

**FÉLIX LÓPEZ ITURRIAGA**

*Profesor Titular de Economía Financiera y Contabilidad.  
Universidad de Valladolid*

**PAOLO SAONA HOFFMANN**

*Candidato a Doctor y Miembro investigador asociado del  
Departamento de Economía Financiera y Contabilidad.  
Universidad de Valladolid*

**Extracto:**

Los clásicos problemas de separación de la propiedad y el control de las empresas, básicamente plasmados en las conductas oportunistas de quienes gestionan los recursos de los propietarios, han dado lugar al desarrollo de una serie de mecanismos de control de tales conductas oportunistas. Estos mecanismos se encuentran básicamente canalizados a través de la política de endeudamiento, la política de dividendo y a través del desarrollo de mecanismos internos de gobierno como la concentración de la propiedad de las empresas. La conducta oportunista de quienes gestionan los recursos empresariales puede llegar a concretarse en problemas de sobreinversión, la asunción de riesgos por debajo del punto óptimo de la empresa o el consumo de *perquisites*. En este sentido, el trabajo intenta ahondar en la utilización de los mecanismos internos de control como forma de limar las distintas manifestaciones de la discrecionalidad directiva. En términos específicos, tratamos de analizar cómo la estructura de propiedad, la estructura de capital y la política de dividendos inciden sobre los costes de agencia derivados de la separación entre la propiedad y el control, y de la discrecionalidad directiva en materia contable. Los resultados del análisis señalan que mientras la estructura de propiedad de las empresas permite converger los intereses de directivos y propietarios, la estructura de capital no necesariamente es un eficiente mecanismo de control de la conducta directiva. Con relación a la política de dividendos, se presenta como un mecanismo particularmente apto para el control del comportamiento discrecional directivo.

**Palabras clave:** costes de agencia, dividendos, estructura de capital, estructura de propiedad, ajustes por devengo.

---

## *Sumario:*

---

1. Introducción.
2. Discrecionalidad directiva y mecanismos internos de control.
  - 2.1. Costes de agencia de la relación directiva.
  - 2.2. Discrecionalidad contable.
  - 2.3. Mecanismos internos de control.
    - 2.3.1. La estructura de capital.
    - 2.3.2. Estructura de propiedad.
    - 2.3.3. Política de dividendos.
3. Datos y metodología.
  - 3.1. Muestra.
  - 3.2. Variables.
  - 3.3. Metodología.
4. Resultados.
  - 4.1. Decisiones financieras discrecionales.
  - 4.2. Discrecionalidad directiva en materia contable.
  - 4.3. Análisis de sensibilidad.
5. Resumen y conclusiones.

## 1. INTRODUCCIÓN

Los problemas surgidos de la separación entre los propietarios de las empresas y los gestores que administran las mismas han sido una preocupación constante, no sólo entre los estudiosos de la economía, sino en el conjunto de la sociedad. La posible incompetencia o deslealtad hacia los poseedores de un patrimonio por parte de aquellas personas a las que se ha encomendado la custodia y aprovechamiento de dicho patrimonio ha estado en el centro de los desvelos de políticos, literatos y hombres de negocio.

Ya la mitología griega hizo famoso a Prometeo por robar chispas del fuego de los dioses del Olimpo y entregárselas a los hombres en forma de arte e inteligencia. Pero no debemos olvidar que Prometeo se vio obligado a actuar así por la torpeza de su hermano Epimeteo, quien había quedado al cuidado de las cualidades y facultades de los seres naturales. Prometeo había recibido el encargo de Zeus de repartir esas cualidades entre los seres vivos. Epimeteo, menos prudente que su hermano, rogó a Prometeo que le dejara al cuidado de esa distribución y, llevado por la ligereza y la torpeza, entregó a algunos animales la agilidad, a otros la velocidad, a otros la facilidad para ocultarse, a otros agudos sentidos, a otros aguijones venenosos, a otros duros caparazones, etc. La imprudencia de Epimeteo le hizo derrochar todas las facultades con los animales de modo que, cuando llegó el turno a los hombres, se encontró con que no le quedaba ni fuerza, ni velocidad, ni una gruesa piel para protegerse del frío, etc. Asustado por la embarazosa situación reclamó la ayuda de Prometeo quien, al ver al hombre desnudo y falto de recursos, quedó sobrecogido por un sentimiento de compasión y decidió arriesgar su vida por los hombres robando el fuego de la fragua de Hefesto para entregárselo al hombre en forma de chispazos de inteligencia.

La tradición cristiana nos ha legado también un ejemplo parecido en la parábola del administrador infiel recogida en el capítulo 16 del Evangelio de San Lucas. Jesucristo elogia en ese pasaje el comportamiento de un administrador que es acusado ante su amo de haber malversado la hacienda. En tal caso, antes de ser despedido, el mayordomo convoca a los deudores de su amo y les invita a modificar los recibos justificativos de la deuda sustituyendo las cien medidas de aceite o las cien cargas de trigo por una cantidad inferior.

Una preocupación semejante late en *La vida es sueño*. En esa obra, Calderón de la Barca relata la historia del rey Basilio, quien, por distintos motivos, confía su reinado a su hijo Segismundo. Este último no acierta a administrar correctamente tal responsabilidad y se comporta tiránicamente, llegando a rebelarse contra su padre. No obstante, la obra termina felizmente y se produce la reconciliación de ambos antes del final.

La conciencia de la brecha que separa a propietarios y administradores se ha hecho más patente en las últimas décadas, pues las necesidades del capitalismo moderno han conducido a una configuración del tejido empresarial en la que tales problemas se acentúan. Las cuantiosas cantidades de recursos financieros requeridos en la actividad económica, las formas jurídicas que garantizan la responsabilidad limitada de los accionistas, la dispersión de los títulos de propiedad entre un amplio accionariado, la necesidad de contar con gestores especializados, etc., han conducido a una situación caracterizada por la separación entre la propiedad y el control de los activos de las empresas (BERLE y MEANS, 1932). Las nuevas corporaciones se perfilan como instituciones en las que una considerable cantidad de recursos financieros se ponen a disposición de equipos de administradores, supuestamente capacitados para rentabilizar tales recursos. La distancia que separa a esos gestores de los propietarios de los recursos y la incapacidad de estos últimos para efectuar una apropiada supervisión de los primeros nos remiten a esa constante preocupación por la delegación del poder y la adecuada administración del patrimonio.

El último eslabón de esta cadena podría venir dado por la inquietud surgida en los últimos años por el gobierno corporativo, entendido este como el conjunto de restricciones que forman la negociación *ex post* sobre las cuasi-rentas generadas por la empresa (ZINGALES, 1998) o, en otros términos, el modo de asegurar a los aportantes de recursos la remuneración que les corresponde (SHLEIFER y VISHNY, 1997). Escándalos que en fechas no muy lejanas han ocupado las portadas de los medios de comunicación como el *affaire Maxwell*, el pinchazo de la *burbuja tecnológica*, el caso Enron y el rosario de empresas que hacen uso del eufemismo «contabilidad creativa», y la gran dificultad para lograr una valoración correcta de unas empresas en las que los activos intangibles tienen cada vez mayor peso en la valoración, han desatado las preocupaciones de gobernantes e inversores y han urgido a tratar de recuperar la confianza y los valores perdidos.

El epicentro de esta oleada puede localizarse en los países anglosajones, aunque ha cobrado gran extensión en los demás países (OLIVENCIA, 2004), sin que España se sustraiga de este movimiento. Se entiende así la proliferación de los documentos que, bajo la denominación de «Códigos de Buen Gobierno», tratan de salvaguardar los derechos de los accionistas garantizando un comportamiento responsable de los directivos y articular procedimientos para orientar la gestión de las empresas hacia la creación de valor para sus propietarios. Una enumeración exhaustiva de estos códigos es tarea poco menos que imposible (AGUILERA y CUERVO, 2004) pero, limitándonos a algunos países de nuestro entorno, podríamos citar los informes Treadway (EE.UU.), Cadbury (GB), Vienot (Francia), Peeters (Holanda), Dey (Canadá), Cardon (Bélgica) y OCDE (países miembros de dicha organización).

Desde un punto de vista formal, el movimiento de reforma del gobierno corporativo resulta interesante por su doble naturaleza. En primer lugar, existe una dimensión de autorregulación, pues estos códigos de buen gobierno no se hallan muy lejos de ser una desiderata o conjunto de recomendaciones dirigidas a las sociedades para que voluntariamente asuman las medidas en ellos sugeridas. En segundo lugar, hay una clara vertiente legal en cuanto que el legislador ha hecho suyo el espíritu del movimiento de reforma y ha incorporado algunas de estas recomendaciones a las normas legales de obligado cumplimiento.

España constituye un buen ejemplo de esta dualidad. Por una parte, el Consejo de Ministros, en su reunión de 28 de febrero de 1997, acordó la creación de una comisión especial para el estudio de

un código ético de los consejos de administración de las sociedades, que cristalizó en el comúnmente conocido como Informe Olivencia. Con un espíritu análogo, el 19 de julio de 2002 el Consejo de Ministros decidió la creación de una comisión especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados y en las sociedades cotizadas, fruto de la cual surgió el denominado Informe Aldama. Por otro lado, en su vertiente normativa, son varias las leyes que, inspiradas en sugerencias y consideraciones expuestas en los mencionados informes, han incorporado a nuestro ordenamiento legal diversos aspectos tendentes a mejorar el gobierno corporativo, entre las cuales se debe reseñar la Ley 44/2002, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero Español, y la Ley 26/2003, de Transparencia de las Sociedades Anónimas Cotizadas.

Pero, más allá del procedimiento formal elegido para impulsar la transparencia de los mercados financieros y retomando el núcleo de la filosofía del gobierno corporativo, es claro que, dada la variedad de la tipología de inversores (grandes accionistas, pequeños accionistas, acreedores financieros de naturaleza bancaria, poseedores de títulos de deuda, acreedores comerciales, trabajadores que realizan inversiones de capital humano, etc.), la tarea de garantizarles la oportuna remuneración reviste no poca complejidad. En consecuencia, no resulta fácil acotar el concepto de gobierno corporativo y un somero repaso de los mecanismos disponibles para procurar la gobernanza <sup>1</sup> de las empresas puede ser pertinente.

La revisión de los mecanismos de control corporativo camina de la mano de la identificación de los puntos de fricción entre las diversas partes implicadas en la empresa. En un plano más académico, ese entramado de relaciones ha sido formalizado y explicado con más profundidad por los desarrollos científicos basados en la teoría de la agencia, una fundamentación conceptual de la empresa en la que se hace explícita consideración de los conflictos de intereses entre las diferentes partes implicadas (JENSEN y MECKLING, 1976; FAMA y JENSEN; 1983a y 1983b).

Como es sabido, las relaciones de agencia se establecen entre una figura denominada principal y otra que, obrando por cuenta de éste, recibe la calificación de agente. La relación de agencia se caracteriza por la posible divergencia de intereses entre las partes contratantes, pues es probable que el agente, en lugar de implicarse en la búsqueda de la utilidad del principal, obre por motivos distintos y busque su propia utilidad. La relación de agencia surge impregnada de asimetrías informativas en cuanto que el principal resulta incapaz de conocer con exactitud las aptitudes del agente previas a la celebración del contrato e incapaz de supervisar el estricto cumplimiento de las cláusulas concertadas en el contrato.

Los problemas de agencia o problemas contractuales surgidos a consecuencia de esta incompleta coincidencia de preferencias han recibido considerable atención en la investigación (BARNEA *et al.*, 1985; AZOFRA y DE MIGUEL, 1991), pudiéndose afirmar que la literatura financiera ha identificado

<sup>1</sup> La Real Academia Española define *gobernanza* como «arte o manera de gobernar que se propone como objetivo el logro de un desarrollo económico, social e institucional duradero, promoviendo un sano equilibrio entre el Estado, la sociedad civil y el mercado de la economía». En consonancia con OLIVENCIA (2004), y con la aguda e irónica opinión de Fernando LÁZARO CARRETER, anterior presidente de la Real Academia Española (véase *El nuevo dardo en la palabra*, 2003, Aguilar, Madrid), el vocablo *gobernanza* incorpora un matiz de desarrollo equilibrado y responsable ausente en el término *gobierno* y en la acepción que el Banco Mundial hace de *governance*, definido como el «modo de ejercer el poder en la gestión económica de un territorio y de los recursos para su desarrollo».

básicamente tres orígenes de problemas de agencia: los que se producen entre los directivos y los accionistas, los derivados de la relación entre acreedores y los accionistas y, más modernamente, los existentes entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios <sup>2</sup>. Las consecuencias de estas tres clases de divergencias son variadas y, a pesar de lo inexacta que puede resultar tal simplificación, cabe afirmar que conducen a una pérdida de eficiencia en la asignación de recursos dentro de la empresa o, en un nivel mayor de concreción, se traducen en la gestión de la empresa por los directivos a espaldas de los aportantes de recursos financieros, en la toma de decisiones financieras que transfieren riqueza de accionistas a acreedores o viceversa y en la expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios por parte de los mayoritarios (CUERVO, 2004).

No obstante lo anterior, la consideración conjunta de estos tres problemas de agencia resulta poco operativa, lo que aconseja a los estudiosos de las finanzas empresariales centrarse en uno de ellos para seguir el consejo de Sempronio quien, en su discusión con Celestina para repartirse las ganancias del encuentro entre Calixto y Melibea, repite el inveterado aforismo castellano de que quien mucho abarca, poco suele apretar <sup>3</sup>. Obviamente, son argumentos de rigor académico –y no las razones de Sempronio– los que nos conducen a centrar nuestra atención a lo largo de las páginas siguientes en la primera de las relaciones anteriormente mencionadas, la que se entabla entre los directivos de la empresa y los accionistas propietarios de las mismas.

Ya es lugar común considerar que propietarios y administradores responden a diferentes motivaciones surgiendo un conflicto de intereses entre ambos. Mientras que los primeros desean la maximización de su patrimonio y priman las actuaciones orientadas a aumentar el valor de mercado de sus títulos, los objetivos de la gerencia están vinculados a su remuneración, su seguridad laboral o su ámbito de decisión. Se constata así una inclinación de los responsables de las empresas por comportamientos que, pese a ir en detrimento del valor de la empresa, resultan satisfactorios para su función personal de utilidad, como pueden ser una inversión en exceso sobre el nivel óptimo de la empresa (STULZ, 1990), una política de diversificación inadecuada (LANG y STULZ, 1994; DENIS *et al.*, 1996), la asunción de riesgos por debajo del punto óptimo para la empresa (AMIHUD y LEV, 1981), el consumo de beneficios no pecuniarios (JENSEN, 1986) o la elección de medios financieros basados en el aprovechamiento de las asimetrías informativas (MYERS y MAJLUF, 1984; HARRIS y RAVIV, 1991; SCHMID *et al.*, 2002).

Con el ánimo de atenuar tales ineficiencias se han diseñado diversos mecanismos de control a través de la imposición de mayor disciplina sobre el equipo directivo, siendo frecuente la distinción entre los denominados mecanismos externos a la empresa y los mecanismos internos. Mientras que entre los primeros se cuenta el mercado de control corporativo o el mercado de trabajo directivo (JENSEN, 1986), los mecanismos internos abarcan una pluralidad de instrumentos tales como la estructura de capital, la política de dividendos, la estructura de propiedad, la política de remuneración directiva o el funcionamiento del consejo de administración (JENSEN, 1993).

