

## GESTIÓN DEL RESULTADO Y GOBIERNO CORPORATIVO EN LAS EMPRESAS FAMILIARES EUROPEAS

**ÓSCAR LÓPEZ DE FORONDA PÉREZ**

*Profesor Titular del Área de Economía Financiera y Contabilidad.  
Dpto. de Economía y Administración de Empresas.  
Universidad de Burgos*



Este trabajo ha obtenido el **1.º Premio Estudios Financieros 2009** en la modalidad de **CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**.

El Jurado ha estado compuesto por: don José Ramón GONZÁLEZ GARCÍA, doña María Teresa DEL VAL NÚÑEZ, don José Antonio GONZALO ANGULO, doña Herenia GUTIÉRREZ PONCE, don LORENZO LARA LARA y don Alejandro LARRIBA DÍAZ ZORITA.

Los trabajos se presentan con seudónimo y la selección se efectúa garantizando el anonimato del autor.

### **Extracto:**

**EN** el presente trabajo analizamos cómo la estructura de propiedad y control de las empresas familiares modela las prácticas contables discrecionales. Basándonos en una muestra de empresas de once países europeos, nuestro trabajo destaca la importancia que en ellas adquiere un potencial conflicto de intereses entre los accionistas mayoritarios pertenecientes al núcleo de control y el resto del accionariado. Nuestros resultados ponen de manifiesto que la posibilidad de contestar al control del principal accionista formando coaliciones de control alternativas reduce la gestión del resultado. También encontramos evidencia de que la participación como segundo o tercer accionista de un inversor de naturaleza familiar facilita el establecimiento de acuerdos con el accionista principal para la extracción de beneficios privados, con el consiguiente perjuicio sobre el valor de la empresa y sobre la calidad de la información contable. Asimismo, incluimos el estudio del entorno institucional y legal, si bien en este caso nuestros resultados no permiten afirmar que dicho entorno incida diferenciadamente en la discrecionalidad contable de las empresas familiares.

**Palabras clave:** discrecionalidad contable, propiedad familiar, contestabilidad de los accionistas y entorno legal.

# Sumario

1. Introducción.
2. Propiedad familiar, control y discrecionalidad contable: revisión teórica e hipótesis.
  - 2.1. Control corporativo y discrecionalidad contable.
  - 2.2. Propiedad familiar y discrecionalidad contable.
3. Datos y metodología.
  - 3.1. Muestra y variables
  - 3.2. Metodología.
4. Resultados.
  - 4.1. Análisis descriptivo.
  - 4.2. Análisis explicativo.
5. Conclusiones.

Apéndice.

Bibliografía.

## 1. INTRODUCCIÓN

En un contexto de crisis económica y financiera de escala prácticamente universal resulta especialmente llamativo el anuncio realizado hace pocas semanas por la empresa alemana Porsche, cuyos responsables han informado de que entre agosto de 2008 y enero de 2009 el beneficio neto de la compañía ha alcanzado los 5.500 millones de dólares, cuatro veces más que los 1.260 millones que lograron en el mismo período un año antes. Se trata de la cara opuesta de las gravísimas dificultades que está atravesando el sector automovilístico a nivel mundial, con empresas como Chrysler, General Motors o Saab luchando denodadamente por evitar la quiebra. Es precisamente este contraste lo que sugiere la conveniencia de preguntarse qué hay detrás de las cifras contables de Porsche, pudiendo constatar que ese espectacular incremento no se debe a un aumento en paralelo de las ventas –de hecho, los ingresos por facturación se redujeron en un 13% debido a una disminución del 27% de la venta de vehículos–, sino a otro tipo de motivos.

La razón está en su participación en el 50% en Volkswagen cuya espectacular subida bursátil en octubre de 2008 se tradujo en suculentos ingresos para Porsche. En ese mes Volkswagen se convirtió, gracias a la estrategia financiera de Porsche, en la mayor compañía del mundo por capitalización bursátil. Porsche que controlaba a principios de octubre de 2008 el 35% de Volkswagen anunció el 7 de octubre que iba a ejercitar una opción de compra para hacerse con el 50% de la compañía de modo que Volkswagen acabó teniendo un accionista de control. Como consecuencia de esta operación las acciones de Volkswagen llegaron a dispararse hasta un 55% el pasado 7 de octubre marcando un máximo de 452 euros.

Los *hedge funds* que apostaban debido a la crisis del sector por una caída en la cotización de la fábrica de los coches del pueblo tuvieron que recomprar acciones a toda velocidad para cubrir posiciones después de que Porsche anunciara su intención de aumentar su presencia en la filial. En sesiones posteriores, las acciones de Volkswagen llegaron a dispararse cerca del 100% alcanzando la cifra de 1.005 euros y de cierre de 945 euros. El cerebro de esta operación fue Ferdinand Piëch, actual Presidente del consejo de supervisión de Volkswagen y accionista de referencia de Porsche. Ferdinand Piëch es hijo de Louise Piëch Porsche, nieto de Ferdinand Porsche diseñador del mítico Escarabajo y sobrino de Ferry Porsche fundador de la marca de automóviles.

Piëch ha mantenido su afecto por lo que hizo su abuelo, Ferdinand Porsche, que fue el fundador de Porsche y de Volkswagen y, ahora que Piëch está acercándose al retiro como Presidente de Volkswagen, ha querido volver a vincular las dos empresas con la compra por parte de Porsche de una participación importante en Volkswagen. Otro caso más de accionistas minoritarios actuando como si la empresa fuera suya, aunque sean propietarios de solo una minoría, que resulta muy cara para el resto de accionistas lo que muestra cómo los intereses personales de un alto ejecutivo pueden primar sobre sus responsabilidades hacia sus accionistas. De hecho la agencia de calificación Fitch ha indicado que esta operación puede resultar beneficiosa únicamente para determinados accionistas particulares, caso de Piëch, que además es Presidente de la compañía pero desfavorable para muchos inversores institucionales que vienen demandando mejoras en los resultados de Volkswagen a través de una reestructuración corporativa y que con la operación de Porsche pierden capacidad de influencia para la toma de decisiones.

En definitiva estas prácticas contables se producen en muchas empresas como consecuencia de un excesivo ejercicio de poder de un accionista dominante en la empresa. Es necesario, por tanto, seguir analizando los problemas que afectan al gobierno corporativo en Europa y, más particularmente, las relaciones entre el grupo de accionistas de control y el resto de propietarios no pertenecientes al mismo. No en vano, el reciente informe del grupo de expertos de alto nivel sobre la regulación europea de Derecho Mercantil contempla con preocupación las prácticas abusivas de control corporativo y el riesgo de que los accionistas de referencia se prevalgan de su posición en detrimento de los accionistas minoritarios (HLG, 2002a y 2002b). De hecho, recientes escándalos financieros en la cúpula de las organizaciones europeas, algunas con una larga tradición familiar, han puesto en entredicho la efectividad de los distintos mecanismos de gobierno a la hora de defender los intereses de pequeños accionistas que han visto mermado su patrimonio.

La creciente importancia de los pequeños accionistas en la empresa europea queda ratificada por los recientes cambios legislativos y por el incremento en el activismo de dichos accionistas (PRIETO, 2006). El Consejo de la Unión Europea aprobó el 1 de junio de 2007 la *Directiva sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas*, con la que trata de consolidar en el entorno europeo la transparencia corporativa y el acceso a la información independientemente del país de residencia del accionista, el ejercicio del derecho de voto mediante representación y se abre la puerta a la participación en las Juntas Generales mediante procedimientos electrónicos. Aunque los Estados miembros de la Unión Europea disponen de dos años para incorporar al Derecho nacional los contenidos mínimos de la norma comunitaria, la legislación española se ha hecho ya eco de numerosos de esos contenidos. Además del Código Olivencia (1998), el Informe Aldama (2003) y el Código Unificado de Gobierno Corporativo (2006), son referencia obligada en este aspecto la Ley de Transparencia (26/03), la Ley Financiera (44/02) y la transposición de la Ley de Sociedad Anónima Europea (19/05). Aunque en modo variado, todos estos textos comparten la preocupación por la mejor defensa de los derechos de los accionistas en general y, particularmente, los de aquellos que, por su escasa participación, pueden quedar lesionados más fácilmente.

En paralelo a este reforzamiento legal de la situación de los accionistas minoritarios se ha ido gestado un movimiento social de refuerzo y promoción de dichos accionistas tanto en el conjunto de Europa como en nuestro país. Buena prueba de ello es la existencia de una Asociación Española de

Accionistas Minoritarios de Empresas Cotizadas, una de cuyas recientes iniciativas ha sido la creación, en colaboración con otras asociaciones de juristas y empresarios, del Observatorio Español de OPA con el objetivo de analizar los procesos de ofertas públicas de adquisición de acciones en España, incluyendo el punto de vista del accionista minoritario. También cabe reseñar la existencia del Foro del Pequeño Accionista, auspiciado por el Instituto de Estudios Superiores de la Empresa y el Grupo Inforpress, orientado a analizar los problemas específicos en la comunicación entre los pequeños accionistas y las compañías cotizadas.

Gran parte de estas iniciativas tienen como rasgo común la preocupación por la nueva configuración de propiedad en la que los derechos de los accionistas minoritarios pueden no quedar suficientemente protegidos. Tal y como recoge el informe Winter, informe que inspira en gran medida los textos legales anteriormente citados, estas normas pretenden reducir el riesgo de expropiación de riqueza al que pueden verse sometidos los accionistas minoritarios <sup>1</sup> y vienen a mostrar que el conflicto entre accionistas y directivos no tiene por qué ser el principal problema de gobierno al que se enfrenten las empresas. De hecho, existe constancia empírica de que en muchos países europeos la debilidad del sistema legal de protección a los accionistas minoritarios facilita la expropiación por parte de los grandes accionistas que controlan la empresa, agudizándose este problema en los países con tradición legal civilista en comparación con aquellos inspirados en la denominada tradición legal común (LA PORTA *et al.*, 1997, 1998 y 2000) <sup>2</sup>.

Las empresas de propiedad familiar se erigen en empresas en las que el control mayoritario de los miembros familiares, los particulares lazos que entre ellos se establecen y la eventualidad de relegar los intereses de otros accionistas no pertenecientes al núcleo familiar adquieren particular relevancia. Constituyen, en consecuencia, un terreno especialmente abonado para testar las repercusiones de los conflictos entre el o los accionistas controladores y otros accionistas –ya sean minoritarios o poseedores de participaciones significativas en la propiedad– que no participan totalmente en el control y en la toma de decisiones de la empresa.

Una manifestación de primera magnitud en el ámbito contable de los mencionados conflictos de intereses viene dada por la gestión del resultado <sup>3</sup>, pues la modificación interesada de los datos sobre beneficios permite alterar las cuasi-rentas obtenidas por los distintos partícipes y genera incentivos para ciertos comportamientos expropiatorios u oportunistas. De hecho la investigación en la gestión del resultado se relaciona con mecanismos de gobierno corporativo que pueden reducir la discrecionalidad de la actuación directiva (BHARATH *et al.*, 2008; DOYLE *et al.*, 2007; ZHAO y CHEN, 2008) tales como el tamaño y la composición del consejo (BEASLEY, 1996; PEASNELL *et al.*, 2005; XIE *et al.*, 2003), la existencia de comités de auditoría (DEFOND y JIAMBALVO, 1991; KLEIN, 2002), el nivel de propiedad directiva (CHENG y WARFIELD, 2005; GABRIELSEN *et al.*, 2002), y el papel que pueden desempeñar los auditores externos y los inversores institucionales (BECKER *et al.*, 1998; DEFOND y SUBRAMANYAM, 1998; JIAMBALVO *et al.*, 2002).

<sup>1</sup> Entrevista concedida por J. WINTER (*Expansión*, 30 de diciembre de 2002).

<sup>2</sup> Hemos optado por mantener la denominación de ley civil y ley común como traducción de las expresiones inglesas *civil law* y *common law* ampliamente utilizadas por la literatura, a pesar de su posible incorrección léxica en español.

