [2011]: «Rent-seeking incentives, corporate political connections, and the control structure of private firms: Chinese evidence», *Journal of Corporate Finance*, 17, págs. 229-243.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S. y LANG, L. [2000]: «The separation of ownership and control in East Asian corporations», *Journal of Financial Economics*, 58, págs. 81-112.

COOPER, M. J.; GULEN, H. y OVTCHINNIKOV, A. V. [2010]: «Corporate political contributions and stock returns», *The Journal of Finance*, 65, págs. 687- 724.

CUERVO, A. [2002]: «Corporate governance mechanisms: A plea for less code of good governance and more market control», *Corporate Governance: An International Review*, 10, págs. 84-93.

DUCHIN, R. y SOSYURA, D. [2012]: «The politics of government investment», *Journal of Financial Economics*, 106, págs. 24-48.

FACCIO, M. [2006]: «Politically-connected firms», *American Economic Review*, 96, págs. 369-386.

– [2010]: «Differences between Politically Connected and Non connected Firms: A Cross-Country Analysis», *Financial Management*, 39, págs. 905-928.

FACCIO, M. y PARSLEY, D. C. [2009]: «Sudden deaths: Taking stock of geographic ties», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44 (3), págs. 683-718.

FACCIO, L. y LANG, L. [2002]: «The ultimate ownership of Western European corporations», *Journal of Financial Economics*, 65, págs. 365-395.

- FACCIO, M.; LANG, L. y YOUNG, L. [2001]: «Dividends and Expropriation», *American Economic Review*, 91, págs. 54-78.
- FAMA, E. [1980]: «Agency problems and the theory of the firm», *Journal of Political Economy*, 88(2): págs. 288-307.
- FAN, J. P. H. y WONG, T. J. [2002]: «Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia», *Journal of Accounting y Economics*, 33, págs. 401-425.
- FISMAN, R. [2001]: «Estimating the value of political connections», *American Economic Review*, 91, págs. 1.095-1.102.
- FRANCIS, J.; SCHIPPER, K. y VINCENT, L. [2005]: «Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights», *Journal of Accounting y Economics*, 39, págs. 329-360.
- GINER, B. y ARCE, M. [2012]: «Lobbying on Accounting Standards: Evidence from IFRS 2 on Share-Based Payments», *European Accounting Review*, 21:4, págs. 655-691.
- GOLDMAN, E.; ROCHOLL, J. y SO, J. [2009]: «Do politically connected boards affect firm value?», *The Review of Financial Studies*, 22, págs. 2.331-2.360.
- GUL, F. A. [2006]: «Auditors' Response to Political Connections and Cronyism in Malaysia», *Journal of Accounting Research*, 44, págs. 931-963.
- HADI, A. [1994]: «A Modification of a Method for the Detection of Outliers in Multivariate Samples», *Journal of the Royal Statistical Society*, 56, págs. 393-396.
- IMHOFF, E. A. y LOBO, G. J. [1992]: «The effect of ex ante earnings uncertainty on earnings response coefficients», *The Accounting Review*, 67, págs. 427-439.
- JOHNSON, S. y MITTON, T. [2003]: «Cronyism and capital controls: evidence from Malaysia», *Journal of Financial Economics*, 67, págs. 351-382.
- JORISSEN, A.; LYBAERT, N.; ORENS, R. y VAN DER TAS, L. [2012]: «Formal participation in the IASB's due process of standard setting: a multi-issue/multi-period analysis», *European Accounting Review*, 21-4, págs. 693-729.
- KHANNA, T. y PALEPU, K. [2000]: «Is group affiliation profitable in emerging markets? An analysis of diversified Indian business group», *The Journal of Finance*, 55, págs. 867-893.
- KHANNA, T. y YAFEH, Y. [2007]: «Business groups in emerging markets: paragons or parasites?», *Journal of Economic Literature*, 45, págs. 331-372.
- KHWAJA, A. I. y MIAN, A. [2005]: «Do lenders favor politically connected firms? Rent seeking in an emerging financial market», *Quarterly Journal of Economics*, 120, págs. 1.371-1.411.
- KREPS, D. [1990]: «Corporate culture and economic theory», *Perspectives on Positive Political Economy*, Cambridge University Press, págs. 90-143.
- KREPS, D.; MILGROM, P. R. y WILSON, R. [1982]: «Rational cooperation in the finitely repeated prisoner's dilemma», *Journal of Economic Theory*, 27(2), págs. 245-282.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F. y SHLEIFER, A. [1999]: «Corporate ownership around the world», *The Journal of Finance* LIV, págs. 471-517.

- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. [2000]: «Investor protection and corporate governance», *Journal of Financial Economics*, 58, págs. 3-27.
- LEE, K. [2007]: «Corporate voluntary disclosure and the separation of cash flow rights from control rights», *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 28, págs. 393-416.
- LEUZ, C. y OBERHOLZER-GEE, F. [2006]: «Political relationships, global financing, and corporate transparency: Evidence from Indonesia», *Journal of Financial Economics*, 81, págs. 411-439.
- MCLEAY, S.; ORDELHEIDE, D. y YOUNG, S. [2000]: «Constituent lobbying and its impact on the development of financial reporting regulations: evidence from Germany», *Accounting, Organizations and Society*, 25(1), págs. 79-98.
- MILLER, G. S. [2004]: «Discussion of What Determines Corporate Transparency», *Journal of Accounting Research*, 42, págs. 253-268.
- MORCK, R.; STANGELAND, D. A. y YEUNG, B. [2000]: «Inherited wealth, corporate control, and economic growth: The Canadian Disease», en: MORCK, R. (ed.) *Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press, Chicago.
- MORCK, R.; WOLFENZON, D. y YEUNG, B. [2004]: «Corporate governance, economic entrenchment and growth», *National Bureau of Economics Research*, WP: 10692.
- PIOTROSKI, J. D.; WONG, T. J. y ZHANG, T. [2008]: «Political incentives to suppress negative financial information: evidence from state-controlled Chinese firms», *Working Paper*, Stanford University.
- QIAN, M.; PAN, H. y YEUNG, B. [2011]: «Expropriation of minority shareholders in politically connected firms», *SSRN Working Paper*.
- RAHI-BELKAOUI, A. [2004]: «Politically-Connected Firms: Are They Connected to Earnings Opacity?», *Research in Accounting Regulation*, 17: 25.
- RIYANTO, Y. E. y TOOLSEMA, L. A. [2008]: «Tunneling and propping: A justification for pyramidal ownership», *Journal of Banking & Finance*, 32, págs. 2.178-2.187.
- SANTANA MARTÍN, D. J.; BONA SÁNCHEZ, C. y PÉREZ ALEMÁN, J. [2007]: «Estructura de propiedad y capacidad informativa de los resultados contables», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 133, págs. 55-72.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R. W. [1986]: «Large Shareholders and Corporate Control», *Journal of Political Economy*, 94, págs. 461-488.
- STUDENMUND, A. H. [1997]: *Using Econometrics: A Practical Approach*, Addison-Wesley.
- SUBRAMANYAM, K. R. y WILD, J. J. [1996]: «Going-Concern status, earnings persistence, and informativeness of earnings», *Contemporary Accounting Research*, 13, págs. 251-273.
- TEO, S. H. y WONG, T. J. [1993]: «Perceived auditor quality and the earnings response coefficients», *The Accounting Review*, 68, págs. 346-367.
- VAN LENT, L. [1997]: «Pressure and politics in financial accounting regulation: the case of the financial conglomerates in the Netherlands», *Abacus*, 33(1), págs. 88-114.
- WANG, D. [2006]: «Founding family ownership and earnings quality», *Journal of Accounting and Research*, 44, págs. 619-655.

WARFIELD, T. D.; WILD, J. J. y WILD, K. L. [1995]: «Managerial ownership, accounting choices and informativeness of earnings», *Journal of Accounting y Economics*, 20, págs. 61-91.

WATTS, R. L. y ZIMMERMAN, J. L. [1978]: «Towards a positive theory of the determination of accounting standards», *The Accounting Review*, January, págs. 112-134.

– [1986]: *Positive accounting theory*. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.

YEO, G.; TAN, P.; HO, K. y CHEN, S. [2002]: «Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Earnings», *Journal of Business Finance & Accounting*, 29, págs. 1.023-1.046.