<sup>2</sup> Es obvio que existen muchas otras relaciones de agencia en la empresa como son las que ligan a los proveedores, a los trabajadores o al conjunto de la sociedad con la empresa. Sin embargo, a efectos de la toma de decisiones financieras, esas tres son las relaciones de agencia más notables.

<sup>3</sup> Véase Fernando DE ROJAS, *La Celestina*, acto XII.

Aunque, en teoría, los distintos tipos de mecanismos de control pueden actuar simultáneamente, la realidad pone de manifiesto que el grado de utilización de cada uno de ellos está condicionado por el entorno institucional-legal en el que operan las empresas (FRANKS y MAYER, 1997). En un contexto como el español, caracterizado por una propiedad concentrada y la existencia de poseedores de grandes paquetes accionariales, los mercados de capitales desempeñan un débil papel en la imposición de mayor disciplina directiva (FANJUL, 1998), haciéndose patente la necesidad de recurrir a los mecanismos internos de control.

Nuestro trabajo se inserta en esta línea de investigación, pues busca ahondar en la utilización de los mecanismos internos como forma de limar las distintas manifestaciones de la discrecionalidad directiva. Más específicamente, tratamos de analizar cómo algunos mecanismos internos de control (la estructura de propiedad, la estructura de capital y la política de dividendos) inciden sobre dos aspectos de la relación directiva: los costes de agencia derivados de la separación entre propiedad y control, y la discrecionalidad directiva en materia contable.

Por lo que se refiere al primero de los mencionados aspectos, y a diferencia de muchas de las investigaciones anteriores, centradas en el efecto que los mecanismos de control tienen sobre el valor de la empresa, nosotros hemos optado por estimar el influjo de los mecanismos de control en los costes de agencia. Hasta el momento no existe un acuerdo sobre una medida omnicomprendiva de dichos costes, lo que aconseja combinar varios indicadores de modo que, aunque ninguno de ellos incorpore la totalidad de costes de agencia –y sólo los costes– que pueden derivarse de la relación directiva, la conjunción de todos ellos nos permita valorar, con las oportunas cautelas, el modo en cómo operan los mecanismos de control. Por esta razón, los indicadores de costes de agencia que hemos elegido se estructuran en una doble vertiente: por un lado, analizamos la eficiencia en el uso de los activos (ANG *et al.*, 2000) y, por otro, nos centramos en aquellas partidas de costes que son más fácilmente susceptibles de uso discrecional por los directivos (SINGH y DAVIDSON, 2003).

En lo tocante a la discrecionalidad directiva en materia contable, tomaremos como punto de referencia la dirección de beneficios. Partiendo de una de las manifestaciones que puede adoptar la dirección de beneficios, como son los ajustes contables, nos planteamos hasta qué punto la combinación de la estructura de capital y de propiedad (en el sentido de utilización de endeudamiento de procedencia bancaria o de mercado) contribuye a disciplinar a los gerentes de la empresa y a minorar su capacidad de dirección de beneficios.

Los resultados de nuestro análisis se hallan en consonancia con investigaciones previas parcialmente relacionadas y ponen de manifiesto un funcionamiento variado de los mecanismos de control. Mientras que cabe albergar ciertas dudas en torno a la capacidad de la estructura de capital para reducir la discrecionalidad directiva, la estructura de propiedad cuenta con un indudable poder para hacer converger los intereses de directivos y propietarios. Asimismo, se observa que la deuda de mercado impone un marco de actuación más restrictivo, coartando las posibilidades de actuación discrecional, y, por el contrario, la deuda contraída con entidades de crédito se presta a facilitar el comportamiento oportunista de los directivos, si bien esta última circunstancia viene condicionada por el horizonte temporal de este endeudamiento. El reparto de dividendos, por su parte, se presenta como un mecanismo especialmente apto para el control del comportamiento discrecional de la dirección.



La tarea que acabamos de esbozar se desarrolla en cinco epígrafes. Tras la introducción, en el segundo de ellos se efectúa una revisión de las dos grandes corrientes teóricas de las que nuestro trabajo bebe: la toma de decisiones financieras por los directivos y la dirección de beneficios como expresión de la discrecionalidad directiva. Al hilo de ese repaso se exponen asimismo las hipótesis que trataremos de contrastar empíricamente. La descripción de la muestra y de la metodología que hemos utilizado para el análisis constituyen el objeto del tercer epígrafe, mientras que en el cuarto expondremos y comentaremos los resultados alcanzados. El trabajo se cierra con un apartado en el que se subrayan las conclusiones más importantes y se apuntan algunas líneas futuras de investigación en este campo.

## 2. DISCRECIONALIDAD DIRECTIVA Y MECANISMOS INTERNOS DE CONTROL

Como ya ha quedado dicho, la separación entre la propiedad y el control de los activos que componen la empresa lleva a los directivos a tomar decisiones que pueden menoscabar la utilidad o la riqueza de los accionistas, observándose comportamientos directivos que divergen o, incluso, colisionan abiertamente con la maximización del valor de la empresa que exigirían los accionistas. La respuesta de estos últimos ante tales conflictos implica la utilización de medios de control de la discrecionalidad directiva para hacer converger los intereses de ambos grupos o supervisar las decisiones del equipo gestor (DENIS *et al.*, 1999). De entre todos los mecanismos de control disponible, por razones ya apuntadas anteriormente, nosotros hemos centrado nuestra atención en los mecanismos internos y, más concretamente, en aquellos cuya utilización ha sido más ratificada por la literatura: la estructura de capital, la estructura de propiedad tanto de los recursos propios como ajenos y la política de dividendos.

### 2.1. Costes de agencia de la relación directiva.

Un aspecto clave del estudio de la eficiencia de los mecanismos de control es la correcta definición de los costes de agencia. En el estado actual de la investigación no se dispone de una definición omnicomprendensiva que incorpore la totalidad de conflictos que se producen en el entramado contractual de las empresas y sólo contamos con medidas que aportan una visión parcial. Más aún, la mayor parte de la investigación precedente ha estudiado los costes de agencia de manera indirecta, pues se ha centrado en los efectos sobre la valoración de la empresa en el mercado, lo que, lógicamente, está mediatizado por el valor de los costes de agencia (McCONNELL y SERVAES, 1990; CHEN y STEINER 1999; CHO, 1998).

Por el contrario, nosotros hemos decidido centrarnos en algunas medidas de los costes de agencia surgidos de la separación entre la propiedad y el control de la empresa, siguiendo a ANG *et al.* (2000) y SINGH y DAVIDSON (2003), quienes utilizan dos especificaciones distintas de los mismos. Ambos trabajos coinciden en definir una primera medida de costes de agencia en términos de eficiencia en la utilización de los activos de la empresa calculada como el cociente entre la cifra de negocios y el valor de los activos.

La segunda medida de los costes de agencia, aunque ligeramente distinta en ambos estudios, comparte muchas comunidades, se centra en la eficiencia de los costes de explotación y trata de



medir el control sobre los pagos por exceso y sobre el consumo de beneficios no pecuniarios. En consonancia con otros trabajos, este indicador constituye un intento de incorporar aquellos gastos susceptibles de más fácil utilización discrecional por los directivos y que les reportan más utilidad (LEE y KWOK, 1988; MARTÍNEZ, 1995; RODRÍGUEZ, 1997).

## 2.2. Discrecionalidad contable.

A consecuencia del asimétrico reparto de información que existe en la relación directiva y en aras de la protección de los derechos de los accionistas, no ha de extrañar que en las empresas se hayan arbitrado procedimientos para atenuar esos desequilibrios informativos, evaluar la eficiencia con la que los directivos desempeñan su cometido y establecer esquemas de remuneración (BRICKLEY *et al.*, 1995). Entre esos procedimientos para transmitir información fiable a las partes contratantes menos informadas podemos citar los estados financieros que reflejan la situación y actividad de la empresa. Tales estados permiten conocer fidedignamente el rendimiento empresarial y, por tanto, constituyen un elemento óptimo para valorar la gestión de la empresa. Son muchos los aspectos de la evaluación de los directivos que se hallan ligados a los resultados de la empresa y hoy en día asistimos a una generalización de esquemas de remuneración empresarial basados, con carácter preferentemente, en la eficiencia empresarial (WATTS y ZIMMERMAN, 1986; O'BYRNE, 1990).

Una reacción plausible por parte de los directivos será la elección de los métodos contables que se encuentren en consonancia con sus intereses para, de algún modo, orientar la cifra de resultados u otras medidas semejantes en su propio beneficio (SMITH, 1976; JENSEN, 2003). Surge de este modo la denominada dirección de beneficios, entendida como el intento de orientar el resultado contable no tanto para la transmisión de información veraz cuanto como para dar una impresión positiva de la eficiencia de los gestores de la empresa.

Estas decisiones suponen una modificación de los métodos contables (MOSES, 1987), de los criterios de valoración de existencias (NIEHAUS, 1989), de las partidas extraordinarias (BEATTIE *et al.*, 1994), de los gastos en I+D (BANGE y DEBONDT, 1998) o de los ajustes por devengo (BANNISTER y NEWMAN, 1996; DEFOND y PARK, 1997). Por lo tanto, existe una pluralidad de prácticas contables a disposición del equipo de dirección de la empresa susceptibles de ser usadas para alterar discrecionalmente la cifra de resultados, entre las cuales destacan los ajustes por devengo; no en vano estos últimos han recibido una atención preferente por parte de la literatura en los últimos años (McNICHOLS y WILSON, 1988; JONES, 1991; DEFOND y SUBRAMANYAN, 1998; ERIKSON y WANG, 1999).

La esencia de este tipo de arreglos contables es la mejora de la capacidad informativa de la contabilidad superando los desajustes temporales que se pueden producir entre las corrientes de cobros, pagos, ingresos y gastos. No obstante este empleo apropiado (HANSEN y NOE, 1998; BARTH *et al.*, 2001), cabe también un uso discrecional de los ajustes por devengo ya que, al modificar el momento de reconocimiento de los ingresos y de los gastos, permiten transferir resultados positivos o negativos de un período a otro y, consiguientemente, desvirtuar el contenido informativo de la cifra de beneficios. De hecho, este procedimiento destaca entre los anteriormente citados, puesto que concede mayor flexibilidad a la dirección debido a su menor coste y la dificultad de detección

(HEALY, 1985). Además, los ajustes por devengo tienen la virtud de resumir en una sola medida el efecto conjunto de varias decisiones contables (PEASNELL *et al.*, 2000b).

Si tal es el atractivo de los ajustes por devengo es lógico que hayan surgido numerosos intentos de identificación de su posible uso discrecional. Como pone de manifiesto DELGADO (2003), son variados los métodos de cuantificación de la dirección de resultados mediante ajustes por devengo, aunque muchos de ellos comparten como característica común la distinción de dos componentes dentro de los ajustes: la parte no discrecional y la discrecional (DECHOW, 1994; PEASNELL *et al.*, 2000a). Mientras que el componente no discrecional obedece al intento de mejorar el poder informativo de la contabilidad en el sentido anteriormente apuntado, el elemento discrecional –como su propia denominación indica– recoge el eventual uso de los ajustes contables para alterar la cifra de beneficios por motivos menos justificables. Esta dicotomía de motivos conduce también a un esquema diferenciado de elementos determinantes de uno u otro tipo de ajustes. Así, es probable que los ajustes no discrecionales respondan a factores relacionados con la actividad normal de la empresa, siendo habitual calcularlos a partir de la cifra de negocios de la empresa y de la depreciación de los elementos de activo fijo.

El componente discrecional de los ajustes por devengo, por su parte, se hallará condicionado por la capacidad e inclinación de los directivos a la alteración contable y, muy probablemente, dependerá de la eficacia del gobierno corporativo para atajar tal actuación. De ahí que el estudio de estas manipulaciones contables deba discurrir en paralelo con el análisis de los mecanismos de gobierno corporativo. De hecho, se ha comprobado empíricamente que la presencia de consejeros externos (PEASNELL *et al.*, 2001), la existencia de una comisión de auditoría dentro del consejo de administración (KLEIN, 2002), el tamaño del propio consejo (BEASLEY, 1996), el peso de los inversores institucionales en la estructura de propiedad (JIAMBALVO *et al.*, 2002) y la concentración de la propiedad o la participación de los accionistas internos (DELGADO, 2003) contribuyen a reducir la dirección de beneficios.

### 2.3. Mecanismos internos de control.

#### 2.3.1. La estructura de capital.

La utilización de recursos propios para la financiación de la empresa presenta ventajas para los directivos, pues les confiere una flexibilidad y un ámbito de discrecionalidad que no proporciona la deuda. Los aportantes de recursos propios no requieren necesariamente una remuneración tan rígida y sometida a un calendario de pagos tan estricto como los recursos ajenos, lo que facilita la utilización discrecional de recursos financieros por parte de los directivos (GROSSMAN y HART, 1982; HARRIS y RAVIV, 1991; BARCLAY y SMITH, 1996).

Desde esta perspectiva, la utilización de deuda supone un mecanismo de disciplina directiva y debería existir una relación inversa entre el nivel de endeudamiento de la empresa y los costes de agencia. Así ha sido confirmado por trabajos relativos tanto al entorno anglosajón (ANG *et al.*, 2000; SINGH y DAVIDSON, 2003) como a España (MENÉNDEZ, 2001). En consecuencia, podríamos formular nuestra primera hipótesis:

*Hipótesis 1a:* es de esperar una relación negativa entre los costes de agencia y el nivel de endeudamiento de una empresa.

Asimismo, la rígida estructura de compromisos financieros inherentes a la financiación vía deuda –y su consiguiente capacidad para limar la discrecionalidad directiva en el uso de los recursos financieros– permite suponer la existencia de una relación negativa entre el apalancamiento financiero de la empresa y la utilización interesada de los ajustes por devengo, pues los recursos ajenos implican una mayor supervisión de los acreedores sobre los directivos y un control más detallado sobre la información contenida en los estados financieros. No obstante, hay también evidencia empírica que muestra una ligazón positiva entre ambos aspectos (AZOFRA *et al.*, 2002), según la cual la presentación de registros contables optimistas permite la obtención de financiación ajena en condiciones más favorables, lo que aumenta los incentivos de los responsables de las empresas para alterar el resultado en su propio beneficio. Por lo tanto, el papel de la deuda como elemento restrictivo de la manipulación contable parece ser una cuestión empírica, pudiéndose apuntar razones justificativas en uno y otro sentido. La formulación de una hipótesis que ligue el nivel de ajustes por devengo y el grado de endeudamiento de la empresa queda, en consecuencia, abierta y podría tomar la forma del siguiente enunciado:

*Hipótesis 1b:* las prácticas de dirección de beneficios pueden hallarse relacionadas tanto positiva como negativamente con el nivel de endeudamiento de la empresa.

### 2.3.2. Estructura de propiedad.

El modo como se distribuye la propiedad también constituye un mecanismo de control que puede aliviar o exacerbar los problemas de agencia de las empresas. En este caso es oportuno considerar la distribución de propiedad de los recursos propios y de los ajenos.