<sup>3</sup> Aun cuando la literatura en español recurre frecuentemente a la expresión inglesa *earnings management*, hemos optado por el término gestión del resultado para traducir dicho vocablo (VV.AA., 2005).

En nuestro caso avanzamos en esta línea de investigación incluyendo en el análisis la influencia de los accionistas de referencia en la discrecionalidad en material contable por parte de la dirección de la empresa. Y este efecto lo estudiamos en el marco de empresas europeas en las que los principales problemas de agencia son de tipo II por lo que nos enfrentamos a un conflicto entre accionistas grandes que controlan la empresa y pequeños inversores que no tienen ni el suficiente poder de voto ni, en muchos casos, la suficiente cobertura legal para tener un peso específico en la toma de decisiones de la empresa (BECHT y RÖELL, 1999; BOZEC y LAURIN, 2008; JOHNSON *et al.*, 2000). Este problema es más incisivo en las empresas de naturaleza familiar donde el principal accionista puede ser dueño y señor de la compañía llegando en muchos casos a expropiar riqueza a los pequeños accionistas (ALI *et al.*, 2007; VILLALONGA y AMIT, 2006). En este contexto, la labor de contrapeso que pueden realizar el resto de accionistas de referencia al excesivo poder del primer accionista resulta crucial para los intereses de todos los inversores (BENNEDSEN y WOLFENZON, 2000; LEHMAN y WEIGAND, 2000; MAURY y PAJUSTE, 2005; VOLPIN, 2002).

Por ello, la piedra angular de nuestro trabajo viene dada por la distribución del control corporativo entre varios accionistas de referencia en las empresas de naturaleza familiar. Aparece así la noción de *contestabilidad*<sup>4</sup>, el grado de respuesta que encuentra el principal accionista a sus decisiones y la formación de cambiantes coaliciones de control como elementos que reconfiguran constantemente la distribución de poder en la empresa. La relación entre accionistas mayoritarios y minoritarios cobra especial relevancia y la dualidad de tipologías conflicto/coalición que esa relación puede adquirir serán claves a la hora de explicar la toma de decisiones en la empresa.

El objetivo de nuestro trabajo podría enunciarse como el análisis de la influencia de la estructura de propiedad de las empresas familiares europeas sobre la discrecionalidad contable. En un paso más de concreción, nuestro trabajo estudia hasta qué punto la contestación al control familiar por parte de otros accionistas y la protección legal de los accionistas minoritarios condicionan la calidad de la información financiera suministrada por la empresa. En ese sentido, nuestra investigación se apoya en aquellos estudios que analizan la calidad de la información contable y las prácticas de gestión del resultado en dicho contexto.

Las páginas precedentes, en nuestra opinión, justifican la conveniencia de abordar el funcionamiento de los mecanismos de control corporativo en unas empresas como las de propiedad familiar en las que las posibles divergencias entre accionistas de control y el resto del accionariado resultan más patentes, y hacerlo desde una perspectiva internacional con la explícita consideración del peculiar perfil legal e institucional de cada país. Los resultados de nuestro estudio ponen de manifiesto que la formación de una coalición de control con accionistas que tengan naturaleza individual o familiar estimula la expropiación de los accionistas minoritarios y perjudica la calidad de la información contable.

El trabajo se articula en cinco grandes epígrafes. Tras la introducción, en el epígrafe 2 estudiamos la gestión del resultado y las manipulaciones de la información contable que surgen en estas

<sup>4</sup> Hemos optado por traducir mediante este término la expresión anglosajona *contestability*, relativa a la posible contestación al poder del accionista mayoritario por los demás accionistas o necesidad de contar con estos últimos para lograr mayorías de voto en la empresa.

empresas, lo que nos permite plantear una serie de hipótesis susceptibles de contratación empírica. La descripción de la muestra objeto de estudio, la selección de las variables empleadas y la explicación de la metodología aplicada constituyen el contenido de la siguiente sección, mientras que en el cuarto epígrafe exponemos los principales resultados obtenidos en nuestro análisis y valoramos el grado de cumplimiento de las hipótesis inicialmente formuladas. El trabajo se cierra con un apartado de conclusiones donde destacamos los elementos más relevantes de la investigación y apuntamos futuras líneas de trabajo.

## 2. PROPIEDAD FAMILIAR, CONTROL Y DISCRECIONALIDAD CONTABLE: REVISIÓN TEÓRICA E HIPÓTESIS

### 2.1. Control corporativo y discrecionalidad contable.

La distribución del control corporativo tiene potenciales repercusiones sobre los incentivos de los distintos accionistas para extraer beneficios privados y, por ende, sobre la discrecionalidad en materia contable en la empresa familiar. En este tipo de compañías existe el riesgo de un posible uso intencionado de la información contable por parte de los accionistas familiares internos para orientar la gestión de la empresa en su propio beneficio y, por tanto, para expropiar riqueza correspondiente a los accionistas externos.

Tales situaciones surgen debido a las ventajas informativas con que cuentan los directivos y los accionistas internos no solo sobre la situación actual y perspectivas de la empresa sino también sobre su propia actuación e implicación en la creación de valor. Surge así la necesidad de proveer de una información veraz a los mercados con el fin de limitar la discrecionalidad directiva, atenuar las asimetrías informativas y facilitar elementos de referencia que permitan una valoración más apropiada de la empresa. Entre los procedimientos para aportar esta información se encuentran los estados financieros, con los que se supone que la empresa trata de ofrecer una imagen fiel de su situación.

A pesar de que inicialmente los estados financieros responden a esa intención, cabe una utilización desvirtuada de los mismos modificando de alguna manera su utilidad y orientándolos en interés de algún grupo de *stakeholders*. Una de las posibles formas de intervención sobre esta información es la denominada gestión del resultado, entendida como la alteración del resultado contable en función de los intereses de la dirección (DECHOW *et al.*, 1996; DECHOW y SKINNER, 2000). Son muy variadas las formas que puede revestir la gestión del resultado, tales como la modificación de métodos contables, los criterios de valoración de existencias, las partidas extraordinarias (BEATTIE *et al.*, 1994), los gastos en I+D (BANGE y DEBONDT, 1998) o los ajustes por devengo (BANNISTER y NEWMAN, 1996; DEFOND y PARK, 1997). Pero, a pesar de la pluralidad de prácticas contables disponibles, son tres los principales métodos de análisis de gestión del resultado: el estudio de los ajustes por devengo agregados (JONES, 1991), los ajustes por devengo específicos (PETRONI, 1992) y el estudio de la distribución de la cifra de resultados (BURGSTAHLER y DICHEV, 1997; GALLÉN y GINER, 2005).

Nosotros nos centraremos en el primero de ellos, cuya esencia consiste en que los ajustes por devengo nacen para mejorar el contenido informativo de los estados financieros. Las divergencias entre la corriente de beneficios y la corriente de flujos de caja hace preciso introducir algunos ajustes contables para mejorar la información de los *cash flow* y, en pura teoría, los ajustes por devengo responden al intento de mejorar la calidad contable (HANSEN y NOE, 1998; FRANCIS y KRISHNAN, 1999; BARTH *et al.*, 2001).

Ahora bien, cabe una utilización interesada de esos ajustes para favorecer la función de utilidad de ciertos grupos de interesados, por lo que es conveniente distinguir qué parte de los ajustes por devengo corresponde a cada uno de los motivos o, usando otra terminología, qué parte son ajustes normales o no discrecionales y qué parte resultan ajustes anormales o discrecionales (DECHOW, 1994; PEASNELL *et al.*, 2000). Mientras que el componente no discrecional tiene por objetivo mejorar la calidad de la información contable, el elemento discrecional obedece a las motivaciones discrecionales de los directivos. Esta dicotomía de motivos conduce también a diferentes elementos determinantes de unos y otros. Mientras que los ajustes no discrecionales responderán probablemente a motivos ligados con las operaciones habituales de la empresa, los ajustes discrecionales dependerán de los incentivos y capacidad de los directivos para modificar la contabilidad.

Se explica así que el estudio de la discrecionalidad contable se haga vinculado al gobierno corporativo en cuanto que este último limitará o facilitará la posibilidad de gestión del resultado (GARCÍA y GILL DE ALBORNOZ, 2002; JIAMBALVO *et al.*, 2002). Esta es la óptica adoptada por nosotros por cuanto nos planteamos la relación existente entre la estructura de propiedad y de control de las empresas familiares y las prácticas de gestión del resultado en las mismas.

Las coordenadas básicas de referencia en este caso vienen dadas por la posibilidad de una utilización discrecional de la cifra de resultados por parte de los accionistas que componen el núcleo familiar. En este sentido, dichos intereses podrían orientarse hacia la reducción de la cifra de beneficios con el fin de, por ejemplo, recortar el reparto de dividendos a la vez que se extraen beneficios privados mediante otras fuentes de ingresos, mediante relaciones laborales privilegiadas o mediante el mantenimiento de relaciones comerciales con empresas situadas en la órbita de los intereses familiares (DEANGELO y DEANGELO, 2000). Por el contrario, cabe también justificar una modificación contable al alza de los beneficios para lograr mejores retribuciones vía dividendos con menoscabo de otras necesidades corporativas.

Todo ello configura un cuadro de relaciones que expresaremos en las hipótesis que se formulan en el epígrafe 2.2.

## 2.2. Propiedad familiar y discrecionalidad contable.

La concentración de la propiedad, característica habitual de las empresas familiares, comporta unas diferentes necesidades y demandas de información contable de calidad. El mejor conocimiento que de la empresa poseen los accionistas internos y el carácter informal de las relaciones que entre ellos se establecen conduce a una menor demanda de información financiera pública y puntual por parte de los mercados financieros (BALL *et al.*, 2003). Desde esta perspectiva, cabría esperar que se

ejercieran mayores niveles de discrecionalidad contable en las empresas familiares a fin de poder encubrir contablemente una eventual extracción de beneficios privados por parte del núcleo familiar (FAN y WONG, 2002; HAW *et al.*, 2004; FRANCIS *et al.*, 2005; SANTANA *et al.*, 2007). Esta tendencia sería tanto más acusada cuanto que el accionista mayoritario controla no solo el proceso de difusión de la información contable sino también el proceso de elaboración de la misma (WANG, 2006).

Y si la evidencia empírica acerca de la incidencia de la propiedad familiar en el valor de la empresa ha proporcionado resultados dispersos y no fácilmente conciliables, los escasos estudios en relación con su efecto sobre la discrecionalidad contable conducen a conclusiones divergentes con la anterior suposición (ALI *et al.*, 2007; WANG, 2006). Como apunta el segundo de estos autores, dos pueden ser las razones aducidas para justificar la mejor calidad de la información contable suministrada por las empresas familiares. En primer lugar, el hecho de una mayor preocupación en estas empresas por la supervivencia de la empresa y, en consecuencia, una gestión empresarial más marcada hacia el largo plazo con el subsiguiente intento de labrarse y mantener una buena reputación en los mercados financieros. En segundo lugar, estos trabajos centran su atención en entornos como el estadounidense, en los que la tipología de problemas de agencia, los niveles de concentración de la propiedad y la protección legal de los accionistas son considerablemente distintos a los existentes en Europa.

En cualquier caso, el entorno institucional y legal dominante en los países objeto de nuestro análisis y el perfil de las relaciones de agencia en ellos preponderantes sugieren la conveniencia de mantener el marco teórico hasta ahora esbozado.

Partiendo de la tendencia de las empresas familiares a generar una información contable de menor calidad, cabe suponer que la existencia de un control corporativo más disputado, la necesidad de sumar otros accionistas a la coalición de control y la más estricta supervisión que estos últimos realizarán del núcleo familiar llevan a pensar que tales rasgos redundarán en una reducción de la discrecionalidad contable. Por ese motivo podemos enunciar nuestra primera hipótesis de trabajo del siguiente modo:

**Hipótesis 1:** *La distribución de la propiedad entre varios accionistas de referencia reducirá la discrecionalidad contable en las empresas familiares.*

Por su parte, la interacción que se produce entre los dos principales accionistas cuando ambos tienen naturaleza familiar puede afectar a su vez a la calidad de la información contable. Así vistas las cosas, si los dos mayores propietarios tienen naturaleza personal o familiar, en el supuesto de que exista entre ambos una cierta connivencia para la obtención de beneficios privados, menor será su necesidad y demanda de información contable de calidad y mayores serán sus incentivos para implementar prácticas contables que permitan ocultar tal actuación. Dicho de otro modo, cuando el segundo accionista tiene carácter institucional o corporativo, se encuentra sometido a un escrutinio y auditoría más estrechos por parte de las autoridades y de los mercados, supervisión que él probablemente trasladará a las empresas en las que participa. En consecuencia, enunciaremos nuestra segunda hipótesis en los siguientes términos:

**Hipótesis 2:** *La presencia como segundo accionista de una familia influye positivamente sobre la discrecionalidad contable de las empresas cuyo principal accionista es también una familia o un particular.*

Para finalizar la presentación de los supuestos teóricos del trabajo ha de hacerse referencia a cómo influye el entorno institucional sobre las prácticas contables. Los estudios al respecto han mostrado una indudable relación entre la gestión del resultado y la protección legal de los inversores (LEUZ *et al.*, 2003), revelando que un ordenamiento jurídico en el que los derechos de los accionistas queden mejor garantizados va asociado con mayores dificultades para que los accionistas internos oculten el verdadero rendimiento de la empresa. Si a este planteamiento superponemos la idea de la necesidad de una mejor protección legal de los inversores minoritarios que forman parte de las empresas familiares, podríamos establecer nuestra última hipótesis como indicamos a continuación:

**Hipótesis 3:** *El nivel de protección legal de los accionistas incidirá en mayor grado en la discrecionalidad contable de las empresas cuyo principal accionista es una familia.*

### 3. DATOS Y METODOLOGÍA

#### 3.1. Muestra y variables.

La información necesaria para contrastar las hipótesis planteadas ha requerido la utilización combinada de dos bases de datos. Los datos económicos referidos a los estados financieros (balance de situación y cuenta de resultados) y los valores de mercado de las diferentes empresas proceden de la base de datos *Compustat*. Por su parte, la información sobre la estructura de propiedad de las empresas se extrajo de la base de datos *Amadeus*. La muestra objeto de análisis, como se detalla en la **tabla 1**, queda configurada por 1.208 empresas pertenecientes a once países miembros de la Unión Europea en el período 1997-2000 con un total de 3.091 observaciones.

**TABLA 1.** *Composición de la muestra por países.*

Tradición legal civil: 748 empresas, 1.688 observaciones					
Origen francés	Empresas	Observac.	Origen alemán	Empresas	Observac.
Francia	270	547	Alemania	146	345
España	57	141	Austria	18	42
Holanda	72	204	<b>Total</b>	<b>164</b>	<b>387</b>
Bélgica	36	75			
Grecia	29	62	Origen escandinavo		
			Dinamarca	39	110
<b>Total</b>	<b>464</b>	<b>1.029</b>	Suecia	53	93
			Finlandia	28	69
			<b>Total</b>	<b>120</b>	<b>272</b>

.../...

.../...

Tradición legal común: 460 empresas, 1.403 observaciones		
Gran Bretaña	460	1.403
<b>Total</b>	<b>460</b>	<b>1.403</b>

A partir de esta información, hemos definido un conjunto de variables que tratan de medir los distintos aspectos a los que anteriormente se hizo referencia. Para facilitar la comprensión del elenco de variables utilizadas, en el apéndice final se presenta una enumeración de todas ellas, su significado y el modo como han sido definidas.

La valoración de las empresas por el mercado se ha medido a través de la variable MB, definida como el cociente entre el valor de mercado y el valor contable de los activos totales. Dadas las dificultades para obtener el valor de mercado de la deuda, y siguiendo a MAURY y PAJUSTE (2005) y VILLALONGA y AMIT (2006), definiremos el valor de mercado del activo como la suma del valor de mercado de los recursos propios y del valor contable de la deuda.

La estructura de propiedad, el modo como se ejerce el control de la empresa y, consiguientemente, la contestación que encuentra el principal accionista se incorporará a nuestro análisis de diversas formas, lo que da origen a una serie de variables que exponemos a continuación. La aproximación más básica a la concentración de la propiedad viene dada por la participación en la propiedad de cada uno de los tres principales accionistas (C1, C2 y C3, respectivamente). Esta variable determinará la posible consideración de accionista de referencia, pues exigimos un umbral mínimo del 5% para recibir tal consideración.

La variable que guarda una relación más inmediata con la contestación recibirá la denominación de CONTEST y la definimos como la suma de la propiedad del segundo y del tercer accionista dividida entre la propiedad del principal accionista. Cuanto mayor sea el valor de CONTEST, en mayor medida la coalición del segundo y tercer accionista es capaz de desafiar la propiedad del principal accionista y, por tanto, mayor contestación existirá en la empresa. No obstante, la capacidad de formar coaliciones de control alternativas al mayor accionista no depende únicamente de la diferencia entre la posición del principal y los demás inversores sino también de la proporción de la propiedad que cada una de esas participaciones representa<sup>5</sup>. A fin de reforzar el significado de CONTEST hemos definido la variable dicotómica TC que toma el valor uno cuando la propiedad poseída por el mayor accionista se encuentra en el primer tercil (entendido este tercil como el tercio de empresas para las cuales la propiedad del mayor accionista toma valores más altos) y cero en caso contrario. Esta variable nos permitirá, por tanto, testar el efecto específico que ciertas variables tienen en las empresas en las que el principal accionista tiene una mayor participación en la propiedad y, al menos teóricamente, se encuentra más inclinado a la extracción de beneficios privados.

La noción de la *contestabilidad* representa un aspecto nuclear de nuestro trabajo, por lo que hemos definido dos variables adicionales a fin de medir de forma alternativa ese aspecto y testar la sensibilidad

<sup>5</sup> Aunque CONTEST tomaría el mismo valor cuando la participación de los tres principales accionistas es 30%, 20% y 15% y cuando tales participaciones son 3%, 2% y 1,5%, claramente en el primero de los casos la capacidad de desafiar el control del primer accionista resulta superior.

de nuestros resultados ante modificaciones en la forma de medir la *contestabilidad*. Ambas variables constituyen variaciones del índice de Herfindahl y las designaremos como HERF1 y HERF2. La primera de ellas se calcula como la suma de los cuadrados de la diferencia entre la participación del primer y del segundo accionista y del segundo y tercer accionista respectivamente. Introducida inicialmente por MAURY y PAJUSTE (2005) en los estudios sobre control corporativo, HERF1 subraya las diferencias entre los derechos sobre el *cash flow* de los tres mayores accionistas. HERF2, por su parte, se define como la suma de los cuadrados de la participación de los tres principales accionistas. Tanto HERF1 como HERF2 son medidas de concentración de poder en manos del mayor accionista y, por tanto, han de ser interpretadas como indicadores de ausencia de contestación a dicho accionista.

Junto a la noción de *contestabilidad*, la validez de nuestros resultados descansa críticamente sobre la consideración de naturaleza familiar de una empresa. VILLALONGA y AMIT (2006) apuntan tres características como elementos determinantes del carácter familiar de una empresa: propiedad, control y administración. Nuestro análisis se centra en la primera de tales características, con un especial énfasis en la distribución de la propiedad. En consonancia con investigaciones análogas (BARONTINI y CAPRIO, 2005), hemos clasificado a los accionistas de referencia en cinco posibles tipos: familias o particulares, inversores institucionales, entidades de crédito, empresas no financieras de propiedad diluida y Administraciones Públicas<sup>6</sup>. Por tanto, definimos dos variables dicotómicas (DFAM2 y DFAM23) con las cuales pretendemos incorporar la influencia de los dos principales accionistas secundarios. DFAM2 vale uno cuando el segundo accionista tiene naturaleza personal o familiar y vale cero en caso contrario. DFAM23 vale uno cuando simultáneamente el segundo y el tercer accionista son familias o particulares y toma valor cero en caso contrario.

En relación con la protección legal de la que disfrutaban los accionistas susceptibles de sufrir la expropiación hemos definido una variable dicotómica (LEGAL) que toma el valor uno cuando al menos el tercer accionista tiene suficiente participación en el capital para convocar una Junta Extraordinaria de accionistas y toma el valor cero en caso contrario<sup>7</sup>. Se trata, por tanto, de un rasgo específico de cada empresa, si bien se encuentra asimismo influido por el entorno legal e institucional del país y por el nivel de protección de los derechos de los accionistas (LA PORTA *et al.*, 1997). La posibilidad de convocar una Junta Extraordinaria por parte de cualquiera de los tres mayores accionistas refuerza la capacidad de contestación al control del principal propietario y facilita la exigencia de responsabilidades. Adicionalmente, introducimos una variable dicotómica a modo de control de algunos efectos institucionales mediante la variable ANGLO, que tomará valor uno cuando la empresa pertenece al entorno anglosajón de ley común y cero en caso de que corresponda a los países de tradición legal civil.

Por lo que se refiere a las variables utilizadas expresamente en el análisis de la discrecionalidad contable, y dado que una justificación más adecuada de las mismas se realizará en el epígrafe dedicado a la metodología, baste por el momento reseñar que TA representa los ajustes por devengo

<sup>6</sup> Esta taxonomía se corresponde con las tipologías comúnmente aceptadas en los trabajos que abordan el estudio de la concentración cualitativa de la estructura de propiedad mediante la identificación del último propietario (FACCIO y LANG, 2002; LA PORTA *et al.*, 1999).

<sup>7</sup> Esta variable depende conjuntamente de la estructura de propiedad de cada empresa y de la proporción mínima exigida a tal efecto por el ordenamiento legal de cada país.

totales—calculados como la variación de los activos circulantes que no son activos monetarios [existencias y derechos de cobro] minorada con la variación de los pasivos de corto plazo y la dotación a las amortizaciones del inmovilizado—;  $\Delta$ FACT designa la variación de la facturación respecto del año anterior, e INM es el valor del inmovilizado susceptible de amortización, tanto material como inmaterial. Estas tres variables están relativizadas por el valor total del activo.

Como variables de control, hemos seleccionado el tamaño de la empresa, medido a través del logaritmo del valor de sus activos (LOGACT), el nivel de endeudamiento (LEV) o cociente entre el valor contable de los recursos ajenos y el valor contable de los fondos propios, la participación de los miembros del consejo de administración en la propiedad de la empresa (DIR) y el ratio de dividendos repartidos sobre los fondos propios (DIV). Además de ser variables habitualmente consideradas por la literatura—y, por tanto, facilitar la comparación de nuestros resultados con otras investigaciones—, el endeudamiento, la propiedad directiva y la política de dividendos son mecanismos tradicionales de disciplina corporativa.

### 3.2. Metodología.

Nuestra base de datos combina observaciones de una misma empresa en distintos momentos, conformando un panel de datos y, por consiguiente, las estimaciones se han efectuado aplicando la metodología de datos de panel (ARELLANO, 2003). Este método permite el adecuado tratamiento de la denominada, heterogeneidad inobservable constante, recogida en el término de efectos fijos  $\eta_i$ , que hace referencia a aquellas particularidades, específicas de cada empresa y que se mantienen a lo largo del tiempo. El empleo de la técnica de datos de panel aumenta la eficiencia de los estimadores, si bien se hace preciso determinar el tipo de correlación existente entre el término de efectos fijos (inobservable de por sí) y el resto de variables aleatorias.

En lo tocante al análisis empírico, un elemento clave de la investigación es identificar y medir adecuadamente la discrecionalidad contable. Para acometer esta tarea, en consonancia con la literatura precedente, haremos uso de los ajustes por devengo (PEASNELL *et al.*, 1999, 2000 y 2001). Como ya quedó indicado, un elemento clave en este contexto es la distinción entre los ajustes por devengo que podrían considerarse normales o no discrecionales y aquellos que resultan anormales o discrecionales. Por lo tanto, estructuraremos este primer tipo de análisis en dos pasos: el cálculo de los ajustes totales por devengo y la desagregación de tales ajustes en su componente discrecional y no discrecional.