Por lo que se refiere a los capitales propios, han sido dos los aspectos que han recibido una atención preferente: la concentración de la propiedad y la participación de los directivos de la empresa en la propiedad. La existencia de una estructura de propiedad más concentrada contribuye a la resolución de ciertos problemas de acción colectiva como el denominado *free-rider* al otorgar a esos principales accionistas unos incentivos de supervisión directiva con los que no cuentan los pequeños accionistas (BERGSTRÖM y RYDQVIST, 1990; GALVE y SALAS, 1992). Desde esta perspectiva, cabría suponer que los conflictos de agencia se atenúan a medida que las empresas presentan una propiedad más concentrada.

No obstante, como sugiere el enfoque *Law and Finance*, la distribución de propiedad no es independiente de la configuración del sistema financiero y las características de este último permiten explicar numerosos aspectos de las decisiones financieras tomadas por las empresas (LA PORTA *et al.*, 1997, 1999 y 2000). España pertenece al grupo de países de ley civil de influencia francesa, países en los que los derechos de los inversores no se encuentran adecuadamente protegidos, lo que puede conducir a una mayor concentración de la propiedad como mecanismo de defensa de los accionistas (LA PORTA *et al.*, 1998). Esta concentración de la propiedad y la configuración legal de nuestro sistema financiero provocan la aparición de un conflicto de intereses entre los accionistas mayoritarios y

los accionistas minoritarios tan relevante como el existente entre accionistas y directivos (BECHT y ROËLL, 1999; BIANCO y CASAVOLA, 1999).

En consecuencia, los beneficiosos efectos de convergencia de intereses y consiguiente reducción de los conflictos de agencia a que parecía dar lugar la propiedad quedan puestos en entredicho. Ello nos lleva a plantearnos la posibilidad de que la relación que une la concentración de la propiedad y la eficiencia directiva presente un perfil distinto, existiendo la posibilidad de una relación negativa entre ambas variables o, incluso, no lineal. Así lo expresa la siguiente hipótesis:

*Hipótesis 2:* los costes de agencia estarán afectados por la concentración de la propiedad, aunque esta relación puede ser positiva, negativa o no lineal, combinando un efecto negativo con uno positivo.

El segundo aspecto de la propiedad de los recursos propios es el relativo a la propiedad directiva. Habitualmente la posesión de una proporción mayor de propiedad por los directivos hace coincidir sus intereses con los de los demás accionistas, como se ha probado en el contexto anglosajón y en el continental europeo (JENSEN, 1993; McCONNELL y SERVAES, 1990; SHORT y KEASEY, 1999; THOMSEN y PEDERSEN, 2000). Sin embargo, y de manera parcialmente coincidente con lo ya expuesto sobre la concentración de propiedad, cabría también pensar en una relación no lineal entre el nivel de propiedad directiva y la actuación discrecionalidad de los gestores combinando los denominados efectos de convergencia y de atrincheramiento (MORCK *et al.*, 1988; KOLE, 1995). Este razonamiento modela nuestra tercera hipótesis relativa a la influencia de la propiedad directiva:

*Hipótesis 3:* es de esperar una relación negativa entre la propiedad en manos de los directivos y los costes de agencia de la empresa. Cabría, incluso, plantearse una relación cuadrática entre ambos elementos, con un efecto inicialmente negativo que dejaría paso después al efecto positivo.

En lo referente a la propiedad de los recursos ajenos, más allá de la influencia del nivel de endeudamiento a la que antes hicimos mención, es oportuno analizar la procedencia de tales recursos, para lo cual distinguiremos la parte del endeudamiento proveniente de entidades de crédito de otro tipo de deuda. A las empresas que operan en el mercado español se les plantea la disyuntiva de recurrir al endeudamiento bancario o emitir títulos de deuda (básicamente obligaciones y pagarés) negociables en los mercados. En otras palabras, existe la alternativa de recurrir a un endeudamiento que podríamos calificar de privado –en cuanto que la relación se establece con uno o con un número muy limitado de acreedores– y un endeudamiento recabado en mercados públicos en los que la figura del acreedor se corresponde con una pluralidad amplia de tenedores de títulos. Si bien ambas formas de endeudamiento comparten las características comunes de la financiación ajena, es indudable que cada una de ellas presenta un perfil específico y que entraña implicaciones diversas en relación con el gobierno corporativo y, por tanto, con la discrecionalidad directiva.

El endeudamiento bancario se contrae con instituciones especializadas en la supervisión de los prestatarios que, de alguna manera, suplen las carencias supervisoras de los accionistas (CAMPBELL y KRACAW, 1980; PETERSEN y RAJAN, 1994; JOHNSON, 1997b), por lo que cabría suponer una reducción de la discrecionalidad directiva cuando la deuda procede de entidades de crédito. No obstante, existen también claras diferencias entre ambos tipos de deuda en lo relativo a la posibilidad de renegociación.

Habitualmente los convenios de las emisiones públicas de deuda suelen ser más estrictos que las cláusulas de deuda bancaria, pues los bancos se avienen a renegociar las deudas en caso de impago con más facilidad (JAMES y SMITH, 2000). Desde esta perspectiva, la deuda de mercado resulta más rigurosa e impone una mayor disciplina sobre los directivos. No debe olvidarse que el mayor coste que habitualmente lleva aparejada la deuda bancaria está motivado por la imposibilidad de las empresas de encontrar otro tipo de financiación, pudiéndose sospechar que las empresas con mayores costes de agencia no disponen de modos alternativos de financiación y se ven abocadas a pedir prestado a las entidades crediticias. En esas situaciones podría observarse una relación positiva entre el endeudamiento de procedencia bancaria y los costes de agencia, si bien la relación de causalidad podría ir de la segunda a la primera de las variables citadas. Todo ello nos lleva a afirmar que la influencia de la propiedad de la deuda es una cuestión que debe elucidarse empíricamente, pudiéndose encontrar argumentos tanto a favor como en contra de un efecto disciplinante de la deuda bancaria. Eso se concreta en nuestra cuarta hipótesis:

*Hipótesis 4a:* la procedencia bancaria de la deuda podría afectar a la eficiencia de los directivos. El signo de la influencia puede ser tanto positivo como negativo.

Igualmente, ha de tenerse en cuenta que la más estrecha relación entre prestamista y prestatario inherente a la financiación bancaria permite establecer lazos más duraderos y por eso la financiación bancaria tiende a tomar una dimensión de largo plazo (EBER, 2001). En tales casos, las empresas que reciben los créditos buscan labrarse una buena reputación como prestatarios (DIAMOND, 1991), por lo que no sería de extrañar un comportamiento tendente a alterar la cifra de beneficios y lograr, en consecuencia, mejores condiciones crediticias (DATTA *et al.*, 1999). Más aún, en esta cierta discrecionalidad podría radicar precisamente una explicación del endeudamiento bancario, pues no debe olvidarse que, en comparación con la deuda negociable, la financiación procedente de entidades de crédito presenta un mayor coste. De hecho, la utilización de deuda procedente de entidades de crédito ha sido recientemente explicada sobre la base de las asimetrías informativas (JOHNSON, 1997a; JAMES y SMITH, 2000). Más aún, podría ser oportuno un estudio diferenciado en función de la estructura de plazos de la deuda dada la disímil repercusión de la deuda de corto y de largo plazo sobre los estados financieros.

*Hipótesis 4b:* la distinta supervisión y facilidad de renegociación de la deuda contraída con entidades financieras en contraposición a la deuda negociable en mercados financieros guarda relación con la discrecionalidad directiva en materias contables, cabiendo presuponer una relación positiva entre esta última y la deuda de procedencia bancaria.

### 2.3.3. Política de dividendos.

El reparto de dividendos es otra de las decisiones financieras que puede hallarse vinculada a los costes de agencia que aquejan a las empresas. La relación se establece, más que con el reparto en sí mismo considerado, con las consecuencias que sobre la discrecionalidad directiva tiene el reparto de dividendos.

Como ya hemos apuntado, está probada la relación que existe entre el volumen de recursos a disposición discrecional de los directivos y la ineficiencia en el uso de los mismos (JENSEN, 1986;

LANG *et al.*, 1991; SZEWCZYK *et al.*, 1996). Por consiguiente, un mayor reparto de dividendos limita la discrecionalidad directiva y, por tanto, obliga a una mejor eficiencia asignativa, conduciendo a menores costes de agencia (LANG y LITZENBERGER, 1989; DEWENTER y WARTHER, 1998). En este caso podríamos esperar una relación negativa entre costes de agencia y ratio de *pay-out*:

*Hipótesis 5:* una mayor distribución de dividendos debería encontrarse negativamente relacionada con los costes de agencia.

### 3. DATOS Y METODOLOGÍA

#### 3.1. Muestra.

La base de datos utilizada se halla formada por datos correspondientes a 178 empresas no financieras españolas que han cotizado en las Bolsas de valores durante el período 1991-2001. Al tratarse de empresas que cotizan en mercados de valores ha de entenderse que el tamaño de las compañías podría calificarse de grande o medio-grande. La conjunción de los 178 individuos con los once cortes transversales practicados permite la formación de un panel de datos desequilibrado que contiene 1.164 observaciones, que será tratado con la oportuna metodología de datos de panel.

**TABLA 1. Distribución de la muestra por años y sectores de la actividad.**

Años	Aliment. pesca y agric.	Cemento y construcc.	Inmob.	Transp y telecom.	Textil, papel y celulosa	Agua, luz, gas y petróleo	Servicios	Minería	Total
1991	12	23	9	7	10	13	5	15	94
1992	14	23	11	7	10	14	6	15	100
1993	14	24	11	8	9	15	6	15	102
1994	14	24	11	9	10	15	7	16	106
1995	12	21	10	8	9	15	7	15	97
1996	10	18	8	8	8	17	6	13	88
1997	11	18	8	8	8	17	6	13	89
1998	22	16	19	8	15	18	19	19	136
1999	21	13	19	8	14	12	19	19	125
2000	21	10	18	7	13	10	19	17	115
2001	20	10	17	7	13	10	19	16	112
Total observac.	171	200	141	85	119	156	119	173	1.164
N.º empresas	28	27	24	14	20	22	20	23	178

El panel formado inicialmente es un panel desequilibrado pues no todas las empresas se hallan incluidas en la base de datos durante los once años, si bien eso no impide la obtención de estimaciones consistentes (HSIAO, 1986). La información empleada es de carácter público y se obtuvo del registro de empresas, del registro de participaciones significativas en el capital y de los estados financieros auditados proporcionados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Estos datos incluyen el balance de situación, la cuenta de pérdidas y ganancias, las participaciones de los principales accionistas y la participación en la propiedad de los miembros del consejo de administración.

### 3.2. Variables.

Las variables utilizadas y una descripción estadística de la muestra se detallan en las **tablas 2a** y **2b**. La **tabla 2a** recoge los valores medios, máximos y mínimos, la mediana y la varianza de cada variable, mientras que la **tabla 2b** coincide con la matriz de correlaciones de dichas variables.

Un elemento crítico en la enumeración de las variables es la especificación de los costes de agencia. La inexistencia de una definición completa de tales costes aconseja utilizar más de una medida que pueda servir como aproximación a distintos aspectos de los conflictos de intereses surgidos de la relación directiva. Lógicamente, ninguna de ellas informará totalmente sobre el funcionamiento de los mecanismos de control, pero, en su conjunto, el análisis de la influencia en las dos medidas puede proporcionar alguna pauta acerca de cómo intervienen esos mecanismos de control.

La primera de ellas (CAGENC1), de acuerdo con la literatura anteriormente expuesta, es la eficiencia en la utilización de los activos y la definimos como el cociente entre la facturación total y el volumen de activos. Se trata de una medida inversa de los costes de agencia, pues un mayor aprovechamiento de los activos de la empresa (en el sentido de mayor facturación sobre el activo total) probablemente trasluzca un mayor esfuerzo directivo. Un bajo valor de esta ratio indicaría que los directivos no aprovechan o explotan con suficiente interés los activos de la empresa o que realizan malas decisiones de inversión eligiendo activos improductivos y procediendo al denominado consumo de *perquisites*.

La segunda medida de los costes de agencia (CAGENC2) está relacionada con la eficiencia en los costes de la empresa y trata de centrarse en aquellas partidas cuyo uso discrecional puede proporcionar mayores cotas de utilidad a los directivos. De entre todas las partidas de los costes de explotación creemos que la cifra de gastos de personal reviste una importancia especial por dos motivos. En primer lugar, porque esa partida incluye la remuneración recibida por los directivos, quienes obviamente tienen inclinación por aumentar su retribución. En segundo lugar, porque uno de los elementos que los directivos tratan de evitar son los costes psicológicos derivados de la conflictividad laboral (SHARPE, 1994), y una forma de reducir esos conflictos es ofrecer elevadas remuneraciones, incluso por encima del nivel eficiente. En consecuencia, un elevado nivel de esta ratio pondría de manifiesto un elevado nivel de costes de agencia.

La variable que se utilizará como aproximación a la discrecionalidad directiva corresponde a los ajustes por devengo anormales (AA), como se señala en el apartado siguiente. Las variables



explicativas, en consonancia con las previsiones avanzadas en el apartado anterior, se hallan formadas por las medidas de apalancamiento en sus diversas expresiones. Entre ellas se cuentan el endeudamiento total sobre el valor total del activo (DTAB), la deuda contraída con instituciones bancarias sobre el valor total del activo (DBAB), la deuda contraída con instituciones bancarias sobre el total de deuda (DBDT) y la deuda negociada en los mercados, tanto sobre el valor total del activo (DPAB) como sobre el montante total de los recursos ajenos (DPDT). Asimismo, hemos construido un indicador del plazo de vencimiento de la deuda bancaria a través del cociente entre la deuda bancaria de largo plazo y el total de deuda bancaria (DBLDB).

La concentración de la propiedad ha sido medida a través de la proporción de acciones en manos del principal accionista (C1). No obstante, y como se indicará más tarde al efectuar el análisis de sensibilidad, hemos ampliado esa definición a la proporción poseída por los dos y los cinco principales accionistas (C2 y C5, respectivamente). La distribución de dividendos se ha medido a través de la cuantía total del dividendo distribuido relativizada por los capitales propios.

La propiedad directiva se ha cuantificado a través de la proporción del capital en manos de los consejeros (ALFA). Hubiera sido deseable contar con información sobre la propiedad de otros directivos de la empresa que no forman parte del consejo de administración pero, desafortunadamente, tal información no está disponible. En cualquier caso, creemos que ALFA es suficientemente informativa de algunos de los incentivos que tienen los consejeros para realizar apropiadamente su misión de supervisar las decisiones directivas y orientar la gestión de la empresa hacia la creación de valor. Esta variable ha sido depurada o ajustada para tener únicamente en cuenta la participación relativa a los individuos y no a las personas jurídicas (ALFAAJ), lográndose así otra aproximación a los incentivos de los consejeros para desempeñar eficientemente su tarea.