El método empleado para la estimación de los ajustes por devengo se basa en el modelo de sección cruzada de JONES (1991), modelo que ha sido ampliamente utilizado como aproximación a la discrecionalidad contable y es uno de los más populares dentro de la literatura (DECHOW *et al.*, 1996; BANNISTER y NEWMAN, 1996; BARTOV *et al.*, 2000; GARCÍA y GISBERT, 2003; GARCÍA *et al.*, 2005; GARCÍA y GILL DE ALBORNOZ, 2005; GALLÉN y GINER, 2005). Como es conocido, en este modelo se intenta explicar los ajustes por devengo totales (TA) en función de la variación de la cifra neta de negocios respecto del año anterior ( $\Delta$ FACT) y del valor del inmovilizado susceptible de

amortización, tanto material como inmaterial (INM). Para evitar problemas de heterocedasticidad todas las variables se dividen por el activo total a principio del período. Existe también una variación de este modelo, denominada modelo de Jones modificado (DECHOW *et al.*, 1995), que parte de la presunción de una mayor facilidad para alterar discrecionalmente las partidas de deudores comerciales y, en consecuencia, corregirá la variación en la cifra de negocios con la variación en el crédito comercial ( $\Delta REC$ ).

Los ajustes por devengo totales (TA) se definen como la variación de los activos circulantes que no son activos monetarios –existencias y derechos de cobro–. Por lo tanto, TA indica el nivel total de ajustes por devengo efectuados a fin de matizar la información proporcionada por las corrientes de movimientos de tesorería.

No obstante, la estimación de los ajustes por devengo discretionales puede hallarse sesgada por la eficiencia de la empresa (DECHOW *et al.*, 1995). La posibilidad de reversión a la media o de *momentum* en el valor previsto de las ventas o de los beneficios<sup>8</sup> aconsejan la inclusión de una variable de eficiencia (KOTHARI *et al.*, 2005; LOUIS y ROBINSON, 2005). Por este motivo, se ha introducido en nuestro modelo la rentabilidad del activo (ROA), variable que resulta preferible a otros indicadores de eficiencia operativa o de rendimiento de las acciones (BARBER y LYON, 1996; LYON *et al.*, 1999; IKENBERRY *et al.*, 1995).

Por consiguiente estimaremos una ecuación en la que TA actúa como variable dependiente. Dado que los ajustes por devengo se conciben como una forma de mejorar la calidad informativa de los estados financieros a fin de corregir las deficiencias derivadas de posibles desajustes entre las corrientes de cobros, pagos, ingresos y gastos, introduciremos como variables explicativas los factores a los que nos acabamos de referir. El subíndice *i* identifica el individuo y el subíndice *t* el período temporal.  $\varepsilon_{it}$  representa la perturbación aleatoria de cada observación.

$$TA_{it} = \alpha + \beta_1 \Delta FACT_{it} + \beta_2 INM_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \varepsilon_{it} \quad [1]$$

Un elemento clave en los modelos de ajustes por devengo es el desglose en sus componentes discrecional y no discrecional. Para ello, los valores estimados en la ecuación [2] se entienden como aquellos niveles de ajustes por devengo que resultan normales o no discretionales. Por consiguiente, el error de la regresión se corresponde con los ajustes motivados por actuaciones discretionales de los directivos y recibirá la denominación de ajustes anormales o discretionales (DA):

$$DA_{it} = TA_{it} - (a + b_1 \Delta FACT_{it} + b_2 INM_{it} + b_3 ROA_{it}) \quad [2]$$

donde *a*,  $b_1$ ,  $b_2$  y  $b_3$  son los estimadores de los coeficientes de regresión  $\alpha$ ,  $\beta_1$ ,  $\beta_2$  y  $\beta_3$ .

<sup>8</sup> La reversión a la media, *momentum* u otras desviaciones aparecen en las empresas con un irregular historial de eficiencia. En tales casos, la utilización del incremento de la facturación como variable explicativa es insuficiente para predecir los ajustes por devengo no discretionales, haciéndose necesaria la incorporación de medidas de eficiencia.

Dado que estos DA constituyen una aproximación a la intervención directiva interesada en la contabilidad, nos permitirán conocer hasta qué punto la distribución de la propiedad y del control en las empresas familiares puede modelar esa discrecionalidad. Es de destacar que la gestión de beneficios no implica únicamente el aumento artificial de la cifra de beneficios sino que puede tomar la forma de *alisado de beneficios*, consistente en transferir beneficios de un período a otro con el fin de mantener un patrón estable de beneficios. Por lo tanto, podríamos encontrar casos de una reducción interesada de beneficios con el objeto de aprovechar esos beneficios en períodos futuros o como consecuencia de incrementos anormales en los beneficios de años anteriores. De ahí que caractericemos la gestión de beneficios a través del valor absoluto de los ajustes por devengo (ABSDA). Los ajustes discrecionales orientados al incremento de los beneficios son los más destacados (PEASNELL *et al.*, 2001), pero un análisis completo de la gestión de beneficios exige, ante todo, estudiar el valor absoluto de los ajustes discrecionales.

Por ese motivo, el segundo paso de esta fase consiste en analizar la relación que existe entre ABSDA y las distintas variables a las que hacen referencia las hipótesis planteadas siguiendo la expresión [3]:

$$\begin{aligned} \text{ABSDA}_{it} = & \alpha_1 + \beta_1 \text{ABSDA}_{it-1} + (\beta_2 + \alpha_2 \text{TC}) \times \text{CONTEST}_{it} + (\beta_3 + \alpha_3 \times \text{DFAM2}) \text{C2}_{it} + \\ & + (\beta_4 + \alpha_4 \times \text{DFAM23}) \times \text{C3}_{it} + \beta_5 \times \text{LEGAL}_{it} + \beta_6 \times \text{LEV}_{it} + \beta_7 \times \text{LOGACT}_{it} + \beta_8 \times \text{DIV}_{it} + \\ & + \beta_9 \times \text{DIR}_{it} + \eta_i + \eta_t + \varepsilon_{it}, \end{aligned} \quad [4]$$

## 4. RESULTADOS

### 4.1. Análisis descriptivo.

Como primera aproximación a los resultados de nuestro estudio es obligado presentar los estadísticos descriptivos básicos (media, desviación estándar, mediana, valor mínimo y máximo) de las principales variables (**tabla 2**).

**TABLA 2.** Estadísticos descriptivos de la muestra.

Media, desviación estándar, mediana, mínimo y máximo de las principales variables. MTB es el ratio entre el valor de mercado y el valor contable del activo, C1, C2 y C3 el porcentaje de propiedad de los tres principales accionistas, CONTEST es una medida de *contestabilidad*, HERF1 y HERF2 son medidas de ausencia de *contestabilidad*, LOGACT es el logaritmo del activo total, LEV el cociente entre el valor de los recursos ajenos y los fondos propios, DIV el ratio entre dividendos repartidos y recursos propios, TA son los ajustes por devengo totales, INM el cociente entre inmovilizado amortizable y activo total, ΔFACT el incremento relativo de la facturación, DA son los ajustes por devengo discrecionales y ABSDA el valor absoluto de los mismos.

Variable	Media	Desv. est.	Mediana	Mínimo	Máximo
MTB	2.729	3.299	1.555	0.000	21.521
C1	0.254	0.148	0.235	0.018	0.510
C2	0.131	0.093	0.100	0.010	0.500
C3	0.075	0.055	0.062	0.000	0.330
CONTEST	0.984	0.505	0.947	0.086	2.000
HERF1	0.041	0.055	0.014	0.000	0.250
HERF2	0.121	0.112	0.080	0.001	0.500
LOGACT	5.351	2.022	4.839	0.161	11.288
LEV	0.312	0.215	0.319	0.000	0.909
DIV	0.056	0.102	0.040	0.000	1.386
TA	0.043	0.113	0.059	-0.552	0.518
INM	0.642	0.396	0.601	0.000	2.366
$\Delta$ FACT	0.136	0.333	0.102	-3.412	1.770
DA	-0.033	0.151	-0.026	-0.682	1.598
ABSDA	0.113	0.317	0.000	0.000	1.000

A continuación exponemos los valores medios de las principales variables cuando se segmenta la muestra en función de la naturaleza familiar o no del principal accionista (**tabla 3**).

**TABLA 3.** *Valores medios para empresas familiares y no familiares.*

Media, mediana, desviación estándar, valor máximo y mínimo de las principales variables. MTB es el ratio entre el valor de mercado y el valor contable del activo, C1, C2 y C3 el porcentaje de propiedad de los tres principales accionistas, CONTEST es una medida de *contestabilidad*, HERF1 y HERF2 son medidas de ausencia de *contestabilidad*, LOGACT es el logaritmo del activo total, LEV el cociente entre el valor de los recursos ajenos y los fondos propios, DIV el ratio entre dividendos repartidos y recursos propios, TA son los ajustes por devengo totales, INM el cociente entre inmovilizado amortizable y activo total,  $\Delta$ FACT el incremento relativo de la facturación, DA son los ajustes por devengo discrecionales y ABSDA el valor absoluto de los mismos. El valor-p es el máximo nivel de significación para el que se rechaza la hipótesis nula de igualdad entre ambas submuestras.

Variable	Total	Familiares	No familiares	Valor-p
MTB	2.729	2.716	2.840	0.779
C1	0.254	0.260	0.200	0.002
C2	0.131	0.133	0.112	0.099
C3	0.075	0.074	0.074	0.987
CONTEST	0.984	0.965	1.139	0.010

.../...

.../...

HERF1	0.041	0.042	0.023	0.010
HERF2	0.121	0.124	0.083	0.006
LOGACT	5.351	5.322	5.602	0.302
LEV	0.312	0.317	0.310	0.823
DIV	0.056	0.055	0.058	0.804
TA	-0.071	0.043	0.037	0.675
INM	0.642	0.645	0.613	0.547
ΔFACT	0.136	0.219	0.251	0.357
DA	-0.033	-0.031	-0.045	0.509
ABSDA	0.092	0.091	0.102	0.527

Los resultados obtenidos sugieren significativas diferencias en la estructura de propiedad de las empresas en función de la naturaleza familiar del primer accionista. Cuando así sucede las empresas presentan estructuras de propiedad más concentradas (C1 y C2 son significativamente mayores en la submuestra de empresas familiares) y menor capacidad de contestación al principal accionista por parte de los restantes accionistas de referencia (CONTEST es significativamente menor y HERF1 y HERF2 son significativamente más altas en las empresas familiares). Sin embargo, a pesar de estas diferencias, nuestros datos no permiten afirmar que las empresas familiares presenten un valor significativamente superior o inferior que las restantes empresas. Del mismo modo, tampoco cabe afirmar que las empresas familiares lleven a cabo unos ajustes por devengo discrecionales significativamente distintos de las demás empresas.

Si ahora centramos nuestra atención en los datos relativos a la hipótesis primera, referente a la relación entre los ajustes por devengo discrecionales y la estructura de propiedad y control de las empresas familiares, podemos afirmar que, como pone de manifiesto la **tabla 4**, el nivel de ajustes por devengo discrecionales de las empresas familiares en las que menos contestado se halla el poder del principal accionista resulta significativamente mayor que los mencionados ajustes en las empresas de mayor *contestabilidad*, sin que tal afirmación se verifique para las empresas no familiares. Aunque no se ha reportado en la tabla para no complicar excesivamente la presentación de los datos, se observa que, en el caso de las empresas familiares, esta diferencia es únicamente significativa cuando el principal accionista posee menos del 50% de las acciones, confirmando que la tarea de contestación al mismo –independientemente de la medida estadística que utilizemos– solo resulta efectiva cuando este posee menos de la mitad de capital social.

**TABLA 4.** *Ajustes por devengo discrecionales según la propiedad de la empresa y el nivel de contestabilidad.*

Ajustes por devengo discrecionales en valor absoluto (ABSDAJ) en función del nivel de *contestabilidad* al poder del primer accionista. El nivel de *contestabilidad* se segmenta dependiendo del

valor medio de la variable CONTEST. El valor-p es el máximo nivel de significación para el que se rechaza la hipótesis nula de igualdad entre ambas submuestras.

	Empresas con más contestabilidad	Empresas con menos contestabilidad	Valor p
	ABSDAJ	ABSDAJ	
Empresas familiares	0.083	0.102	0.072
Empresas no familiares	0.094	0.110	0.510

Por su parte, la **tabla 5** informa de cómo el nivel de ajustes por devengo discrecionales viene influido por la interacción entre los dos principales accionistas, relación que se proponía en la segunda hipótesis. Puede verse que la coincidencia en la misma empresa de un primer y un segundo accionistas que tengan naturaleza familiar o personal redundan en una mayor actuación contable discrecional (ABSDAJ vale 0.104 frente a 0.079, siendo esta diferencia estadísticamente significativa con un nivel de confianza del 95%). Por el contrario, en las empresas cuyo principal accionista no es una familia, la existencia de un segundo accionista familiar no parece incidir significativamente en el nivel de ajustes por devengo discrecionales.

**TABLA 5.** *Ajustes por devengo discrecionales según la naturaleza del segundo accionista.*

Ajustes por devengo discrecionales en valor absoluto (ABSDAJ) en función de la naturaleza del segundo accionista de referencia. El valor-p es el máximo nivel de significación para el que se rechaza la hipótesis nula de igualdad entre ambas submuestras.

	2.º accionista familiar	2.º accionista no familiar	Valor-p
	ABSDAJ	ABSDAJ	
Empresas familiares	0.104	0.079	0.021
Empresas no familiares	0.108	0.097	0.652

Finalizaremos este apartado descriptivo con la presentación de los resultados correspondientes a la tercera hipótesis en la que se relaciona la protección legal de los inversores minoritarios y la discrecionalidad contable. La **tabla 6** muestra que la discrecionalidad contable es sensiblemente menor en los países con un ordenamiento legal con mayores garantías para los accionistas, si bien esta diferencia se verifica tanto para las empresas familiares como para sus homólogas no familiares. Estos resultados arrojan dudas sobre el cumplimiento de nuestra hipótesis, en la que suponíamos que la protección legal debería incidir en mayor medida en las empresas familiares.

**TABLA 6.** *Discrecionalidad contable según la protección legal de los accionistas.*

Ajustes por devengo discrecionales en valor absoluto (ABSDAJ) en función de si el ordenamiento legal concede, al menos al tercer accionista, la capacidad de convocar una Junta Extraordinaria

de accionistas. El valor-p es el máximo nivel de significación para el que se rechaza la hipótesis nula de igualdad entre ambas submuestras.

	LEGAL=1	LEGAL=0	Valor-p
	ABSDAJ	ABSDAJ	
Empresas familiares	0.078	0.102	0.030
Empresas no familiares	0.126	0.063	0.005
Total	0.076	0.105	0.005

Para profundizar en este posible incumplimiento de nuestra hipótesis, hemos procedido a segmentar la muestra de empresas familiares en función de la mediana de la variable CONTEST. Los resultados de este análisis adicional se presentan en la **tabla 7**, donde se proporcionan los valores medios de ABSDAJ para las empresas familiares en los casos en que ni siquiera el tercer accionista cuenta con capacidad legal para convocar una Junta Extraordinaria de accionistas, según el nivel de contestación al control del accionista mayoritario. Esos resultados confirman que, en un entorno en el que los derechos de los accionistas minoritarios no están suficientemente protegidos, la contestación al control del principal accionista reduce significativamente la discrecionalidad contable en materia directiva para el conjunto de las empresas (0.087 frente a 0.126), si bien esta disminución es especialmente patente y significativa para el subgrupo de empresas familiares (0.084 frente a 0.126, siendo tal diferencia significativa con un nivel de confianza superior al 99%).

**TABLA 7.** *Discrecionalidad contable cuando la protección legal es débil según la contestación al control del principal accionista.*

Ajustes por devengo discrecionales en valor absoluto (ABSDAJ) para las empresas en las ni siquiera el tercer accionista cuenta con capacidad legal para convocar una Junta Extraordinaria de accionistas, en función de la contestación al control del principal accionista. El valor-p es el máximo nivel de significación para el que se rechaza la hipótesis nula de igualdad entre ambas submuestras.

	Empresas con más contestabilidad	Empresas con menos contestabilidad	Valor-p
	ABSDAJ	ABSDAJ	
Empresas familiares	0.084	0.126	0.007
Empresas no familiares	0.127	0.126	0.990
Total	0.087	0.126	0.006

#### 4.2. Análisis explicativo.

Para la estimación de las hipótesis relativas a la discrecionalidad contable en las empresas familiares, procederemos a la exposición de resultados en tres estimaciones diferenciadas para empresas familiares y no familiares, cuyos principales resultados se sintetizan en la **tabla 8**.

La variable dependiente en tales estimaciones son los ajustes por devengo de carácter discrecional, lo que requiere unos comentarios previos acerca del procedimiento de estimación de los mismos. Hemos empleado con este fin tres modelos diferentes pero relacionados: el modelo de sección cruzada de Jones (1991), el modelo de sección cruzada de Jones modificado (DECHOW *et al.*, 1995) y el modelo de sección cruzada de Jones ajustado por la rentabilidad económica (KOTHARI *et al.*, 2005). Puesto que todos ellos nos han proporcionado resultados semejantes, únicamente exponemos los obtenidos utilizando el último de dichos modelos <sup>9</sup>.

Los resultados de la estimación de los modelos de ajustes por devengo de la ecuación [1] se presentan en la **tabla 8**. Para los tres modelos estimados hemos realizado un total de 3.099 regresiones por modelo-año-sector-país <sup>10</sup>, mostrándose en los paneles de la **tabla 8** las medias, desviaciones estándar, mínimos, máximos y medianas de los coeficientes. Para el modelo de Jones (1991) en el panel A el coeficiente de  $\Delta$ FACT es generalmente negativo, con una media [mediana] de  $-0.02$  [ $0.00$ ] respectivamente y cuyo estadístico t asociado tiene una media [mediana] de  $-0.09$  [ $0.04$ ]. Los estimadores fueron significativos en 286 de las 1.033 regresiones realizadas para este modelo. Como era de esperar, el coeficiente de INM es generalmente negativo con una media [mediana] de  $-0.46$  [ $-0.42$ ] y cuyo estadístico t presenta una media [mediana] de  $-1.10$  [ $-0.46$ ]. Los estimadores resultaron significativos en 261 de las 1.033 regresiones. Tanto el coeficiente de  $\Delta$ FACT como el de INM presentan unos niveles de significación semejantes a investigaciones similares (GARCÍA y GILL, 2005). Este modelo explica una parte significativa de la variación en los ajustes por devengo totales, como indica la media [mediana] del coeficiente de determinación ajustado, que es de  $0.46$  [ $0.42$ ].

El panel B de la **tabla 8** muestra que el coeficiente de la diferencia entre el cambio en la cifra de negocios y el cambio en los deudores comerciales [ $\Delta$ FACT- $\Delta$ REC] en el modelo modificado de Jones (DECHOW *et al.*, 1995), es positivo con una media [mediana] de  $0.003$  [ $0.00$ ] y cuyo estadístico t presenta una media [mediana] de  $0.43$  [ $0.10$ ]. Los parámetros resultaron significativos en 290 de las 1.033 regresiones año-sector-país. Asimismo, el coeficiente de INM es generalmente negativo en las regresiones realizadas con una media [mediana] de  $-0.05$  [ $-0.01$ ] y cuyo estadístico t presenta una media [mediana] de  $-1.85$  [ $-0.45$ ]. Estos coeficientes fueron significativos en 269 de las 1.033 regresiones para el año. Este modelo modificado de Jones explica una parte significativa de la variación en los ajustes por devengo totales, como pone de manifiesto el hecho de que la media [mediana] del coeficiente de determinación ajustado sea también  $0.46$  [ $0.42$ ].

<sup>9</sup> La selección de este modelo se hizo sobre la base de las pruebas t para la media –no incluidas en el presente trabajo– según la especificación de KOTHARI *et al.* (2005). Para ello hemos realizado dos pruebas en 250 submuestras de 100 firmas obtenidas aleatoriamente: la primera prueba corresponde a la hipótesis nula de que los ajustes por devengo discrecionales son no-negativos y la segunda prueba a la hipótesis nula de que los ajustes por devengo discrecionales son no-positivos. El estadístico t para cada submuestra se obtiene dividiendo la media de cada submuestra entre una estimación del error estándar normalizado por la raíz cuadrada del número de observaciones de esa submuestra, comparándose dicho valor con una distribución t de n-1 grados de libertad. El modelo de sección cruzada de Jones ajustado por la rentabilidad económica es el que se encuentra mejor especificado ya que proporcionó las menores tasas de rechazo de la hipótesis nula de ausencia de gestión del resultado.

<sup>10</sup> La separación sectorial se ha realizado de acuerdo con los dos primeros dígitos del código SIC. Las estimaciones se han realizado a través de una base de datos de 11.736 observaciones obtenida de la base de datos *Compustat* en el período 1997-2000 para los países incluidos en la muestra.

El panel C de la **tabla 8** muestra que el coeficiente de  $\Delta$ FACT en el modelo de Jones ajustado por ROA (KOTHARI *et al.*, 2005) es positivo con una media [mediana] de 0.24 [0.00] y cuyo estadístico t presenta una media [mediana] de 0.10 [0.06]. Los parámetros fueron significativos en 232 de las 1.033 regresiones año-sector-país. Asimismo, el coeficiente de INM es generalmente negativo en las regresiones realizadas con una media [mediana] de  $-0.09$  [ $-0.01$ ] y cuyo estadístico t presenta una media [mediana] de  $-0.78$  [ $-0.54$ ]. Los coeficientes estimados fueron significativos en 217 de las 1.033 regresiones para el año. Respecto a la medida de rentabilidad incluida en el modelo (ROA), esta presenta una media [mediana] de  $-0.19$  [ $-0.00$ ] y cuyo estadístico t presenta una media [mediana] de  $-1.09$  [ $-0.14$ ]. Este modelo de Jones ajustado por ROA explica a priori de mayor manera la variación en los ajustes por devengo totales en comparación con los otros modelos, como pone de manifiesto el hecho de que la media [mediana] del coeficiente de determinación ajustado sea 0.71 [0.82].

**TABLA 8.** *Estimación de los modelos de ajustes por devengo totales.*

Medias, desviaciones estándar, mínimo, máximo y mediana de los coeficientes, de los estadísticos t y del coeficiente  $R^2$  ajustado de las regresiones de sección cruzada del modelo de Jones (panel A), de las regresiones de sección cruzada del modelo de Jones modificado (Panel B) y del modelo de Jones ajustado por ROA (Panel C). La variable dependiente en los tres paneles son los ajustes por devengo totales normalizados por el activo total (TA) y las variables explicativas son el incremento en la cifra de negocios normalizada por el activo total ( $\Delta$ FACT), la variación en las partidas de deudores comerciales ( $\Delta$ REC), la rentabilidad sobre los activos (ROA) y el nivel de inversión en inmovilizado amortizable bruto sobre el activo total al inicio del periodo (INM).

Panel A: Modelo de sección cruzada de Jones								
	N.º obs.	Constante		$\Delta$ FACT		INM		$R^2$
		Coficiente	t	Coficiente	t	Ajustado	t	Ajustado
Media	11.37	0.00	0.39	-0.02	-0.09	-0.46	-1.10	0.46
Desv. est	15.71	0.30	6.54	8.22	4.69	0.32	7.91	0.32
Mínimo	7	-3.93	-16.46	-93.64	-93.58	0.0004	-57.03	0.0004
Máximo	156	2.07	42.60	87.05	26.13	1.00	21.80	1.00
Mediana	11	0.00	0.02	0.00	0.04	-0.42	-0.46	0.42

Panel B: Modelo de sección cruzada de Jones modificado								
	N.º obs.	Constante		$\Delta$ FACT- $\Delta$ REC		INM		$R^2$
		Coficiente	t	Coficiente	t	Coficiente	t	Ajustado
Media	11.37	0.01	1.24	0.003	0.43	-0.05	-1.85	0.46
Desv. est	15.71	0.33	22.41	0.63	11.06	0.48	19.74	0.32
Mínimo	7	-2.97	-16.88	-9.80	-96.68	-8.87	-66.62	0.0001

.../...