Es preciso reconocer que las medidas de discrecionalidad directiva que empleamos pueden hallarse muy afectadas por el sector en el que opera la empresa, dado que la estructura de costes y la utilización de activos puede variar mucho en función de las características propias del sector. Por este motivo hemos incluido en nuestro análisis, a modo de variables de control, ocho variables *dummy* que se corresponden con la estructura sectorial: Alimentación, pesca y agricultura; Cemento y construcción; Inmobiliarias; Transporte y telecomunicaciones; Textil, papel y celulosa; Agua, luz, gas y petróleo; Servicios y Minería. El grupo de variables de control cuenta también con la rentabilidad bruta del activo (ROA) y el tamaño de la empresa (LNTAB) medido a través del logaritmo de valor contable de los activos. No resulta fácil aventurar una dirección de influencia para esta última variable pues, por una parte, cabría pensar en la existencia de economías de escala o de alcance que condujeran a un aprovechamiento más eficiente de los activos (ANG *et al.*, 2000). Pero, sin embargo, un mayor tamaño de la empresa suele ir asociado a una mayor separación de la propiedad y el control y, en consecuencia, al agudizamiento de los problemas de agencia con el consiguiente aumento de la discrecionalidad directiva. Se trata, en consecuencia, de una cuestión de resolución empírica y sería de esperar una influencia del tamaño de la empresa tanto en uno como en otro sentido. En cualquier caso, la trascendencia de esta variable en nuestra investigación es limitada, ya que nuestro objetivo se centra en analizar el funcionamiento de los mecanismos de control –y no el tamaño– sobre la discrecionalidad directiva.

Por lo que respecta a ROA, los mayores niveles de rentabilidad de la empresa conducen a cuentas de resultados más favorables, haciendo menos necesaria la dirección de beneficios, y, en consecuencia, cabría esperar un signo negativo para la variable que recoge el efecto de la rentabilidad de los activos de la empresa sobre los ajustes por devengo.

### TABLA 2a. Estadística descriptiva de las variables.

Principales estadísticos descriptivos de la muestra. Las columnas indican la media, mediana, valores mínimos, máximos y varianza de cada variable. Los valores de C1 reflejan la proporción de propiedad en manos del principal y de los cinco principales accionistas y se hallan expresados en porcentaje. AA representa los ajustes por devengo anormales, mientras que TA corresponde al total de ajustes por devengo, DTAB el nivel de endeudamiento, DBAB y DBDT la proporción de deuda bancaria, DPDT y DPAB la proporción de deuda negociable en mercados, DBLDB la estructura de plazos de la deuda bancaria, LNTAB el tamaño de la empresa, ROA la rentabilidad de los activos. La variable  $\Delta$ FACT corresponde a las variaciones de la facturación entre un año y otro, mientras que INM equivale al activo inmovilizado total de la empresa. ALFA es la proporción de acciones poseída por los consejeros, PAYOUT el nivel de reparto de dividendos y CAGENC1 y CAGENC2 se corresponden con las dos especificaciones de los costes de agencia. Los valores se presentan en tanto por uno con la excepción de C1, C2 y ALFA, que se encuentran medidos en porcentaje

Variable	Media	Mediana	Mínimo	Máximo	Varianza
C1	38.680	32.560	0.011	99.200	668.253
AA	0.000	-0.008	-0.619	3.412	0.033
TA	-0.017	-0.027	-0.798	3.739	0.224
DTAB	0.310	0.294	0.000	3.331	0.047
DBAB	0.167	0.133	0.000	1.000	0.023
DBDT	0.511	0.540	0.000	1.000	0.121
DPDT	0.032	0.000	0.000	0.999	0.014
DPAB	0.011	0.000	0.000	0.671	0.002
DBLDB	0.402	0.389	0.000	1.000	0.128
LNTAB	10.229	10.082	6.043	15.987	2.874

.../...

.../...

ROA	0.026	0.034	- 1.263	0.396	0.091
ΔFACT	0.031	0.007	- 5.251	5.366	0.382
ALFA	23.297	13.281	0.000	99.99	26.513
PAYOUT	0.020	0.000	0.000	0.135	0.000
CAGENC1	0.639	0.539	0.005	3.071	0.529
CAGENC2	0.227	0.208	0.000	0.84	0.145
DIFROA	0.000	- 0.004	- 0.437	1.176	0.007

**TABLA 2b. Matriz de correlación de variables.**

	C1	ALFA	AA	TA	DTAB	DBAB	LNTAB	ROA	PAYOUT	CAGENC1	CAGENC2
C1	1.000										
ALFA	0.861	1.000									
AA	- 0.088	- 0.061	1.000								
TA	- 0.101	- 0.076	0.803	1.000							
DTAB	0.005	- 0.017	- 0.020	0.010	1.000						
DBAB	- 0.101	- 0.122	0.078	0.038	0.667	1.000					
LNTAB	0.127	0.043	0.067	0.066	0.119	0.036	1.000				
ROA	- 0.014	0.000	0.065	0.102	- 0.374	- 0.314	0.075	1.000			
PAYOUT	0.037	0.049	- 0.002	0.002	- 0.059	- 0.107	0.131	0.201	1.000		
CAGENC1	0.154	0.126	- 0.205	- 0.050	0.117	- 0.078	- 0.009	0.034	0.031	1.000	
CAGENC2	- 0.059	- 0.065	0.001	- 0.006	- 0.042	- 0.015	- 0.032	0.029	- 0.008	- 0.060	1.000

### 3.3. Metodología.

Dada la doble caracterización que hemos hecho de la discrecionalidad directiva (toma discrecional de decisiones financieras y actuación discrecional en materia contable), es conveniente adaptar el procedimiento de análisis a ambos escenarios. En consecuencia, la aplicación –y correspondiente explicación– de la metodología seguida debe estructurarse en dos vertientes diferenciadas.

Por lo que se refiere a la influencia que los mecanismos de control tienen sobre la posible discrecionalidad directiva en la toma de decisiones financieras, realizaremos un análisis de regresión en el que la variable dependiente recoge las dos posibles especificaciones de los costes de agencia, mientras que las variables explicativas corresponden a los distintos mecanismos cuya posible influencia ya se adelantó. Esto supone el contraste de una estimación que toma la forma siguiente, donde el subíndice  $i$  identifica el individuo y el subíndice  $t$  indica el período.  $\eta_i$  representa el término de efectos fijos específico de cada individuo,  $e_t$  identifica al efecto temporal y  $\varepsilon_{it}$  es la perturbación aleatoria de cada observación.

$$\begin{aligned} \text{CAGENC}_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{C1}_{it} + \beta_2 \text{C1}_{it}^2 + \beta_3 \text{ALFA}_{it} + \beta_4 \text{ALFA}_{it}^2 + \beta_5 \text{DTAB}_{it} + \\ & + \beta_6 \text{DBDT}_{it} + \beta_5 \text{PAYOUT}_{it} + \beta_5 \text{LNTAB}_{it} + \eta_i + e_t + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad [1]$$

La composición de la muestra permite la combinación de series temporales y cortes transversales con la consiguiente posibilidad de aprovechar las ventajas que entraña la formación de un panel de datos, especialmente el control de la denominada heterogeneidad inobservable constante (ARELLANO y BOVER, 1990; ARELLANO, 1993). El método de datos de panel descansa sobre la idea de que cada individuo tiene unas especificidades propias, que le distinguen de los otros individuos y que se mantienen a lo largo del tiempo. En nuestro caso, hay razones fundadas para pensar que cada una de las empresas incluidas en la muestra presenta características propias –ya sea en su forma de gestión, en la identificación que los directivos han mostrado tradicionalmente con los objetivos de los propietarios, etc.– que la distinguen de las otras empresas y que se mantienen a lo largo del tiempo. La consideración conjunta de todas las empresas sin atender a estas peculiaridades podría originar un sesgo de omisión y distorsionaría, por tanto, las estimaciones efectuadas.

La selección del procedimiento de estimación es un aspecto clave en el empleo de la metodología de datos de panel. No se debe olvidar que el término de efectos fijos es un efecto inobservable y, desde esta perspectiva, queda subsumido dentro de la perturbación aleatoria. En estos casos, es importante discernir el tipo de relación entre el elemento de efectos fijos y las demás variables explicativas, pues esa misma relación se establecerá entre las variables explicativas y la perturbación aleatoria.

En caso de que exista correlación –la situación más frecuente y a la que, como se indica en la exposición de resultados, se ajusta nuestra base de datos– se hace preciso eliminar el término de efectos fijos, para lo cual se recurre al método intra-grupos (*within-groups*). La existencia de tal correlación se detecta mediante el test de Hausman, con el cual se contrasta la hipótesis nula de

ausencia de correlación entre las variables independientes y el término de efectos fijos <sup>4</sup>. De ahí que en las **tablas 3 a 9** se proporcione el valor de dicho test como forma de medir la pertinencia del procedimiento de estimación elegido.

Es preciso igualmente aclarar el sentido que adquiere el coeficiente de determinación ajustado ( $R^2$ -aj.) que también se facilita en las estimaciones efectuadas, pues es frecuente juzgar la validez de dichas estimaciones basándose en los valores del citado coeficiente. Sin embargo, en los casos en los que se dispone de un número relativamente elevado de observaciones, el aumento de los grados de libertad puede hacer que, a pesar de que la regresión sea significativa en su conjunto, dicho coeficiente sea bajo. En esos casos, la validez de las estimaciones viene dada por el coeficiente  $F$  (que nos mide la significación conjunta de todos los estimadores) y por los coeficientes  $t$  de cada uno de los estimadores. Por este motivo, en las **tablas 3 a 9** se presenta el valor de dicho estadístico <sup>5</sup>.

Por lo que respecta a la posible discrecionalidad directiva en materias contables, el procedimiento seguido se estructura asimismo en dos fases: en un primer momento procedemos a calcular los ajustes por devengo totales y a desagregar su componente discrecional del no discrecional para, en un segundo paso, tratar de identificar algunos de los aspectos relacionados con la estructura de propiedad de la deuda que inciden sobre los ajustes discrecionales.

En lo relativo al cálculo del valor total de los ajustes, partiremos del modelo formulado por JONES (1991). Aunque existe una serie de métodos alternativos de identificación de la dirección de beneficios (DELGADO, 2003), la selección de cualquiera de ellos en detrimento de los otros no es una cuestión relevante, ya que no conduce a sesgos en los resultados (DECHOW *et al.*, 1995). En cualquier caso, dedicaremos una parte de nuestro análisis empírico a contrastar el efecto de las distintas formas de cuantificar la dirección de resultados.

El modelo de Jones de obtención de los ajustes por devengo parte del hecho de que resulta más fácil alterar las cifras de activos y pasivos de corto plazo no monetarios que las cuentas de cobros y pagos que tienen una repercusión directa en la tesorería de la empresa <sup>6</sup>; asimismo, la posibilidad de elegir entre distintos métodos de cálculo de la depreciación del activo fijo introduce una discrecionalidad que ha de ser tenida en cuenta. Por dichos motivos en este modelo se definen los ajustes totales de un período (denotaremos esa variable a través de la expresión TA) como la variación en los elementos de activo circulante que no tienen la consideración de activos monetarios (existencias y derechos de cobro) minorada con la variación en los pasivos de corto plazo y la dotación a las amortizaciones del inmovilizado.

Una vez calculados de esa forma los ajustes totales es preciso proceder a su desglose en ajustes discrecionales y no discrecionales. Como ya quedó dicho, los ajustes por devengo tienen su razón de ser en la mejora de la capacidad informativa de la contabilidad, por lo que cabe preguntarse acerca de los elementos que condicionan el nivel de ajustes. La respuesta a esta cuestión ha de formularse

<sup>4</sup> Dicho test sigue una distribución  $\chi^2$  con tantos grados de libertad como coeficientes estimados.

<sup>5</sup> La hipótesis nula es la de un valor cero de los coeficientes testados. Un elevado valor de ese estadístico supondría un rechazo de la hipótesis nula y, consiguientemente, la aceptación de la significación conjunta de los coeficientes estimados.

<sup>6</sup> Implícitamente se supone que la dirección de beneficios puede revestir la forma de modificación de la valoración de las existencias o alteración del reconocimiento de derechos de cobro u obligaciones de pago.

teniendo en cuenta que los principales condicionantes de los ajustes por devengo, tal y como los hemos definido, son la variación de la actividad operativa de la empresa (que conducirá a la modificación de activos y pasivos no monetarios de corto plazo) y el nivel de elementos de inmovilizado (que afecta a la dotación a las amortizaciones).

De este modo, estimaremos una regresión en la que el valor total de los ajustes por devengo (TA) se hace depender de la variación de la facturación respecto del período anterior ( $\Delta\text{FACT}$ ) y del valor del activo fijo (INM). La expresión de tal regresión, en la que todas las variables se normalizan dividiendo por el valor total del activo, será la siguiente, donde  $\eta_i$  representa el término de efectos fijos asociado a cada individuo:

$$TA_{it} = \alpha + \beta_1 \Delta\text{FACT}_{it} + \beta_2 \text{INM}_{it} + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad [2]$$

A partir de la definición de la ecuación [2] podría resultar oportuno aventurar los signos esperados de las variables independientes. En el caso del inmovilizado resulta obvio pronosticar una relación opuesta entre los ajustes contables y el valor del activo fijo, ya que no debe olvidarse que los ajustes por devengo se han definido como la variación en el fondo de rotación no monetario menos la dotación a las amortizaciones. Por el contrario, el signo de la variación de la cifra de negocios resulta más incierto; un incremento de la facturación comporta incrementos en las partidas de activo realizable a corto plazo pero, igualmente, puede conllevar un crecimiento del pasivo circulante, de modo que no se puede prever el sentido en que variarán los ajustes totales.

El valor previsto de TA en la ecuación [2] puede ser interpretado como la cifra de los ajustes por devengo que resultan normales a la vista de la actividad de la empresa y de la composición de su activo. Por tanto, el error de dicha regresión o diferencia entre el valor observado y el estimado de TA será la parte de los ajustes contables motivados por la discrecionalidad directiva y recibirá el nombre de ajustes anormales o discrecionales (AA).

$$AA_{it} = TA_{it} - (a + b_1 \Delta\text{FACT}_{it} + b_2 \text{INM}_{it}) \quad [3]$$

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

Los ajustes contables anormales permiten valorar la capacidad directiva para orientar los datos contables en su propio beneficio, por lo que resultan de gran utilidad a la hora de analizar la eficiencia de los mecanismos de gobierno corporativo. Trataremos, en consecuencia, de conocer el impacto que la estructura de propiedad de la deuda tiene en la posibilidad de modificación contable discrecional. Esto hace que la segunda fase de nuestro trabajo consista en explicar los ajustes por devengo anormales en función de las variables representativas de la estructura de propiedad de la deuda y otras variables de control. A modo de representación sintética, dicha regresión tomaría la siguiente expresión:

$$AA_{it} = \alpha + \beta_1 \text{DTAB}_{it} + \beta_2 \text{DBDT}_{it} + \beta_3 \text{C5}_{it} + \beta_4 \text{LNTAB}_{it} + \beta_5 \text{ROA}_{it} + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad [4]$$

## 4. RESULTADOS

### 4.1. Decisiones financieras discrecionales.

A modo de introducción a los resultados del análisis explicativo ha de hacerse una referencia genérica a las relaciones existentes entre las variables elegidas, pues tales relaciones orientarán en cierto modo el análisis subsiguiente. A la vista de los datos expuestos en la **tabla 2b**, donde se presentan los coeficientes de correlación entre las principales variables utilizadas, dos comentarios resultan pertinentes.