.../...

Máximo	156	6.91	57.46	9.00	68.40	5.04	22.80	1.00
Mediana	11	0.00	0.02	0.00	0.10	-0.01	-0.45	0.42

**Panel C: Modelo de sección cruzada de Jones ajustado por ROA**

	N.º obs.	Constante		$\Delta$ FACT		INM		ROA		R <sup>2</sup> Ajustado
		Coficiente	t	Coficiente	t	Coficiente	t	Coef.	t	
Media	11.37	-0.02	-0.29	0.24	0.10	-0.09	-0.78	-0.19	-1.09	0.71
Desv. est	15.71	0.92	7.22	5.96	22.93	1.01	4.79	5.99	18.17	0.30
Mínimo	7	-26.34	-89.80	-13.50	-86.43	-15.25	-70.73	-41.05	-39.31	0.01
Máximo	156	4.34	76.44	80.09	79.06	13.87	61.74	31.06	22.92	1.00
Mediana	11	0.00	-0.09	0.00	0.06	-0.01	-0.54	0.00	-0.14	0.82

Los resultados anteriores constituyen la base para calcular, como se especifica en la ecuación [2] la parte discrecional de los ajustes por devengo (DA), cuyo valor absoluto ABSDA tomaremos como indicador de gestión del resultado y, por tanto, de discrecionalidad contable.

Por lo que se refiere a la influencia de la contestación al control sobre la discrecionalidad contable (hipótesis 1), nuestros resultados no dejan lugar a dudas en la interpretación de los mismos. Un control corporativo más disputado en las empresas familiares (CONTEST) reduce significativamente el componente discrecional de los ajustes por devengo, mientras que presenta el efecto opuesto en las empresas cuyo principal accionista no es una familia. Esta inferencia se mantiene cuando utilizamos como indicadores de *contestabilidad* las variables HERF1 y HERF2, representativas de dispersión en la estructura de propiedad. En tales casos, la dispersión de la propiedad parece favorecer las prácticas contables discrecionales de las empresas familiares, en plena armonía con lo afirmado en nuestra primera hipótesis.

Esta interpretación viene avalada por el efecto de la participación del segundo y tercer accionista en el capital (variables C2 y C3). La negativa relación que se observa entre las mismas y la variable ABSDAJ pone de relieve que una mayor implicación de estos accionistas no principales contrarresta, al menos parcialmente, el control del mayor propietario y reduce su margen de discrecionalidad contable.

La presencia del segundo y tercer accionista nos permite estudiar la posible entente entre los accionistas de referencia cuando estos tienen naturaleza familiar. Como puede observarse en los tres modelos estimados en la **tabla 9**, si bien la mayor participación de dichos accionistas reduce la discrecionalidad contable, no es menos cierto que el hecho de que estos sean familias o personas físicas facilita la realización de ajustes por devengo discrecionales (C2·DFAM2 y C3·DFAM23 tienen una influencia positiva y estadísticamente significativa en las empresas familiares). A fin de contrastar conjuntamente el efecto de C2 y de su interacción con la naturaleza familiar del segundo accionista se presenta el test de restricciones lineales t3 correspondiente a la significación conjunta de los coefi-

cientes  $\beta_3 + \alpha_3$ . Del mismo modo, el test t4 nos informa sobre la significación conjunta de los coeficientes  $\beta_4 + \alpha_4$  o, en otros términos, de la participación del tercer accionista y del hecho de que dicho accionista tenga naturaleza familiar. En ambos casos dichos test son estadísticamente significativos, por lo que no se puede obviar la influencia conjunta de ambas variables.

**TABLA 9.** Resultados de la estimación del modelo [3].

Coefficientes y errores estándar (entre paréntesis) de la estimación del modelo [1] mediante el procedimiento GMM en su versión de estimador de sistemas. ABSDAJ es la variable dependiente. Véase el apéndice para la descripción de las variables independientes. Incluimos variables para controlar el efecto institucional y temporal. Auto(2) es un test de autocorrelación serial de segundo orden bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación. t2, t3 y t4 son test de restricciones lineales bajo la hipótesis nula de ausencia de significación. z1 y z2 son test de Wald que contrastan respectivamente la significación conjunta de los coeficientes, de las variables *dummy* sectoriales y de las *dummy* temporales. Se distribuyen asintóticamente como una  $\chi^2$  bajo la hipótesis nula de ausencia de significación. Entre paréntesis se indica los grados de libertad. El test de HANSEN es un test de restricciones de sobreidentificación, distribuido asintóticamente como una  $\chi^2$  bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación entre los instrumentos y el término de error. \*\*\* indica un nivel de confianza del 99%, \*\* del 95% y \* del 90%.

	(1)		(2)		(3)	
	Empresas familiares	Emp. no familiares	Empresas familiares	Emp. no familiares	Empresas familiares	Emp. no familiares
ABSDAJ <sub>t-1</sub>	0.571 *** (7.97)	0.140 *** (5.03)	0.544 *** (7.57)	0.072 *** (3.47)	0.562 *** (7.96)	0.074 *** (3.64)
CONTEST	-0.045 * (-1.84)	0.055 *** (2.82)				
HERF1			0.725 ** (2.51)	-0.617 ** (-2.27)		
HERF2					0.381 * (1.84)	-0.422 *** (-2.67)
C2	-0.799 *** (-2.77)	0.506 (1.40)	-0.818 *** (-3.23)	0.376 (1.52)	-1.091 *** (-2.75)	0.654 ** (2.53)
C2*DFAM2	0.394 * (1.61)	-0.656 * (-1.90)	0.157 ** (2.46)	0.492 * (1.81)	0.272 * (1.78)	0.449 * (1.55)
C3	-0.525 * (-1.67)	0.393 (0.81)	-0.713 ** (2.01)	0.209 (0.43)	-0.389 * (-1.83)	0.307 (0.63)
C3*DFAM23	0.590 * (1.85)	0.677 (0.47)	0.142 ** (2.22)	0.455 (0.37)	0.304 * (1.71)	0.563 (0.45)

.../...

.../...

LEGAL	0.015 (0.52)	-0.125 *** (-4.69)	0.041 (1.33)	-0.095 *** (-3.47)	0.044 (1.43)	-0.099 *** (-3.49)
LOGACT	-0.008 (-0.66)	0.000 (-0.01)	0.001 (0.09)	0.002 (0.54)	-0.002 (-0.21)	0.003 (1.32)
LEV	-0.062 (-1.14)	-0.071 (-1.45)	-0.022 *** (-0.34)	0.053 (1.12)	-0.050 *** (-0.84)	0.041 (0.89)
DIV	0.231 * (1.80)	0.060 (0.41)	0.309 ** (2.38)	0.154 (0.98)	0.259 ** (2.04)	0.081 (0.53)
Efecto institucional	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Efecto temporal	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Observaciones	581	1098	581	1098	581	1098
Auto (2)	-1.22	-0.56	-1.19	-0.86	-1.21	-0.95
t2	-1.93 *	-0.31	-1.74 *	2.29 **	-2.57 **	2.92
t3	1.77 *	0.64	-2.92 ***	0.53	1.86 *	0.62
t4	9.69(13) ***	10.58(13) ***	9.84(13) ***	10.67(13) ***	10.54(13) ***	19.2(13) ***
z1	4.68(2) ***	2.4(2) *	2.53(2) **	2.45(2) *	2.85(2) *	2.97(2) *
z2	22.49 (24)	23.75(30)	20.98(24)	25.79(30)	21.62(24)	25.89(30)

En relación con la tercera hipótesis, los resultados del análisis explicativo no parecen avallar la influencia de la protección legal sobre la discrecionalidad contable en las empresas de carácter familiar dada la ausencia de significación de la variable LEGAL en las empresas familiares. No es un resultado totalmente inesperado pues ya el apartado descriptivo del análisis empírico sugería que el entorno institucional y legal no incide diferenciadamente en las empresas familiares. Si tal es el escenario, la duda que surge es por qué esta variable tiene significación estadística en el caso de empresas no familiares. La respuesta a esta cuestión puede encontrarse también en los resultados del análisis descriptivo ya que, como sugería la **tabla 7**, la influencia del entorno legal se halla afectada por el nivel de *contestabilidad* de cada empresa. Dado el asimétrico efecto que las variables representativas de esa contestación poseen en las empresas familiares y no familiares, no ha de extrañar que la positiva relación entre concentración del control y discrecionalidad contable detectada para las empresas no familiares se vea compensada o anulada por la mejor protección que el ordenamiento legal confiere a esos accionistas no pertenecientes al núcleo de control.

A continuación vamos a centrar ahora nuestra atención en los efectos específicos que la distribución del control corporativo tiene sobre la discrecionalidad contable de las empresas familiares. De ahí que, a diferencia de los hasta ahora expuestos, los resultados que presentamos en la **tabla 7** se hayan obtenido a partir de estimaciones realizadas únicamente para este tipo de empresas.

**TABLA 10.** Resultados de la estimación del modelo [3].

Coefficientes y errores estándar (entre paréntesis) de la estimación del modelo [1] mediante el procedimiento GMM en su versión de estimador de sistemas. ABSDAJ es la variable dependiente. Véase el apéndice para la descripción de las variables independientes. Incluimos variables para controlar el efecto institucional y temporal. Auto(2) es un test de autocorrelación serial de segundo orden bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación. t2, t3 y t4 son test de restricciones lineales bajo la hipótesis nula de ausencia de significación. z1 y z2 son test de Wald que contrastan respectivamente la significación conjunta de los coeficientes, de las variables *dummy* sectoriales y de las variables *dummy* temporales. Se distribuyen asintóticamente como una  $\chi^2$  bajo la hipótesis nula de ausencia de significación. Entre paréntesis se indica los grados de libertad. El test de Hansen es un test de restricciones de sobreidentificación, distribuido asintóticamente como una  $\chi^2$  bajo la hipótesis nula de ausencia de correlación entre los instrumentos y el término de error. \*\*\* indica un nivel de confianza del 99%, \*\* un nivel de confianza del 95% y \* un nivel de confianza del 90%.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ABSDAJ <sub>t-1</sub>	0.788 *** (16.37)	0.515 *** (10.88)	0.481 *** (9.65)	0.530 *** (11.22)	0.575 *** (14.48)	0.686 *** (9.97)
CONTEST	-0.051 *** (-2.69)	-0.033 * (-1.81)				
CONTEST*TC		-0.060 *** (-2.62)				
C2			-0.287 ** (-2.30)		-0.360 * (-1.69)	
C2*DFAM2			0.341 ** (2.10)		0.941 ** (2.29)	
C3				-0.745 *** (-2.70)	-0.778 *** (-2.74)	
C3*DFAM23				0.811 *** (3.34)	1.895 *** (3.66)	
LEGAL						0.119 (1.25)
LOGACT	-0.008 (-1.21)	-0.005 (-0.80)	0.007 (0.97)	0.011 (1.47)	0.013 ** (1.94)	0.002 (0.09)
LEV	-0.068 (-1.1)	-0.035 (-0.63)	-0.073 * (-1.68)	-0.151 *** (-4.05)	-0.155 *** (-4.04)	-0.118 (-1.53)

.../...

.../...