**TABLA 3**

Resultados de la estimación de la ecuación [1] con el procedimiento intra-grupos. La variable dependiente es CAGENC1 en el panel A y CAGENC2 en el panel B. Las variables explicativas son el porcentaje de participación accionarial en manos del principal accionista (C1), la proporción del capital en manos de los consejeros (ALFA), la deuda total sobre el total de activos (DTAB), el total de deuda bancaria sobre el total de deuda (DBDT) y la ratio de pago de dividendos (PAYOUT). Se proporciona el valor del coeficiente y el valor-p o nivel crítico de significación de cada coeficiente individual, el test F de significación conjunta de los regresores y el coeficiente de determinación ajustado de la regresión. El test de Hausman permite contrastar la hipótesis nula de ausencia de correlación entre la perturbación aleatoria y el término de efectos fijos y, en consecuencia, indica el tipo de estimación de panel a utilizar. Emplearemos \*\*\* para denotar un nivel de confianza del 99 por 100, \*\* para un nivel del 5 por 100 y \* para el 10 por 100.

Panel A					
Intercept	0.5421 *** (0.0342)	0.4858 *** (0.0303)	0.5401 *** (0.0315)	0.5071 *** (0.0314)	0.4851 *** (0.0300)
C1	-0.0013 *** (0.0004)				
ALFA		0.0005 (0.0003)			
DTAB			-0.1374 *** (0.0345)		
DBDT				-0.0280 (0.0196)	
PAYOUT					0.2468 * (0.0550)
R <sup>2</sup> ajust.	0.0311	0.0253	0.0397	0.0255	0.0274
F	24.01 ***	23.74 ***	23.31 ***	23.79 ***	23.82 ***
Hausman	14.30 ***	21.71 ***	28.80 ***	21.49 ***	19.62 ***

.../...



.../...

Panel B					
Intercept	0.1300 *** (0.0082)	0.1405 *** (0.0070)	0.1354 *** (0.0079)	0.1314 *** (0.0073)	0.1434 *** (0.0069)
C1	0.0003 ** (0.0001)				
ALFA		0.0001 (0.0007)			
DTAB			0.0164 ** (0.0110)		
DBDT				0.0184 *** (0.0050)	
PAYOUT					-0.1183 (0.0548)
R <sup>2</sup> ajust.	0.028	0.0204	0.026	0.0422	0.0234
F	21.02 ***	20.82 ***	20.9 ***	21.41 ***	20.91 ***
Hausman	18.21 ***	8.54 ***	19.32 ***	27.40 ***	12.70 ***

En primer lugar, hay que resaltar la escasa correlación entre las variables que miden la utilización de los mecanismos de control (C1, DTAB, PAYOUT y ALFA), lo que nos permite incorporar conjuntamente en nuestro modelo explicativo todas o algunas de dichas variables sin temor a incurrir en multicolinealidad. En segundo lugar, las dos variables identificativas de costes de agencia mantienen una correlación negativa. Se trata de un resultado conforme a lo esperado pues, mientras CAGENC1 mide el esfuerzo directivo en la utilización de activos, CAGENC2 informa sobre el nivel de utilización discrecional de los gastos operativos. En consecuencia, la incidencia de conflictos de agencia se traduce en un mayor valor de CAGENC2 y en un menor valor de CAGENC1 con la consiguiente correlación negativa entre ambas variables.

El primer paso del análisis explicativo viene dado por el estudio del efecto individual de cada uno de los mecanismos de gobierno recogidos en el modelo [1]. La **tabla 4** presenta los resultados de esas estimaciones y sugiere, a modo de comentarios muy genéricos –y, por tanto, aún carentes de la exactitud necesaria–, cuatro apreciaciones: 1) la concentración de la propiedad y el nivel de endeudamiento parecen actuar en un sentido contrario al propuesto, al incrementar los costes de agencia; 2) el reparto de dividendos contribuye a reducir el conflicto de intereses entre accionistas y directivos; 3) la utilización de deuda de procedencia bancaria facilita la discrecionalidad directiva, y 4) el nivel de propiedad directiva apenas modifica los incentivos de los directivos.

A partir de estos resultados hemos realizado estimaciones más completas introduciendo conjuntamente el efecto de varios mecanismos de disciplina. Este hecho resulta importante porque permite valorar hasta qué punto dichos mecanismos actúan simultáneamente o si la utilización de alguno de ellos

va en detrimento de la necesidad o de la aplicación de otros. Planteado en otros términos, se trata de dilucidar la cuestión del carácter complementario o sustitutivo de los mecanismos de control. Asimismo, la estimación del efecto conjunto de las distintas variables constituye un elemento de referencia más fiable que las anteriores apreciaciones al tener en cuenta las interacciones que se producen entre las mismas.

Como pone de manifiesto la primera columna de la **tabla 4**, la consideración conjunta de los distintos mecanismos proporciona una visión más completa de la relación accionistas-directivos. Por una parte, como se observa en las dos primeras columnas, la concentración de la propiedad y el endeudamiento se comportan contrariamente a lo esperado al incidir negativamente sobre la eficiencia directiva. Por otro lado, el reparto de dividendos responde a lo previsto y reduce significativamente la discrecionalidad directiva. La función del endeudamiento bancario es también bastante consistente e indica que el endeudamiento bancario está positivamente relacionado con la divergencia de intereses. Por su parte, la propiedad directiva tiene una influencia incierta ya que se relaciona positiva (columna 2) y negativamente (columna 1) con los costes de agencia.

**TABLA 4**

Resultados de la estimación de la ecuación [1] con el procedimiento intra-grupos. Las variables explicativas son el porcentaje de participación accionarial en manos del principal accionista (C1), la proporción del capital en manos de los consejeros (ALFA), la deuda total sobre el total de activos (DTAB), el total de deuda bancaria sobre el total de deuda (DBDT), la ratio de pago de dividendos (PAYOUT) y el logaritmo del valor contable del activo (LNTAB). Se proporciona el valor del coeficiente y el valor-p o nivel crítico de significación de cada coeficiente individual, el test F de significación conjunta de los regresores y el coeficiente de determinación ajustado de la regresión. El test de Hausman permite contrastar la hipótesis nula de ausencia de correlación entre la perturbación aleatoria y el término de efectos fijos y, en consecuencia, indica el tipo de estimación de panel a utilizar. Emplearemos \*\*\* para denotar un nivel de confianza del 99 por 100, \*\* para un nivel del 5 por 100 y \* para el 10 por 100.

Variable dependiente	CAGENC1 (1)	CAGENC2 (2)	CAGENC1 (3)	CAGENC2 (4)	CAGENC1 (5)	CAGENC2 (6)
Intercept	0.8957 *** (0.1124)	0.9092 *** (0.1494)	0.9561 *** (0.1141)	0.2217 *** (0.0261)	0.9545 *** (0.1160)	0.2169 *** (0.0265)
C1	-0.0014 *** (0.0014)	-0.0014 *** (0.0005)	-0.0047 *** (0.0014)	0.0009 *** (0.0003)	-0.0047 *** (0.0014)	0.0008 ** (0.0003)
C1 <sup>2</sup>			0.00002 ** (0.0000)	-0.00001 * (0.0000)	0.00002 ** (0.0000)	0.0001 (0.0001)
ALFA	0.0006 * (0.0003)	0.0008 ** (0.0004)	0.0007 ** (0.0003)	0.0001 (0.0001)	0.0008 (0.0010)	0.0001 (0.0002)
ALFA <sup>2</sup>					0.0001 (0.0001)	0.0001 (0.0001)

.../...

.../...

DTAB	-0.1251 *** (0.0350)	-0.1265 *** (0.0358)	-0.1202 *** (0.0350)	0.0242 *** (0.0075)	-0.1201 *** (0.0351)	0.0245 *** (0.0075)
DBDT	-0.0530 *** (0.0199)	-0.0528 *** (0.0201)	-0.0504 ** (0.0200)	0.0205 *** (0.0044)	-0.0504 ** (0.0200)	0.0205 *** (0.0044)
PAYOUT	0.5194 * (0.2445)	0.5007 * (0.2682)	0.5115 * (0.2442)	-0.1505 ** (0.0686)	0.5117 * (0.2443)	-0.1470 ** (0.0687)
LNTAB	-0.0285 ** (0.0106)	-0.0298 ** (0.0143)	-0.0292 ** (0.0106)	-0.0113 *** (0.0023)	-0.0290 ** (0.0107)	-0.0110 *** (0.0024)
R <sup>2</sup> ajust.	0.0635	0.0645	0.0688	0.0885	0.0688	0.0892
F	23.49 ***	23.23 ***	23.54 ***	21.29 ***	23.34 ***	21.16 ***
Hausman	17.10 ***	19.23 ***	20.04 ***	26.60 ***	17.82 ***	21.94 ***

Por lo que se refiere al tamaño, su significado es confuso. Mientras que un mayor tamaño parece reducir significativamente el aprovechamiento de los activos, también se observa que los directivos de las empresas más grandes muestran menor discrecionalidad en la política de personal. Ambos hechos pueden hallarse explicados respectivamente por la existencia de una mayor separación entre propiedad y control o por la existencia de economías de escala conforme aumenta el tamaño de la empresa, pero, en cualquier caso, hay que recordar que se trata de una variable de control cuya finalidad principal es evitar el sesgo de omisión y que no se pretende su análisis como mecanismo de control.

En cuanto a la significación de la regresión, se observa que el coeficiente de determinación ajustado no presenta un valor demasiado elevado aunque, como ya se dijo, el elemento de referencia no es tanto dicho coeficiente, sino los estadísticos *t* y *F*. Este último indica que la regresión en su conjunto resulta significativa con un nivel de confianza superior al 99 por 100 y afirmaciones análogas podrían realizarse de varios de los coeficientes estimados.

Por lo tanto, podemos decir que los resultados hasta este momento expuestos no permiten ratificar las hipótesis del endeudamiento ni de la concentración de propiedad como mecanismos de control. La hipótesis de propiedad directiva recibe un apoyo muy limitado e, incluso, contradictorio, mientras que resultan confirmadas las hipótesis 4a y 5: se comprueba la eficacia que tiene la política de dividendos para reducir la discrecionalidad directiva y se observa la relación que existe entre el endeudamiento de procedencia bancaria y la facilidad de los directivos para decidir en su propio provecho.

No obstante, ha de recordarse que nuestro estudio pretende abordar el análisis de los costes de agencia y mecanismos de control en el contexto del sistema financiero español, caracterizado por la existencia de otros conflictos de intereses como son los que surgen entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios. Por este motivo nos planteamos ahora ahondar en esta fuente de potenciales costes de agencia, lo que se concreta en distintas formas de influencia de la concentración de la propiedad. Además de la eventual expropiación de riqueza de los accionistas minorita-

rios por los mayoritarios, pudiera existir un efecto mixto que combinaría tal expropiación con una convergencia de intereses o mejor implicación de los accionistas minoritarios en la supervisión directiva para determinados niveles de propiedad.

Por este motivo hemos introducido en la tercera y la cuarta columna de la **tabla 4** una nueva variable ( $C1^2$ ) que representa la propiedad del principal accionista elevada al cuadrado. Los resultados son muy reveladores, pues se observa que la concentración de propiedad tiene un efecto significativo y no lineal. En un primer momento una mayor propiedad de los principales accionistas puede reducir la eficiencia de la empresa y, en ese sentido, se produciría una expropiación de los minoritarios pero, llegados a un umbral, los intereses convergen en cuanto que los principales accionistas reciben una mayor participación en el rendimiento de la empresa y por eso se observa una reducción de los costes de agencia con el cuadrado de la concentración de la propiedad. Ésta es la principal modificación de la introducción de  $C1^2$ , permaneciendo sin cambios todos los demás resultados, por lo que no requieren comentarios adicionales. Desde esta perspectiva, el rechazo parcial que se hizo de la hipótesis 2 se transforma en una ratificación de la misma al observarse un comportamiento no lineal.

Un planteamiento semejante cabe formular en relación con la propiedad directiva a fin de testar un posible efecto diferenciado según los niveles de dicha variable. Esto explica que en la quinta y sexta columna de la **tabla 4** hayamos incorporado una especificación cuadrática de la variable ALFA ( $ALFA^2$ ). Como puede observarse, la propiedad directiva pierde toda su capacidad explicativa, de modo que desaparecen las posibles dudas en torno a la formulación concreta de la hipótesis 3, y sólo se observa un efecto lineal en los términos anteriormente apuntados.

A la luz de todo lo anterior, y a modo de resumen parcial, se constata la influencia de la estructura de propiedad tanto de los recursos propios como de la deuda (hipótesis 2, 3 y 4a) y el efecto disciplinante de la política de dividendos (hipótesis 5) sobre los costes de agencia de la relación directiva. Por el contrario, no parece que el endeudamiento constituya un mecanismo de control eficaz. Asimismo, nuestro análisis pone de relieve la complementariedad de estos mecanismos de control, sin que la utilización de uno de ellos implique una menor utilización de los otros.

## 4.2. Discrecionalidad directiva en materia contable.

Como ya quedó indicado, el análisis empírico de esta cuestión se articula en dos estadios. La primera fase se orienta hacia la obtención del valor de los ajustes contables discrecionales, entendidos como el error de la regresión [2]. Los resultados de dicha estimación se muestran en la primera columna de la **tabla 5**. El análisis de los coeficientes de las dos principales variables utilizadas viene a confirmar las previsiones inicialmente apuntadas. De hecho, se observa cómo el peso del inmovilizado influye negativa y significativamente sobre los ajustes por devengo, mientras que el incremento de la cifra de negocios tiene una influencia en sentido contrario.

Una vez obtenida la cifra de ajustes por devengo discrecionales hemos procedido a estimar la incidencia del endeudamiento como mecanismo moderador de la discrecionalidad directiva. Para ello hemos tratado de explicar el volumen de los ajustes discrecionales a partir de los distintos elementos integrantes de la estructura de propiedad de la deuda, lo que se recoge en la **tabla 3**. En

la mencionada tabla no sólo se recogen los estimadores de cada variable sino también el test F de significación conjunta de los coeficientes, el coeficiente de determinación ajustado de cada regresión y el test de Hausman para la elección del tipo de regresión. Estos resultados ponen de relieve que, a pesar del reducido valor del coeficiente  $R^2$ , los estimadores en su conjunto, y muchos de ellos individualmente, son estadísticamente significativos, y que debe utilizarse como procedimiento econométrico el método de estimación intragrupos.

**TABLA 5. Resultados de la estimación de los ajustes contables totales.**

Resultados de la estimación de la ecuación [2]. La primera columna corresponde al modelo de Jones y la segunda al modelo de Jones modificado. En ambos casos la variable dependiente es TA. Las variables explicativas son la variación de la facturación medida a través de  $\Delta\text{FACT}$  o de  $\Delta\text{FACTm}$  y la ratio entre el inmovilizado y el valor total del activo (INM). Se proporciona el valor del coeficiente y el valor-p o nivel crítico de significación de cada coeficiente individual, el test F de significación conjunta de los regresores y el coeficiente de determinación ajustado de la regresión. El test de Hausman permite contrastar la hipótesis nula de ausencia de correlación entre la perturbación aleatoria y el término de efectos fijos y, en consecuencia, indica el tipo de estimación de panel a utilizar: estimación intragrupos cuando el test resulte significativo y estimación de efectos aleatorios en caso contrario. Emplearemos \*\*\* para denotar un nivel de confianza del 99 por 100, \*\* para un nivel del 5 por 100 y \* para el 10 por 100.

	(1)	(2)
CONS	0.0350 ** (0.0360)	0.0239 (0.1120)
$\Delta\text{FACT}$	0.3242 *** (0.0000)	
$\Delta\text{FACTm}$		- 0.0097 ** (0.0130)
INM	- 0.2019 *** (0.0000)	- 0.1099 *** (0.0020)
F	1.76 *** (0.0000)	
Hausman	11.35 *** (0.003)	1.26 (0.533)
$R^2$	0.3399	0.0112

Como pone de manifiesto la primera columna de la **tabla 6**, el endeudamiento total tiene una influencia negativa sobre la discrecionalidad directiva. Este resultado, que resulta muy robusto

y se repite en las distintas variantes del modelo que hemos formulado independientemente del resto de regresores incluidos, viene a ratificar la hipótesis 1b. Se puede afirmar, de acuerdo con investigaciones previas, que los recursos ajenos actúan como mecanismo de disciplina directiva y la asunción de los compromisos aparejados a la financiación ajena conduce a una supervisión más estrecha de los directivos, recortando la actuación discrecional de los mismos.

**TABLA 6. Resultados de los modelos de regresión.**

Resultados de la estimación de la ecuación [4] con el procedimiento intra-grupos. En todos los casos la variable dependiente es AA. Las variables explicativas son la deuda total sobre el total de activos (DTAB), el total de deuda bancaria sobre el total de activos (DBAB), el total de deuda bancaria sobre el total de deuda (DBDT), la deuda bancaria de largo plazo sobre la deuda bancaria (DBLDB), la deuda pública sobre el total de activos (DPAB), la deuda pública sobre el total de deuda (DPDT), el porcentaje de participación accionarial en manos del principal accionista (C1), el logaritmo del valor contable del activo (LNTAB) y la diferencia entre la rentabilidad de la empresa y la media de la industria a la que pertenece (DIFROA). Se proporciona el valor del coeficiente y el valor-p o nivel crítico de significación de cada coeficiente individual, el test F de significación conjunta de los regresores y el coeficiente de determinación ajustado de la regresión. El test de Hausman permite contrastar la hipótesis nula de ausencia de correlación entre la perturbación aleatoria y el término de efectos fijos y, en consecuencia, indica el tipo de estimación de panel a utilizar. Emplearemos \*\*\* para denotar un nivel de confianza del 99 por 100, \*\* para un nivel del 5 por 100 y \* para el 10 por 100.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
CONS	- 0.61229 *** (0.0000)	- 0.6415 *** (0.0000)	- 0.6021 *** (0.0000)	- 0.6120 *** (0.0000)	- 0.5976 *** (0.0000)	- 0.6057 *** (0.0000)
DTAB	- 0.1107 *** (0.0030)	- 0.1036 *** (0.0060)	- 0.1536 *** (0.0000)	- 0.1106 *** (0.0030)	- 0.0938 ** (0.0170)	
DBDT		0.0416 ** (0.0300)				0.0513 *** 0.0100
DBAB			0.1293 ** (0.0320)			
DPDT				- 0.0161 (0.7630)		
DPAB					- 0.2127 (0.1740)	
DBLDB						- 0.0200 (0.3590)
C1	- 0.00087 ** (0.0420)	- 0.0007 * (0.0850)	- 0.0007 * (0.0910)	- 0.0009 ** (0.0450)	- 0.0008 ** (0.0470)	- 0.0008 * (0.0680)

.../...

.../...

LNTAB	0.06827 *** (0.0000)	0.0681 *** (0.0000)	0.0657 *** (0.0000)	0.0682 *** (0.0000)	0.0664 *** (0.0000)	0.0620 *** (0.0000)
DIFROA	0.00244 (0.9750)	0.0009 (0.9910)	-0.0074 (0.9230)	0.0035 (0.9640)	0.0083 (0.9140)	-0.0812 (0.2540)
R <sup>2</sup>	0.0319	0.0361	0.0360	0.0320	0.0336	0.0300
Hausman	31.03 *** (0.0000)	28.830 *** (0.0000)	26.000 *** (0.0001)	31.790 *** (0.0000)	28.090 *** (0.0000)	23.590 *** (0.0003)
Test F	2.14 *** (0.0000)	2.0900 *** (0.0000)	2.0700 *** (0.0000)	2.1300 *** (0.0000)	2.1300 *** (0.0000)	2.0400 *** (0.0000)
n.º obs.	1279	1279	1279	1279	1279	1279

Tras contrastar el efecto restrictivo del endeudamiento sobre la discrecionalidad directiva nos planteamos ahora un estudio más pormenorizado del mismo en función de su estructura de propiedad. Como quedó anteriormente indicado, dos son los principales tipos de deuda en función del perfil de los acreedores: el endeudamiento contraído con entidades financieras y el endeudamiento recabado en mercados públicos. A este respecto, los modelos (2) y (3) de la **tabla 6** resultan muy ilustrativos pues ponen de relieve la positiva vinculación entre la discrecionalidad directiva y el endeudamiento bancario. El coeficiente de las variables que miden dicho tipo de endeudamiento (DBDT y DBAB) resulta altamente significativo y siempre aparece con signo positivo. Por lo tanto, coherentemente con las previsiones teóricas, la utilización de deuda bancaria aumenta los incentivos de los administradores de la empresa para la modificación de los estados financieros, les confiere un mayor margen de actuación discrecional y posibilita la renegociación futura de dicha financiación en condiciones más favorables (HEGE, 2003). Este positivo efecto no depende del modo en cómo se mida la proporción de deuda bancaria y resulta compatible con la mayor disciplina impuesta por el apalancamiento financiero.

En paralelo a los modelos anteriores, consideramos también la eventual influencia del endeudamiento articulado a través de valores negociables. Como aparece en las columnas (4) y (5) de la **tabla 6**, la deuda de mercado (medida a través de DPDT y DPAB) carece del efecto estimulante de la discrecionalidad directiva que se percibe en la deuda bancaria. En este caso, la mayor rigidez de las cláusulas contractuales habituales en tal tipo de financiación y la menor frecuencia con que se procede a su renovación parecen hallarse en la raíz de este resultado.

Resulta oportuno, a modo de conclusión parcial, destacar la necesidad de un marco más amplio de análisis de la deuda como mecanismo de disciplina. Siendo cierto, en términos generales, la mayor limitación de la discrecionalidad directiva aparejada al endeudamiento, es igualmente cierto que no todos los tipos de deuda tienen el mismo efecto; mientras que la naturaleza de las entidades de crédito conduce al establecimiento de unas relaciones financieras que pueden alentar en las empresas financiadas un comportamiento directivo desviado de los intereses accionariales, el endeudamiento contraído en mercados públicos parece encontrarse ajeno al mencionado problema.



Concatenada con el razonamiento anterior se halla la cuestión referente a la estructura de vencimientos de la deuda. Una vez constatada la positiva relación entre la deuda bancaria y la discrecionalidad directiva procede plantearse si el plazo de endeudamiento tiene algún efecto relevante. En pura teoría, la deuda bancaria de corto plazo ofrece mayores facilidades de renegociación, pues frecuentemente responde a la necesidad de cubrir desfases de liquidez, mientras que la deuda de largo plazo no tiene tal orientación. En consecuencia, podría esperarse un papel diferenciado de la deuda de procedencia bancaria en función de su plazo de vencimiento. Por este motivo, la columna (6) de la **tabla 6** presenta la estimación en la que se incluye la variable DBLDB, indicativa de la proporción de deuda bancaria contraída a largo plazo sin que los resultados logrados permitan respaldar la intuición mencionada.

En este epígrafe de resultados es menester comentar otros aspectos que, si bien se desvían del objetivo central del trabajo, se hallan en consonancia con investigaciones precedentes en nuestro país y son los referentes al efecto de las variables de control (DELGADO, 2003). En primer lugar, ha de hacerse referencia a la estructura de propiedad de los recursos propios. Como se advierte en la **tabla 6**, una mayor proporción de la propiedad en manos de los principales accionistas reduce la discrecionalidad directiva al conferir a aquéllos mayores incentivos para supervisar a los gerentes (SHLEIFER y VISHNY, 1986). De ahí que, de modo reiterado, el coeficiente de C5 resulte negativo y estadísticamente significativo. Aunque con cautela, ha de interpretarse dicho resultado como una evidencia en favor de la eficiencia de la concentración de propiedad como mecanismo de gobierno corporativo.

Por lo que respecta a la influencia del tamaño de la empresa, se observa una rotunda relación positiva entre el tamaño y la actuación discrecional directiva. Esta vinculación puede venir explicada por la agudización de los conflictos de agencia en las grandes empresas y las mayores dificultades ligadas a la supervisión directiva en ese contexto como consecuencia del espectro más amplio de decisiones susceptibles de utilización interesada (OZKAN, 2000). Y, aunque frecuentemente el efecto del tamaño puede enmascarar la influencia de la estructura de propiedad a consecuencia de la estrecha y opuesta vinculación existente entre ambas, la inclusión conjunta de ambas variables en nuestro modelo no minora su significación estadística.

La última variable de control incluida está relacionada con la rentabilidad de los activos. Sin embargo, en lugar de la variable ROA, hemos introducido una variable definida como la diferencia entre la rentabilidad bruta de la empresa y la media de las empresas del mismo sector (DIFROA), definido este sector en función de la clasificación de empresas de la Bolsa española. La razón que justifica esta elección es la tendencia a valorar la eficiencia de la empresa no tanto en términos absolutos sino en relación con otras empresas comparables (SCHARFSTEIN y STEIN, 1990). Dicha variable no parece desempeñar un papel reseñable aunque, en cualquier caso, ha sido incluida únicamente por motivos de control.

### 4.3. Análisis de sensibilidad.

Parece oportuno terminar la exposición de los resultados con algunos comentarios referentes a la robustez de los mismos. Es nuestro deseo analizar la sensibilidad de tales resultados a nuevas especificaciones de la discrecionalidad directiva o nuevas medidas de las variables utilizadas a fin de

determinar si las relaciones obtenidas están excesivamente condicionadas por aspectos metodológicos o, por el contrario, se pueden mantener en un entorno más amplio. Por este motivo hemos realizado una batería de estimaciones adicionales cuyos principales resultados vienen recogidos en las **tablas 7 a 9**.

**TABLA 7**

Resultados de la estimación de la ecuación [1] con el procedimiento intra-grupos. La variable dependiente es CAGENC1 en el panel A y CAGENC2 en el panel B. Las variables explicativas son el porcentaje de participación accionarial en manos de los dos (C2) y de los cinco mayores accionistas (C5), la proporción del capital en manos de los consejeros (ALFA), la deuda total sobre el total de activos (DTAB), el total de deuda bancaria sobre el total de deuda (DBDT), la ratio de pago de dividendos (PAYOUT) y el logaritmo del valor contable del activo (LNTAB). Se proporciona el valor del coeficiente y el valor-p o nivel crítico de significación de cada coeficiente individual, el test F de significación conjunta de los regresores y el coeficiente de determinación ajustado de la regresión. El test de Hausman permite contrastar la hipótesis nula de ausencia de correlación entre la perturbación aleatoria y el término de efectos fijos y, en consecuencia, indica el tipo de estimación de panel a utilizar. Emplearemos \*\*\* para denotar un nivel de confianza del 99 por 100, \*\* para un nivel del 5 por 100 y \* para el 10 por 100.

Panel A				
Intercept	0.9111 *** (0.1128)	0.9109 *** (0.1153)	0.9860 *** (0.1164)	0.9744 *** (0.1214)
C2	-0.0016 *** (0.0004)		-0.0043 ** (0.0008)	
C5		-0.0011 ** (0.0004)		-0.0028 (0.0016)
C2 <sup>2</sup>			0.0001 * (0.0008)	
C5 <sup>2</sup>				0.0001 (0.0001)
ALFA	0.0007 ** (0.0003)	0.0006 * (0.0003)	0.0008 ** (0.0003)	0.0006 * (0.0003)
DTAB	-0.1213 *** (0.0350)	-0.1248 *** (0.0350)	-0.1200 *** (0.0351)	-0.1257 *** (0.0351)
DBDT	-0.0529 *** (0.0198)	-0.0499 ** (0.0199)	-0.0513 *** (0.0199)	-0.0488 ** (0.0199)
PAYOUT	0.5097 * (0.2441)	0.5108 * (0.2445)	0.4428 * (0.2444)	0.4457 * (0.2444)

.../...

.../...

LNTAB	-0.0279 ** (0.0106)	-0.0287 ** (0.0106)	-0.0281 ** (0.0106)	-0.0296 ** (0.0106)
R <sup>2</sup> ajust.	0.0666	0.0599	0.0474	0.0388
F	23.57 ***	23.38 ***	28.35 ***	27.92 ***
Hausman	18.20 ***	14.19 ***	16.92 ***	19.48 ***
<b>Panel B</b>				
Intercept	0.2307 *** (0.0258)	0.2308 *** (0.0262)	0.2415 *** (0.0265)	0.2468 *** (0.0262)
C2	0.0004 *** (0.0001)		0.0004 (0.0003)	
C5		0.0003 *** (0.0001)		0.0002 (0.0001)
C2 <sup>2</sup>			0.0001 (0.0001)	
C5 <sup>2</sup>				0.0001 (0.0001)
ALFA	0.0001 (0.0001)	0.0001 (0.0001)	0.0001 (0.0001)	0.0001 (0.0001)
DTAB	0.0237 *** (0.0075)	0.0239 *** (0.0075)	0.0234 *** (0.0075)	0.0237 *** (0.0075)
DBDT	0.0207 *** (0.0044)	0.0203 *** (0.0044)	0.0203 *** (0.0044)	0.0201 *** (0.0044)
PAYOUT	-0.1476 ** (0.0686)	-0.1496 *** (0.0687)	-0.1459 ** (0.0687)	-0.1475 ** (0.0687)
LNTAB	-0.0118 *** (0.0023)	-0.0116 *** (0.0023)	-0.0122 *** (0.0023)	-0.0122 *** (0.0023)
R <sup>2</sup> ajust.	0.087	0.0805	0.0679	0.0616
F	21.33 ***	21.26 ***	26.62 ***	26.78 ***
Hausman	21.74 ***	19.00 ***	24.54 ***	21.33 ***

Hemos comenzado por sustituir la concentración del principal accionista por la concentración en manos de los dos y de los cinco principales accionistas de forma lineal. Como muestran las dos primeras columnas de la **tabla 6**, los resultados apenas sufren variación. Si, igual que hemos procedido anteriormente, se introduce una especificación cuadrática de la concentración de la propiedad

(cuya estimación se expone en la tercera y cuarta columna), los resultados, en líneas generales, se mantienen en los mismos términos. No hay que perder de vista que cuanto mayor sea el número de accionistas cuya propiedad se considera, esa variable resulta menos informativa de la concentración de la propiedad y, por tanto, los resultados con C5 son ligeramente más pobres que con C1 o C2.