DIV	0.048 (0.31)	0.176 (1.37)	0.108 (0.73)	0.165 * (1.71)	0.293 ** (2.46)	0.237 (1.06)
Efecto institucional	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Efecto temporal	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Observaciones	581	581	581	581	581	581
Auto (2)	-1.21	-1.23	-1.25	-1.22	-1.17	0.22
t2		-2.81 ***				
t3			1.74 *		2.00 **	
t4				1.94 **	2.57 **	
z1	59.15 (8) ***	41.3 (9) ***	18.3 (9) ***	30.27 (9) ***	58.86 (11) ***	28.08 (8)***
z2	2.78(2) **	2.83(2) **	2.56(2) *	2.21(2)	2.7(2) *	2.06(2) *
Efecto institucional	15.00 (18)	24.03 (23)	24.92 (26)	24.28 (30)	30.59 (31)	11.52 (18)

La primera columna ofrece la versión más simple de la estimación, sin que requiera comentarios adicionales. En la segunda columna se ha complementado el efecto de la variable CONTEST con la interacción con la variable dicotómica representativa del tercil de empresas con mayor concentración de la propiedad (TC). El negativo y significativo efecto de CONTEST·TC pone de relieve cómo la ausencia de contestación al control del principal propietario representa un problema que se agrava conforme se incrementa la propiedad del mismo y, por tanto, sus incentivos para detraer riqueza correspondiente a otros accionistas.

Los resultados recogidos en las columnas 3-5 hacen relación a la participación del segundo y tercer accionista y el modo como se relaciona con la discrecionalidad contable. Nuevamente se constata un efecto potenciador de los ajustes contables discrecionales cuando dichos accionistas tienen naturaleza familiar y, por tanto, se prestan más fácilmente a acuerdos de extracción privada de beneficios. Más aún, la comparación del valor absoluto de los coeficientes de C2·DFAM2 y C3·DFAM23 con los de C2 y C3 pone de relieve que los primeros pueden llegar a compensar a los segundos, sugiriendo un efecto neto amplificador de la discrecionalidad contable. Tal deducción viene respaldada por los test de restricciones lineales t3 y t4 cuyos valores sugieren que los coeficientes  $\beta_3 + \alpha_3$  y  $\beta_4 + \alpha_4$  son significativos en su conjunto y, por tanto, el carácter familiar del segundo o tercer accionista anula las ventajas de una mayor implicación en el control derivadas de una mayor participación en la propiedad de tales accionistas.

La columna 6 contrasta el efecto de la protección legal de los inversores sobre la discrecionalidad contable. En coherencia con los resultados previos, se observa que la variable LEGAL no influye significativamente sobre los ajustes por devengo discrecionales. La justificación de tal resultado podría encontrarse nuevamente en el asimétrico efecto que esa variable posee en función del nivel de concentración del control, aunque tampoco ha de descartarse la incapacidad de esta variable para proporcionar una medida cabal de la protección legal al inversor <sup>11</sup>.

<sup>11</sup> Piénsese que la capacidad de convocar una Junta Extraordinaria de accionistas es únicamente uno de los siete indicadores de protección legal de los inversores propuestos por LA PORTA *et al.* (2000).

Junto a esto, se ha realizado una serie de análisis adicionales para testar la robustez de nuestros resultados a formulaciones alternativas del modelo. Así, hemos incorporado distintas medidas del tamaño de la empresa (basadas en la cifra de negocios o en la capitalización bursátil de sus títulos) y del nivel de endeudamiento. Asimismo, hemos incorporado variables sectoriales basadas en los códigos SIC con un nivel de detalle de dos dígitos. Los resultados, aunque no se recogen en el trabajo para evitar extendernos excesivamente, son plenamente congruentes con los previamente expuestos.

## 5. CONCLUSIONES

La aplicación del enfoque de agencia –en el cual se concibe a la empresa como un nexo contractual, una red de contratos que unen entre sí a una pluralidad de partícipes cuyos objetivos pueden resultar divergentes o contrapuestos– al ámbito de las finanzas empresariales permite identificar algunos conflictos, analizar sus implicaciones para el objetivo corporativo de creación de valor, comprobar la eficacia de los mecanismos de control corporativo y testar el efecto modelador del entorno institucional y legal en el que opera la empresa.

La simbiosis del enfoque jurídico-financiero con el estudio del gobierno corporativo en un contexto internacional ha dado como resultado la identificación de un problema de agencia dominante en algunos entornos legales y al que hasta fechas recientes la literatura había prestado insuficiente atención, como es el que se plantea entre los accionistas mayoritarios de la empresa y los accionistas minoritarios. Este conflicto, ampliamente arraigado en las empresas de los países de tradición legal civil, origina divergencias entre los propietarios de la empresa dados los incentivos que, para la extracción de beneficios privados, poseen los accionistas mayoritarios que ejercen el control sobre la actividad de la empresa.

Este problema de expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios por parte de los accionistas que ejercen el control resulta especialmente relevante en las empresas de propiedad familiar. Los peculiares lazos que suelen unir entre sí a los accionistas en las empresas familiares y la facilidad para relegar los intereses de los accionistas no pertenecientes al núcleo de control acentúa la posible divergencia de intereses entre estos últimos y los accionistas mayoritarios. En consecuencia, la distribución del control y la posibilidad de contestar al control del accionista principal mediante el establecimiento de coaliciones alternativas con otros accionistas de referencia o con accionistas minoritarios revisten una importancia especial en este tipo de empresas.

Nuestro trabajo confirma dicha intuición mostrando el beneficioso efecto del control corporativo compartido en las empresas de propiedad familiar de once países de la Unión Europea. Planteado así, el control compartido vendría a ser una solución de equilibrio entre dos extremos igualmente nocivos: la ausencia de control de una estructura de propiedad atomizada y la excesiva discrecionalidad de un accionista que posee un poder omnímodo y se apodera de rentas correspondientes al resto de partícipes. De este modo, ningún accionista mantendrá una proporción de derechos de voto

suficientemente elevada como para ejercer el control unilateralmente y la política corporativa será el resultado de la interacción entre el conjunto del accionariado o, utilizando un símil político de nuestros días, un «pacto a la alemana»<sup>12</sup>.

Es verdad que el control compartido puede conducir, en su extremo, a situaciones de parálisis corporativa. Pero es precisamente la necesidad de contar con los restantes poseedores de paquetes accionariales lo que garantiza que se tomarán aquellas decisiones que conduzcan a un beneficio más generalizado para la mayor parte de los accionistas y se evitarán las decisiones que únicamente redunden en provecho del principal propietario.

Nuestros resultados subrayan el papel crítico desempeñado tanto por la contestación al control del accionista mayoritario como por la protección legal de los derechos de los restantes accionistas independientemente de que participen o no en la coalición de control. Esta afirmación viene justificada por el análisis de la influencia de tales factores sobre los ajustes por devengo discrecionales que son, en definitiva, indicadores de una alteración discrecional de la información financiera proporcionada por la empresa. Concretamente, se observa que en las empresas de propiedad familiar tanto la ausencia de contestación al control como la presencia de un segundo accionista de referencia de naturaleza familiar –que, en teoría, se presta más fácilmente a acuerdos de extracción de beneficios privados con el accionista principal– influyen positivamente en la discrecionalidad contable con independencia de la diferencia legal de la protección de los derechos que existen en los distintos ordenamientos jurídicos de nuestro continente.

La clave, por tanto, para resolver el problema de gobierno corporativo, especialmente en los países de ley civil o en las empresas de propiedad familiar, no se halla tanto en la concentración de la propiedad sino en la *contestabilidad* o nivel de contestación que encuentre el principal accionista a sus decisiones. Nos orientamos así hacia estructuras de propiedad equilibradas como solución a los problemas de agencia específicos que surgen en tales escenarios. En particular, la necesidad de buscar consensos por parte de un primer accionista familiar con otros accionistas de referencia de diferente naturaleza hace que en este tipo de empresas se reduzca el uso de la información privada y mejore la calidad de la información contable.

Se precisan nuevas investigaciones que profundicen, entre otras cuestiones, en los aspectos legales de cada ordenamiento jurídico que configuran, en cierto modo, las estructuras de propiedad de las compañías, en el papel que juegan los directivos que forman parte de la familia que es a su vez accionista principal, en el estudio más detallado de las posibles coaliciones de control que pueden formarse entre los principales accionistas y en cómo influye esta en el consejo de administración de la compañía y, por ende, en la calidad de información contable suministrada.

<sup>12</sup> Como es bien sabido, el resultado de las elecciones generales celebradas en Alemania el 18 de septiembre de 2005 obligó a la formación de un gobierno de coalición entre la CDU y el SPD, los dos partidos más votados (ambos acumulan el 74,1% de los escaños) que en la legislatura anterior ocupaban la oposición y el Gobierno, respectivamente.

## APÉNDICE: Definición de las variables

Abreviatura	Variable	Definición
MB	Ratio de valoración	(Valor de mercado de los capitales propios + Valor contable de la deuda) / (Valor contable de los capitales propios + Valor contable de la deuda)
C1	Concentración de la propiedad	Participación en la propiedad del principal accionista
C2	Concentración de la propiedad	Participación en la propiedad del segundo accionista
C3	Concentración de la propiedad	Participación en la propiedad del tercer accionista
CONTEST	<i>Contestabilidad</i> al control del principal accionista	$(C_2 + C_3)/C_1$
TC	Tercil de concentración de la propiedad	1 si el principal accionista se encuentra en el tercio de empresas con mayor valor de C1 de la muestra
HERF1	Ausencia de <i>contestabilidad</i> al poder del mayor accionista	$(C_1 - C_2)^2 + (C_2 - C_3)^2$
HERF2	Ausencia de <i>contestabilidad</i> al poder del mayor accionista	$C_1^2 + C_2^2 + C_3^2$
DFAM2	Naturaleza del segundo accionista	1 cuando el segundo accionista es una familia o un individuo y 0 en caso contrario
DFAM23	Naturaleza del segundo y tercer accionista	1 cuando el segundo accionista y el tercer accionista son simultáneamente familias y 0 en caso contrario
LEGAL	Protección legal de los accionistas no mayoritarios	1 si al menos el tercer accionista de referencia tiene poder legal para convocar una Junta General de accionistas y 0 en caso contrario
ANGLO	Efecto institucional	1 si la empresa pertenece al sistema corporativo anglosajón y 0 en caso contrario
DIR	Participación directiva en la propiedad	Proporción de propiedad poseída por los consejeros
LOGACT	Tamaño de la empresa	Logaritmo del valor contable del activo
LEV	Endeudamiento	Valor contable de la deuda/Valor contable de los recursos propios
DIV	Dividendos	Dividendos/Valor contable de los recursos propios
TA	Ajustes por devengo totales	(Variación del activo circulante no monetario – Variación del pasivo circulante – Dotación a las amortizaciones) / Activo total
ABSDAJ	Valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales	Resultado de la ecuación [3] en valor absoluto
ΔFACT	Variación de la facturación	Incremento de la cifra de negocios en relación con el año anterior
INM	Ratio de inmovilizado	Inmovilizado amortizable / Activo total
ROA	Rentabilidad del activo	Beneficio bruto / Activo total