**TABLA 8**

Resultados de la estimación de la ecuación [1] con el procedimiento intra-grupos. Las variables explicativas son el porcentaje de participación accionarial en manos del accionista mayoritario (C1), la proporción del capital en manos de los consejeros que son sólo personas naturales (ALFAAJ), la deuda total sobre el total de activos (DTAB), el total de deuda bancaria sobre el total de deuda (DBDT), la ratio de pago de dividendos (PAYOUT) y el logaritmo del valor contable del activo (LNTAB). Se proporciona el valor del coeficiente y el valor-p o nivel crítico de significación de cada coeficiente individual, el test F de significación conjunta de los regresores y el coeficiente de determinación ajustado de la regresión. El test de Hausman permite contrastar la hipótesis nula de ausencia de correlación entre la perturbación aleatoria y el término de efectos fijos y, en consecuencia, indica el tipo de estimación de panel a utilizar. Emplearemos \*\*\* para denotar un nivel de confianza del 99 por 100, \*\* para un nivel del 5 por 100 y \* para el 10 por 100.

	CAGENC1	CAGENC2	CAGENC1	CAGENC2
Intercept	1.0123 *** (0.1142)	0.2284 *** (0.0261)	0.9433 *** (0.1153)	0.2253 *** (0.0264)
C1	-0.0042 *** (0.0014)	0.0008 ** (0.0003)	-0.0041 *** (0.0014)	0.0008 ** (0.0003)
C1 <sup>2</sup>	0.0001 ** (0.0000)	0.0001 (0.0001)	0.0001 ** (0.0000)	0.0001 (0.0001)
ALFAAJ	0.0001 (0.0003)	0.0001 (0.0001)	0.0023 ** (0.0011)	0.0002 (0.0002)
ALFAAJ <sup>2</sup>			0.0001 ** (0.0000)	0.0001 (0.0001)
DTAB	-0.1192 *** (0.0351)	0.0241 *** (0.0075)	-0.1184 *** (0.0351)	0.0243 *** (0.0075)
DBDT	-0.0478 ** (0.0200)	0.0200 *** (0.0044)	-0.0481 ** (0.0200)	0.0200 *** (0.0044)
PAYOUT	0.4256 (0.2452)	-0.1406 ** (0.0686)	0.4444 * (0.2448)	-0.1395 ** (0.0686)

.../...

LNTAB	-0.0326 ** (0.0106)	-0.0113 *** (0.0023)	-0.0271 * (0.0107)	-0.0111 *** (0.0023)
R <sup>2</sup>	0.0421	0.0706	0.0473	0.0709
F	27.97 ***	26.75 ***	27.83 ***	26.7 ***
Hausman	22.64 ***	19.67 ***	14.2 ***	19.72 ***

Otra variación que hemos incorporado ha sido usar la proporción de propiedad directiva poseída únicamente por los consejeros que representan a personas físicas (ALFAAJ), ya que podría ser un indicador incluso más nítido de los incentivos de los consejeros para supervisar la actuación gerencial. Los resultados de la **tabla 7** se mantienen en consonancia con los anteriormente obtenidos, si bien se advierten algunas diferencias en lo relativo a la forma de medir la propiedad directiva. El efecto disciplinante de esta última sobre CAGENC1 deja de ser lineal para pasar a exhibir una forma cuadrática como consecuencia del simultáneo cumplimiento de las hipótesis de convergencia y de atrincheramiento: en los niveles más bajos de propiedad predomina la convergencia de intereses entre directivos y propietarios hasta que, llegado un cierto nivel los directivos ejercen una posición hegemónica que, incluso, puede ir en perjuicio del resto de los accionistas.

En la misma línea de razonamiento, las columnas (1) y (2) de la **tabla 9** ofrecen los resultados de las estimaciones en las que el tamaño de la empresa se ha medido por el valor de mercado de los activos (LNTAM) y por la cifra de facturación (LNV) en lugar del valor contable del activo. Como puede observarse, los principales estimadores se mantienen en los términos obtenidos previamente con la única salvedad de la pérdida de significación de la concentración de la propiedad de los recursos propios.

Tratando de contrastar la consistencia de nuestras estimaciones, nos planteamos igualmente si pueden hallarse condicionadas por la medida de la rentabilidad escogida. Éste es el motivo que nos ha llevado a sustituir la variable DIFROA, indicativa de la diferencia entre la rentabilidad de la empresa y la media de su sector, por la rentabilidad bruta de la empresa (ROA) tal y como aparece en la columna (3). Los resultados presentan gran congruencia con los anteriormente obtenidos, por lo que no requieren comentarios adicionales. Del mismo modo, hemos introducido como medida de la concentración de propiedad la variable C1, representativa del porcentaje de propiedad en manos del principal accionista, sin que esto modifique notablemente los resultados [columna (4) de la **tabla 9**].

Las dos últimas columnas de la **tabla 9** corresponden a estimaciones en las que hemos procedido a una nueva definición de los ajustes por devengo. En lugar de utilizar el modelo de Jones, hemos incorporado la definición de los ajustes discrecionales propuesta en el modelo de DeAngelo (1986), según la cual los ajustes no discrecionales de un período se corresponden con los ajustes totales por devengo del período anterior. La utilización de esta nueva medida de discrecionalidad directiva, tal y como aparece en la columna (5), no parece modificar nuestros resultados básicos en lo relativo a la propiedad de la deuda.

**TABLA 9. Resultados del análisis de sensibilidad.**

Resultados de la estimación de la ecuación [3]. En todos los casos la variable dependiente es AA. Las nuevas variables explicativas son el valor de mercado del activo definido como suma del valor de mercado de los recursos propios y el valor contable de la deuda (LNTAM), la cifra de ventas (LNV), el valor contable del activo (LNTAB), la rentabilidad bruta (ROA) y la proporción de propiedad poseída por el principal accionista (C1). Se proporciona el valor del coeficiente y el valor-p o nivel crítico de significación de cada coeficiente individual, el test F de significación conjunta de los regresores y el coeficiente de determinación ajustado de la regresión. El test de Hausman permite contrastar la hipótesis nula de ausencia de correlación entre la perturbación aleatoria y el término de efectos fijos y, en consecuencia, indica el tipo de estimación de panel a utilizar. Emplearemos \*\*\* para denotar un nivel de confianza del 99 por 100, \*\* para un nivel del 5 por 100 y \* para el 10 por 100.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
CONS	0.0399 (0.3640)	- 0.2399 ** (0.0290)	- 0.6408 *** (0.0000)	- 0.6561 *** (0.0000)	- 1.2125 *** (0.0000)	- 1.6440 *** (0.0000)
DBDT	0.0426 ** (0.0300)	0.0469 ** (0.0160)	0.0426 ** (0.0270)	0.0431 ** (0.0250)	0.0599 ** (0.0190)	0.0571 ** (0.0180)
DTAB	- 0.0636 * (0.0860)	- 0.0891 ** (0.0200)	- 0.0979 *** (0.0080)	- 0.1049 *** (0.0050)	- 0.0201 (0.6800)	- 0.1845 *** (0.0000)
C5	- 0.0006 (0.1550)	- 0.0006 (0.1450)	- 0.0007 * (0.0870)		- 0.0009 (0.1250)	- 0.0006 (0.3010)
C1				- 0.0005 (0.3080)		
ROA			0.0308 (0.6650)			
LNTAB			(0.0677)*** (0.0000)	(0.0669)*** (0.0000)	(0.1193)*** (0.0000)	(0.1689)*** (0.0000)
LNTAM		0.0276 *** (0.0090)				
LNV	- 0.0006 (0.8870)					
DIFROA	- 0.0045 (0.9540)	0.0114 (0.8830)		0.0025 (0.9740)	- 0.1241 (0.2000)	0.0342 (0.7250)
R <sup>2</sup>	0.0116	0.0148	0.0363	0.0344	0.0561	0.0941
Hausman	6.64 *** (0.0000)	10.95 *** (0.0000)	30.08 *** (0.0000)	26.87 *** (0.0000)	34.01 *** (0.0000)	28.83 *** (0.0000)
F	1.9200 *** (0.0000)	1.9600 *** (0.0000)	2.0700 *** (0.0000)	2.0700 *** (0.0000)	2.2500 *** (0.0000)	2.3800 *** (0.0000)

También hemos probado la definición de los ajustes discrecionales del modelo de Jones modificado (DECHOW *et al.*, 1995). Este nuevo modelo resulta especialmente apropiado en caso de que la discrecionalidad se realice en la facturación y por eso se ajusta la cifra de ventas mediante la variación en las cuentas a cobrar que dichos ingresos han originado ( $\Delta\text{FACT}_m$ ). De ahí que la segunda columna de la **tabla 5** muestre los resultados de la estimación de la ecuación [2] con la nueva variable <sup>7</sup>. A partir de los residuos de esa regresión hemos obtenido los resultados recogidos en la columna 6, plenamente coherentes con los anteriores, pudiéndose confirmar el efecto disciplinario de la deuda sobre la discrecionalidad directiva y la positiva relación entre esta última y el endeudamiento de procedencia bancaria.

## 5. RESUMEN Y CONCLUSIONES

La concepción de la empresa como conjunto de relaciones contractuales constituye el basamento conceptual que permite analizar los conflictos de intereses entre los distintos partícipes en la empresa. De entre los posibles costes de agencia que surgen como consecuencia de tales divergencias hemos centrado nuestro estudio en las consecuencias de la discrecionalidad directiva derivada de la separación entre propiedad y control. En este contexto, se admite que los directivos pueden gestionar la empresa guiados por motivaciones distintas de la creación de valor para sus propietarios y, en consecuencia, proceder a una gestión ineficiente de los recursos de la empresa. Igualmente, es interesante destacar que la separación entre propiedad y control puede conducir a los responsables de la gestión de las empresas a elecciones contables que, de alguna manera, pueden desvirtuar la finalidad informativa de los estados financieros.

Desde esta perspectiva, el objetivo del presente trabajo es doble. Por un lado, nos hemos planteado la influencia que algunos mecanismos tradicionales de control tales como la estructura de capital, la estructura de propiedad y la política de dividendos tienen sobre la discrecionalidad directiva. A diferencia de otros estudios, relativos al efecto de los mismos sobre el valor de la empresa, nosotros hemos tratado de identificar algunas manifestaciones de los costes de agencia y hemos examinado el efecto que sobre ellos tienen los mecanismos de control. Al no existir una medida universal de costes de agencia de la relación directiva hemos optado por emplear dos medidas distintas: una de ellas se refiere a la eficiencia de los directivos en las decisiones de aprovechamiento de los activos mientras que la segunda atañe a la eficiencia en aquellos costes de uso más discrecional.

Por otra parte, hemos abordado otra manifestación de la divergencia de intereses como es la denominada dirección de beneficios o alteración de las cuentas de resultados con la finalidad intencionada de transmitir información sobre la eficiencia de la empresa en provecho de los directivos. De entre las múltiples formas en que se puede manifestar la dirección de beneficios, nuestro trabajo se basa en los ajustes por devengo, entendidos éstos como arreglos contables para corregir los desfases temporales entre las corrientes de cobros, pagos, ingresos y gastos.

<sup>7</sup> La diferencia reseñable entre las estimaciones de ambas columnas de la **tabla 2** es la referente al signo de la variación de la facturación. Como ya indicamos en su momento, existen razones que justifican una relación tanto negativa como positiva entre ajustes por devengo y variación de las ventas, máxime cuando dicha facturación se halla atenuada por la variación del crédito comercial concedido.



Los ajustes por devengo tienen un componente no discrecional cuya finalidad es mejorar el contenido informativo de la contabilidad y un componente discrecional, resultado de la utilización arbitraria por parte de la dirección. Consiguientemente, este último elemento posee suma importancia a la hora de valorar la eficiencia de los mecanismos de gobierno corporativo. En ese contexto, nuestro trabajo se ha centrado en uno de dichos mecanismos como es la deuda y, más en concreto, hemos analizado el efecto que sobre la discrecionalidad directiva posee la estructura de propiedad de los recursos ajenos.

Nuestros resultados revelan distintos aspectos del funcionamiento de los mecanismos de control. En primer lugar, es de resaltar el carácter complementario de los mismos, pues se constata que las empresas españolas utilizan varios mecanismos de control de modo simultáneo. Asimismo, se observa que la estructura de endeudamiento desempeña un papel heterogéneo, ya que no actúa como mecanismo eficiente de disciplina directiva en la toma de decisiones financieras directiva pero limita la utilización interesada por parte de los directivos de la información contable al reducir el nivel de utilización de los ajustes por devengo discrecionales.

Esta heterogeneidad de funciones se advierte igualmente entre los elementos integrantes del endeudamiento. Partiendo de una clasificación dicotómica de la deuda financiera en deuda de procedencia bancaria y deuda negociable en los mercados, se observa que el endeudamiento con entidades de crédito no contribuye a la supervisión directiva y, más bien, facilita la actuación ineficiente de los directivos. Es quizás éste un resultado contrario a la intuición, y la justificación del mismo podría encontrarse en la naturaleza de la financiación bancaria, pues su mayor coste origina un efecto de selección adversa porque es probable que las empresas con mayores costes de agencia se vean abocadas a este tipo de financiación ante la imposibilidad de recabar recursos ajenos en los mercados de capitales. Asimismo, las características de las entidades de crédito como prestamistas, la mayor facilidad para la renegociación de este tipo de deuda y los mayores incentivos de los directivos para labrarse una reputación durante un periodo prolongado hacen que la deuda bancaria favorezca la alteración de beneficios. Por el contrario, la deuda negociable no parece producir ningún efecto reseñable sobre la dirección de beneficios. Este efecto se mantiene independientemente de la estructura de plazos de la deuda.

La estructura de propiedad de los recursos propios también origina algunos hechos dignos de mención en función de los dos aspectos analizados: la concentración de la propiedad y la propiedad directiva. La concentración de la propiedad posee un efecto no lineal, de modo que en los niveles iniciales parece producirse una expropiación de los accionistas minoritarios por parte de los mayoritarios y, para niveles suficientemente elevados, se observa una convergencia de los intereses de todos los propietarios. Asimismo, se observa que la proporción de la propiedad de los directivos tiene una relativa y disímil influencia incentivándoles a tomar decisiones más eficientes cuanto mayor sea su participación en la empresa, aunque en algunos casos esta convergencia de intereses se torna en atrincheramiento para elevados niveles de propiedad directiva. Finalmente, el reparto de dividendos presenta un indudable efecto disciplinante, reduciendo el margen de actuación discrecional de los directivos.

Nuestro trabajo sugiere varias posibilidades futuras de extensión. En primer lugar, es deseable profundizar en la dirección de causalidad a fin de conocer si son los mecanismos de control quienes modelan los costes de agencia o, por el contrario, el nivel de utilización de los primeros viene dado por estos últimos. En segundo lugar, la pluralidad de manifestaciones de la discrecional-

lidad directiva aconseja utilizar indicadores adiciones de los costes de agencia que incorporen otros aspectos de la actuación directiva. Finalmente, podría ser conveniente ampliar el análisis para dar cabida a otros conflictos de intereses que surgen en el seno de las empresas tales como los resultantes de las relaciones entre accionistas y acreedores o entre accionistas mayoritarios y minoritarios, a pesar de la mayor complejidad y dificultad de interpretación de esos modelos.

## BIBLIOGRAFÍA

- AGUILERA, R.V. y CUERVO-CAZURRA, A. [2004]: «Codes of good governance worldwide: what is the trigger?». *Organizations Studies*, vol. 25, n.º 3, págs. 417-446.
- AMIHUD, Y. y LEV, B. [1981]: «Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers». *Bell Journal of Economics*, vol. 12, págs. 605-617.
- ANG, J.S.; COLE, R.A. y WUH LIN, J. [2000]: «Agency costs and ownership structure». *Journal of Finance*, vol. 55, n.º 1, págs. 81-106.
- ARELLANO, M. [1993]: «Introducción al análisis econométrico con datos de panel». *La industria y el comportamiento de las empresas españolas. Ensayos en homenaje a Gonzalo Mato*. Alianza Editorial, Madrid, págs. 23-47.
- ARELLANO, M. y BOVER, O. [1990]: «La econometría de datos de panel». *Investigaciones Económicas (Segunda época)*, vol. 14, n.º 1, págs. 3-45.
- AZOFRA, V. y MIGUEL, A. [1991]: «Teoría financiera de la agencia, endeudamiento y estructura de la propiedad». *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 1, n.º 2, págs. 135-146.
- AZOFRA, V.; CASTRILLO, L.A. y DELGADO, M.M. [2002]: «Ownership concentration, debt financing and the investment opportunity set determinants of accounting discretion: empirical evidence from Spain». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, n.º 115.
- BANGE, M.M y DEBONDT [1998]: «R&D budgets and corporate earnings targets». *Journal of Corporate Finance*, vol. 4, págs. 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.
- BARCLAY, M. J. y SMITH, C. W. [1996]: «On financial architecture: Leverage, maturity and priority». *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 8, n.º 4, págs. 4-17.
- BARNEA, A.; HAUGEN, R.A. y SENBET, L.W. [1985]: *Agency problems and financial contracting*. Prentice Hall, New Jersey.
- BARTH, M.E.; CRAM, D.P. y NELSON, K.K. [2001]: «Accruals and the prediction of future cash flows». *The Accounting Review*, vol. 76, n.º 1, págs. 27-58.
- 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.
- BEATTIE, V.; BROWN, S.; EWERS, D.; JON, 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.

- BECHT, M. y RÖELL, A. [1999]: «Blockholdings in Europe: An international comparison». *European Economic Review*, n.º 43, págs. 1.049-1.056.
- BERGSTRÖM, C. y RYDQVIST, K. [1990]: «The determinants of corporate ownership». *Journal of Banking and Finance*, n.º 14, págs. 237-253.
- BERLE, A.A. y MEANS, G.C. [1932]: *The modern corporation and private property*. Macmillan Publishing, Nueva York.
- BIANCO, M. y CASAVOLA, P. [1999]: «Italian corporate governance: Effects on financial structure and firm performance». *European Economic Review*, n.º 43, págs. 1.057-1.069.
- BRICKLEY, J.; SMITH, C. y ZIMMERMAN, J. [1995]: «The economics of organizational architecture». *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 8, n.º 2, págs. 19-31.
- CAMPBELL, T.S. y KRACAW, W.A. [1980]: «Information production, market signalling, and the theory of financial intermediation». *Journal of Finance*, vol. 35, n.º 4, págs. 863-882.
- CHEN, C.R. y STEINER, T.L. [1999]: «Managerial ownership and agency conflicts: A nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy, and dividend policy». *Financial Review*, n.º 34, págs. 119-136.
- CHO, M.H. [1998]: «Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis». *Journal of Financial Economics*, vol. 47, págs. 103-121.
- CUERVO GARCÍA, A. [2004]: «El gobierno de la empresa. Un problema de conflicto de intereses». BUENO CAMPOS, E. (ed.). *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza*. Pirámide, Madrid, págs. 115-135.
- DATTA, S.; ISKANDAR-DATTA, M. y PATEL, A. [1999]: «Bank monitoring and the pricing of corporate public debt». *Journal of Financial Economics*, vol. 51, págs. 435-449.
- DEANGELO, L.E. [1986]: «Accounting numbers as market valuation substitutes: a study of management buyouts of public stockholders». *The Accounting Review*, vol. 61, págs. 400-420.
- 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, págs. 3-42.
- DECHOW, P.M.; SLOAN, R.G. y SWEENEY, A.P. [1995]: «Detecting earnings management». *The Accounting Review*, vol. 70, n.º 2, págs. 193-225.
- DEFOND, M.L. y PARK, C.W. [1997]: «Smoothing income in anticipation of future earnings». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 25, págs. 115-139.
- DEFOND, M.L. y SUBRAMANYAM, K.R. [1998]: «Auditor changes and discretionary accruals». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 25, págs. 35-67.
- DELGADO HURTADO, M.M. [2003]: *Factores determinantes de la discrecionalidad contable: Una aplicación empírica a las empresas cotizadas españolas*. Universidad de Burgos, Burgos.
- DENIS, D.J.; DENIS, D. K. y SARIN, A. [1996]: «Agency problems, equity ownership, and corporate diversification». *Journal of Finance*, vol. 52, n.º 1, págs. 135-160.
- [1999]: «Agency theory and the influence of equity ownership structure on corporate diversification strategies». *Strategic Management Journal*, vol. 20, págs. 1.071-1.076.
- DEWENTER, K.L. y WARTHER, V.A. [1998]: «Dividends, asymmetric information, and agency conflicts: Evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and U.S. firms». *Journal of Finance*, vol. 53, n.º 3, págs. 879-904.
- DIAMOND, D. [1991]: «Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly place debt». *Journal of Political Economy*, vol. 99, págs. 689-721.

- EBER, N. [2001]: «Les relations bancaires de long terme. Une revue de la littérature». *Revue d'Économie Politique*, vol. 111, n.º 2, págs. 195-246.
- ERIKSON, M. y WANG, S. [1999]: «Earnings Management by Acquiring Firms in Stock for Stock Mergers». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 27, n.º 2, págs. 149-176.
- FAMA, E.F. y JENSEN, M.C. [1983a]: «Separation of ownership and control». *Journal of Law and Economics*, vol. 26, págs. 301-325.
- [1983b]: «Agency problems and residual claims». *Journal of Law and Economics*, vol. 26, págs. 327-349.
- FANJUL, O. [1998]: «Mercado de capitales y gobierno de las empresas». *Moneda y Crédito*, n.º 206, págs. 193-210.
- FRANKS, J. y MAYER, C. [1997]: «Corporate ownership and control in the U.K., Germany, and France». *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 9, n.º 4, págs. 30-45.
- GALVE, C. AND SALAS, V. [1992]: «Propiedad y resultados de la gran empresa española». *Investigaciones Económicas*, vol. 17, n.º 2, págs. 207-238.
- GROSSMAN, S.J. y HART, O.D. [1982]: «Corporate financial structure and managerial incentives». *The economics of information and uncertainty*. J.J. McCALL (ed.): *The University of Chicago Press*. Chicago, págs. 107-140.
- HANSEN, G.A. y NOE, C.F. [1998]: «Do managers' accrual decisions speak louder than words?». *SSRN Working Paper*.
- HARRIS, M. y RAVIV, A. [1991]: «The theory of capital structure». *Journal of Finance*, vol. 46, n.º 1, págs. 297-355.
- HEALY, P.M. [1985]: «The effect of bonus schemes on accounting decisions». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, págs. 85-107.
- HEGE, U. [2003]: «Workouts, court-supervised reorganizations and the choice between private and public debt». *Journal of Corporate Finance*, vol. 9, págs. 233-269.
- HSIAO, C. [1986]: *Analysis of panel data*. Cambridge University Press. Cambridge.
- JAMES, C. y SMITH, D.C. [2000]: «Are banks still special? New evidence on their role in the corporate capital-raising process». *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 13, n.º 1, págs. 52-63.
- JENSEN, M.C. [1986]: «Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers». *American Economic Review*, vol. 76, n.º 2, págs. 323-329.
- [1993]: «The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems». *Journal of Finance*, vol. 48, n.º 3, págs. 831-880.
- [2003]: «Paying people to lie: The truth about the budgeting process». *European Financial Management*, vol. 9, n.º 3, págs. 379-406.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. [1976]: «Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure». *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n.º 4, págs. 305-360.
- JIAMBALVO, J.; RAJGOPAL, S. y VENKATACHALAM, M. [2002]: «Institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earnings». *Contemporary Accounting Research*, vol. 19, n.º 1, págs. 117-145.
- JOHNSON, S.A. [1997a]: «An empirical analysis of the determinants of corporate debt ownership structure». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 32, n.º 1, págs. 47-69.
- [1997b]: «The effect of bank debt on optimal capital structure». *Financial Management*, vol. 26, n.º 4, págs. 47-56.

- JONES, J.J. [1991]: «Earnings management during import relief investigations». *Journal of Accounting Research*, vol. 29, n.º 2, págs. 193-228.
- KLEIN, A. [2002]: «Audit committee, board of director characteristics and earnings management». *Journal of Accounting & Economics*, vol. 33, n.º 3, págs. 375-400.
- KOLE, S.R. [1995]: «Measuring managerial equity ownership: A comparison of sources of ownership data». *Journal of Corporate Finance*, vol. 1, págs. 413-435.
- 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.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. [1997]: «Legal determinants of external finance». *Journal of Finance*, vol. 52, n.º 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, págs. 3-27.
- LANG, L.H.P. y LITZENBERGER, R. [1989]: «Dividend announcements: Cash-flow signalling vs. Cash-flow hypotheses». *Journal of Financial Economics*, vol. 24, n.º 1, págs. 181-191.
- LANG, L.H.P. y STULZ, R.M. [1994]: «Tobin's q, corporate diversification and firm performance». *Journal of Political Economy*, vol. 102, págs. 1.248-1.280.
- LANG, L.H.P.; STULZ, R.M. y WALKING, R. [1991]: «A test of the free cash flow hypothesis: The case of bidder returns». *Journal of Financial Economics*, vol. 29, n.º 2, págs. 315-336.
- LEE, K. y KWOK, L. [1988]: «Multinational corporations vs. domestic corporations: international environmental factors and determinants of capital structure». *Journal of International Business Studies*, vol. 19, n.º 2, págs. 195-217.
- MARTÍNEZ BOBILLO, A. [1995]: *Empresas multinacionales. Estructura organizativa y función financiera*. Secretariado de Publicaciones e Intercambio Científico de la Universidad de Valladolid, Valladolid.
- MCCONNELL, J.J. y SERVAES, H. [1990]: «Additional evidence on equity ownership and corporate value». *Journal of Financial Economics*, vol. 27, págs. 595-612.
- MCNICHOLS, M. y WILSON, G.P. [1988]: «Earnings management from the provision of bad debts». *Journal of Accounting Research*, vol. 26, págs. 1-31.
- MENÉNDEZ REQUEJO, S. [2001]: «Estructura de capital de la empresa española ante problemas de riesgo moral y selección adversa». *Cuadernos de Economía y Dirección de Empresas*, n.º 10, págs. 485-498
- MORCK, R.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. [1988]: «Management ownership and market valuation. An empirical analysis». *Journal of Financial Economics*, vol. 20, págs. 293-315.
- MOSES, O.D. [1987]: «Income smoothing and incentives: empirical tests using accounting choices». *The Accounting Review*, vol. 62, n.º 2, págs. 358-377.
- MYERS, S.C. y MAJLUF, N.S. [1984]: «Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have». *Journal of Financial Economics*, vol. 13, n.º 2, págs. 187-221.
- NIEHAUS, G.R. [1989]: «Ownership structure and inventory method choice». *The Accounting Review*, vol. 64, n.º 2, págs. 569-584.
- O'BYRNE, S. [1990]: «Shareholder return and management performance». *Compensation and Benefits Review*, January, págs. 30-37.
- OLIVENCIA RUIZ, M. [2004]: «El gobierno de las sociedades y el código de buen gobierno». BUENO CAMPOS, E. (ed.). *El gobierno de la empresa. En busca de la transparencia y la confianza*. Pirámide, Madrid, págs. 21-39.

- OZKAN, A. [2000]: «An empirical analysis of corporate debt maturity structure». *European Financial Management*, vol. 6, n.º 2. págs. 197-212.
- PEASNELL, K.; POPE, P.F. y YOUNG, S. [2000a]: «Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models». *Accounting and Business Research*, vol 30, n.º 4, págs. 313-326.
- [2000b]: «Accruals management to meet earnings targets: Did Cadbury make a difference?». *British Accounting Review*, vol. 32, págs. 415-445.
  - [2001]: «Board monitoring & earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?». *Lancaster University Management School Working Paper, LUMSWP2001/016*.
- PETERSEN, M.A. y RAJAN, R.G. [1994]: «The benefits of lending relationships: evidence from small business data». *Journal of Finance*, vol. 49, págs. 3-38.
- RODRÍGUEZ SANZ, J.A. [1997]: *Capital, control y resultados en la gran empresa*. Secretariado de Publicaciones e Intercambio Científico de la Universidad de Valladolid. Valladolid.
- SCHARFESTEIN, D.S. y STEIN, J.C. [1990]: «Herd behavior and investment». *American Economic Review*, vol. 80, n.º 3, págs. 465-479.
- SCHMID, L.; O'BRIENG, T. y PETERS, S. [2002]: «Debt vs. equity and asymmetric information: A review». *The Financial Review*, vol. 37, n.º 3, págs. 317-349.
- SHARPE, S.A. [1994]: «Financial market imperfections, firm leverage, and the cyclicity of employment». *American Economic Review*. vol. 84, n.º 4, págs. 1.060-1.074.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. [1986]: «Large shareholders and corporate control». *Journal of Political Economy*, vol. 94, n.º 3, págs. 461-488.
- [1997]: «A survey of corporate governance». *Journal of Finance*, vol. 52, 2, págs. 737-783.
- SHORT, H. y KEASEY, K. [1999]: «Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK». *Journal of Corporate Finance*, vol. 5, págs. 79-101.
- SINGH, M. y DAVIDSON, W.N. [2003]: «Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms». *Journal of Banking & Finance*, vol. 27, págs. 793-816.
- SMITH, E.D. [1976]: «The effect of the separation of ownership from control on accounting policy decisions». *The Accounting Review*, vol. 51, n.º 4, págs. 707-723.
- STULZ, R.M. [1990]: «Managerial discretion and optimal financing policies». *Journal of Financial Economics*, vol. 26, págs. 3-27.
- SZEWCZYK, S.H.; TSETSEKOS, G.P. y ZANTOUT, Z. [1996]: «The valuation of corporate R&D expenditures: Evidence from investment opportunities and free cash flow». *Financial Management*, vol. 25, n.º 1. págs. 105-110.
- THOMSEN, S. y PEDERSEN, T. [2000]: «Ownership structure and economic performance in the largest European companies». *Strategic Management Journal*, vol. 21, págs. 689-705.
- WATTS, R.L. y ZIMMERMAN, J.L. [1986]: *Positive accounting theory*. Prentice Hall. Englewood Cliffs.
- ZINGALES, L. [1998]: «Corporate governance». En P. NEWMAN (ed.): *The New Palgrave Dictionary of Economics and Law*. Stockton Press, New York.