# Bibliografía

- ALI, A., CHEN, T.Y. y RADHAKRISHNAN, S. [2007]: «Corporate disclosures by family firms». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 44, págs. 238-286.
- ARCAS PELLICER, M.J. y VIDAL BLANCO, M.A. [2004]: «Actuación discrecional sobre el resultado ante un cambio en la normativa fiscal». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 33, n.º 122, págs. 603-636.
- ARELLANO, M. [2003]: *Panel data econometrics*. Oxford University Press. Oxford.
- ARELLANO, M. y BOND, S. [1998]: *Dynamic panel data estimation using DPD98 for Gauss: A guide for users*, págs. 1-27.
- BALL, R., ROBIN, A. y WU, J.S. [2003]: «Incentives versus standards: Properties of accounting income in four East Asian countries», *Journal of Accounting and Economics*, 36, págs. 235-270.
- BANGE, M.M. y DEBOND [1998]: «RandD budgets and corporate earnings targets», *Journal of Corporate Finance*, 4: 153-184.
- BANNISTER, J. y NEWMAN, H.A. [1996]: «Accrual usage to manage earnings toward financial analyst's forecasts». *Review of Quantitative Finance and Accounting*. Vol. 7, págs. 259-278.
- BARBER, B. y LYON, J. [1996]: «Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics». *Journal of Financial Economics*, vol. 41, págs. 359-399.
- BARCA, F. y BECHT, M. [2001]: *The control of corporate Europe*. Oxford University Press. Oxford.
- BARONTINI, R. y CAPRIO, L. [2005]: «The effect of family control on firm value and performance. Evidence from Continental Europe». *European Corporate Governance Institute WP 088/2005*.
- BARTH, M.E., CRAM, D.P., y NELSON, K.K. [2001]: «Accruals and the prediction of future cash flows». *The Accounting Review*, vol. 76, núm. 1: 27-58.
- BARTOV, E., GUL, F., y TSUI, J. [2000]: «Discretionary-accruals models and audit qualifications». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 30, núm. 3: 421-452.
- BEATTIE, V., BROWN, S., EWERS, D., JOHAN, B., MANSON, S., THOMAS, D. y TURNER, M. [1994]: «Extraordinary items and income smoothing: a positive accounting approach». *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 21, n.º 6, págs. 791-811.
- BEASLEY, M. S. [1996]: «An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud». *The Accounting Review*, vol. 71, n.º 4. págs. 443-465.
- BECHT, M. y RÖELL, A. [1999]: «Blockholdings in Europe: An international comparison». *European Economic Review*, n.º 43, págs. 1.049-1.056.
- BECKER, C., DEFOND, M., JIAMBALVO, J. y SUBRAMANYAM, K R. [1998]: «The effects of audit quality on earnings management». *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, vol. 15. págs. 1-24.
- BENNETSEN, M., y WOLFENZON, D. [2000]: «The balance of power in closely held corporations». *Journal of Financial Economics*, vol. 58. págs. 113-139.
- BHARATH, S.T., SUNDER, J. y SUNDER, S.V. [2008]: «Accounting Quality and Debt Contracting». *The Accounting Review*, vol. 83, n.º 1. págs. 1-28.

- BOZEC, Y. y LAURIN, C. [2008]: «Large Shareholder Entrenchment and Performance: Empirical Evidence from Canada». *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 35, n.º 1-2, págs. 25-49.
- BURGSTAHLER, D. y DICHEV, I. [1997]: «Earnings management to avoid earnings decreases and losses». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, núm. 1: 99-126.
- CHENG, Q. y WARFIELD, T.D. [2005]: «Equity incentives and earnings management». *The Accounting Review*, vol. 80, n.º 2, págs. 441-476.
- DEANGELO, H. y DEANGELO, L. [2000]: «Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate layout policy: a study of the Times Mirror Company», *Journal of Financial Economics*, 56, págs. 153-207.
- DECHOW, P.M. [1994]: «Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance. The role of accounting accruals». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 18, núm. 1: 3-42.
- DECHOW, P.M., SLOAN, R.G. y SWEENEY, A.P. [1995]: «Detecting earnings management». *The Accounting Review*, vol. 70, núm 2: 193-225.
- [1996]: «Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC». *Contemporary Accounting Research*, vol. 13, núm. 2: 1-36.
- DECHOW, P.M., y SKINNER, D.J. [2000]: «Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators». *Accounting Horizons*, vol. 14, núm. 2: 235-250.
- DECHOW, P.M., y SLOAN, R.G. [1996]: «Returns to contrarian investment strategies: Tests of naïve expectations hypotheses». *Journal of Financial Economics*, vol. 43, núm. 1: 3-27.
- DEFOND, M.L. y JIAMBALVO, J. [1991]: «Incidence and circumstances of accounting errors». *The Accounting Review*, vol. 66: 643-655.
- [1994]: «Debt covenant violation and manipulation of accruals». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 17, núm. 1-2: 145-176.
- DEFOND, M.L. y PARK, C.W. [1997]: «Smoothing income in anticipation of future earnings». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 23, págs. 115-139.
- DEFOND, M.L. y SUBRAMANYAM, K. R. [1998]: «Auditor changes and discretionary accruals». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 25, págs. 35-68.
- DEMIRGÜC-KUNT, A. y LEVINE, R. [2001]: *Financial structure and economic growth: a cross-country comparison of banks, markets, and development*. MIT Press. Cambridge
- DOYLE, J.T., GE, W. y MCVAY, S. [2007]: «Accruals Quality and Internal Control over Financial Reporting». *The Accounting Review*. vol. 82, n.º 5. págs. 1.141-1.170.
- FACCIO, M. y LANG, L.H.P. [2002]: «The ultimate ownership of Western European corporations». *Journal of Financial Economics*, vol. 65, págs. 365-395.
- FAN, J.P.H. y WING, T.J. [2002]: «Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 33, págs. 401-425.
- FRANCIS J., SHIPPER, K., y VICENT, L. [2005]: «Earnings and dividends informativeness when cash flow rights are separated from voting rights», *Journal of Accounting and Economics*, 39, págs. 329-360.
- FRANCIS, J.R., KRISHNAN, J. [1999]: «Accounting accruals and auditor reporting conservatism». *Contemporary Accounting Research*, vol. 16, Primavera: 135-65.
- GABRIELSEN, G., GRAMLICH, J.D. y PLENBORG, T. [2002]: «Managerial Ownership, Information Content of Earnings, and Discretionary Accruals in a Non-US Setting». *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 29, n.º 7-8, pág. 967.

- GALLÉN ORTIZ, M.L. y GINER INCHAUSTI, B. [2005]: «La alteración del resultado para evitar pérdidas y descensos: evidencia empírica». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. 34, n.º 124, págs. 141-181.
- GARCÍA OSMA, B. y GILL DE ALBORNOZ, B. [2005]: «El gobierno corporativo y las prácticas de *earnings management*: Evidencia empírica en España». *Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas WP-EC 2005-11*.
- GARCÍA, B. y GISBERT, A. [2003]: «Earnings management». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, núm. 115: 311-323.
- GARCÍA, B., GILL DE ALBORNOZ, B. y GISBERT, A. [2005]: «La literatura sobre la manipulación del resultado: Estado del arte y perspectivas», en CAÑIBANO, L. y MORA, A. (Ed.): *Lecturas sobre Contabilidad Europea*. Ormag. Madrid, págs. 267-296.
- HANSEN, G.A. y NOE, C.F. [1998]: «Do managers' accrual decisions speak louder than words?». <http://ssrn.com/abstract=66273>
- HARRIS, M. y RAVIV, A. [1991]: «The theory of capital structure». *Journal of Finance*. vol. 46, n.º 1, págs. 297-355.
- HAW, I., HU, B., HWANG, L. y WU, W. [2004]: «Ultimate Ownership, Income Management, and Legal and Extra-Legal Institutions». *Journal of Accounting Research*, n.º 42, págs. 423-462.
- HIGH LEVEL GROUP OF COMPANY LAW EXPERTS [2002a]: *Report on issues related to takeover bids*. <http://europa.eu.int>
- [2002b]: *Report on a modern regulatory framework for company law in Europe*. <http://europa.eu.int>
- IKENBERRY, D., LAKONISHOK, J. y VERMAELEN, T. [1995]: «Market underreaction to open market share repurchases». *Journal of Financial Economics*, vol. 39, págs. 181-208.
- INFORME ALDAMA [2003]: *Informe de la comisión especial para el fomento de la transparencia y la seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas*. CNMV.
- INFORME WINTER [2002]: *Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe*. Bruselas, EU.
- JENSEN, M.C. [1993]: «The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems». *Journal of Finance*, vol. 48, n.º 3, págs. 831-880.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. [1976]: «Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure». *Journal of Financial Economics*, vol. 3 (4), págs. 305-360.
- JOHNSON, S., LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A. [2000]: «Tunneling». *American Economic Review*, vol. 90, n.º 2, págs. 22-27.
- JAMBALVO, J., RAJGOPAL, S. y VENKATACHALAM, M. [2002]: «Institutional Ownership and the Extent to which Stock Prices Reflect Future Earnings», *Contemporary Accounting Research*, vol. 19, págs. 177-145.
- JONES, J.J. [1991]: «Earnings management during import relief investigations». *Journal of Accounting Research*, vol. 29, núm. 2: 193-228.
- KLEIN, A. [2002]: «Audit committee, board of director characteristics, and earnings management». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 33. págs. 375-400.
- KOTHARI, S.P., LEONE, A. y WASLEY, C.E. [2005]: «Performance matched discretionary accrual measures», *Journal of Accounting and Economics*, vol. 39, págs. 163-197.
- LEHMANN, E. y WEIGAND, J. [2000]: «Does the governed corporation perform better? Governance structures and corporate performance in Germany». *European Finance Review*, vol. 4, págs. 157-195.

- LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A. y VISHNY, R. [1997]: «Legal determinants of external finance». *Journal of Finance*, vol. 52 (3), págs. 1.131-1.150.
- [1998]: «Law and finance», *Journal of Political Economy*, vol. 106, págs. 1.113-1.155.
  - [2000]: «Investor protection and corporate governance». *Journal of Financial Economics*, vol. 58 (1-2), págs. 3-27.
- LA PORTA, R., LÓPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A. [1999]: «Corporate ownership around the world». *Journal of Finance*, vol. 54, n.º 2, págs. 471-517.
- LEUZ, C., NANDA, D. y WYSOCKI, P. [2003]: «Earnings management and investor protection: an international comparison». *Journal of Financial Economics*, vol. 69, págs. 505-527.
- LOUIS, H. y ROBINSON, D. [2005]: «Do managers credibly use accruals to signal private information? Evidence from the pricing of discretionary accruals around stock splits». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 39, págs. 361-380.
- LYON, J., BARBER, B. y TSUI, C. [1999]: «Improved methods for tests of long-run abnormal stock returns» *Journal of Finance* 54, págs. 165-201.
- MAURY, B. y PAJUSTE, A. [2005]: «Multiple large shareholders and firm value». *Journal of Banking & Finance*, vol. 29, págs. 1.813-1.834.
- OLIVENCIA RUIZ, M. [1998]: *El gobierno de las sociedades cotizadas*. Comité especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades.
- PEASNELL, K.V., POPE, P.F., y YOUNG, S. [1999]: «Outside directors, board effectiveness, and abnormal accruals». *Working paper 99/006*. Lancaster University.
- [2000]: «Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models». *Accounting and Business Research*, vol. 30, núm. 4: 313-326.
  - [2001]: «Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?». *Journal of Business Finance Accounting*, vol. 32, n.º 7-8: 1.311-1.346.
  - [2005]: «Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?». *Journal of Business Finance Accounting*, vol. 32, n.º 7-8; 1.311–1.346.
- PETRONI, K. [1992]: «Optimistic reporting in the property-casualty insurance industry». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 15, núm. 4: 485-508.
- PRIETO, J.M. [2006]: «El pequeño accionista comienza a "ser parte" de la empresa europea». *Bolsa de Madrid*. Marzo, págs. 18-23.
- 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*, n.º 133, págs. 55-72.
- VILLALONGA, B. y AMIT, R. [2006]: «How do family ownership, control, and management affect firm value?». *Journal of Financial Economics*, vol. 80, n.º 2, págs. 385-417.
- VOLPIN, P. [2002]: «Governance with poor investor protection: Evidence from top executive turnover». *Journal of Financial Economics*, vol. 64, págs. 61-90.
- VV.AA. [2005]: *Proyecto de investigación de la Cátedra Carlos Cubillo de Contabilidad y Auditoría*. Cátedra AECA.
- WANG, D. [2006]: «Founding family ownership and earnings quality», *Journal of Accounting and Research*, vol. 44, págs. 619-655.

- XIE, B., DAVIDSON III, W.N. y DADALT, P. J. [2003]: «Earnings management and corporate governance: The roles of the board and the audit committee». *Journal of Corporate Finance*, vol. 9, n.º 3. págs. 295-316.
- YEH, Y. y WOIDTKE, T. [2005]: «Commitment or entrenchment?: controlling shareholders and board composition». *Journal of Banking and Finance*, vol. 29, págs. 1.857-1.885.
- ZHAO, Y. y CHEN, K.H. [2008]: «The Influence of Takeover Protection on Earnings Management». *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 35, n.º 3-4, págs. 347-375.