

## **MANIPULACIÓN CONTABLE Y PROPIEDAD FAMILIAR (EARNINGS MANAGEMENT AND FAMILY OWNERSHIP)**

Jerónimo Pérez Alemán, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

Carolina Bona Sánchez, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

Domingo Javier Santana Martín, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

### RESUMEN

El trabajo analiza la relación entre la estructura de propiedad y las prácticas de manipulación contable (*earnings management*) de las empresas no financieras cotizadas españolas (familiares y no familiares) en el periodo 1997-2003. Para las empresas no familiares los resultados alcanzados muestran, en consonancia con el efecto atrincheramiento, una relación positiva entre la participación en los derechos de voto del principal accionista y la manipulación contable ejercida por la dirección. Sin embargo, para el caso de las empresas familiares, se aprecia que tal incidencia es negativa, lo cual es consistente con los efectos reputación/vinculación a largo plazo. De otra parte, no se obtienen resultados estadísticamente significativos en cuanto a la incidencia de la divergencia propiedad-control sobre la manipulación contable.

**PALABRAS CLAVE:** derechos de voto, empresa familiar, reputación, atrincheramiento

### ABSTRACT

This study examines the relationship between the ownership structure of listed non-financial Spanish (family and non-family) companies and earnings management over a seven-year period (1997-2003). In non-family firms, the results show, according to entrenchment effect, a positive relationship between the level of voting rights of the controlling shareholder and the magnitude of earnings management. Nevertheless, that relationship is negative in family firms, consistent with the reputation/long-term presence effect. However, no statistically significant results regarding the effect of ownership-control divergence on earnings management are obtained.

**KEY WORDS:** voting rights, family firm, reputation, entrenchment

## 1.- INTRODUCCIÓN

En Europa occidental, el 43,9% de las empresas cotizadas se encuentran bajo el control de algún grupo familiar (Faccio y Lang, 2002). Este porcentaje, que alcanza en España para dichos autores un 55.79% de las empresas cotizadas en el año 1997, adquiere una especial relevancia si se tiene en cuenta que en la empresa familiar se dan una serie de características que no pueden ser replicadas con facilidad por otros propietarios controladores (Ellul, Guntay y Lel, 2005).

En su revisión de la literatura sobre gobierno corporativo, Shleifer and Vishny (1997) ponen de manifiesto la importancia de estudiar las características de las empresas con propiedad concentrada, con el fin de mejorar el

conocimiento sobre la eficiencia de los diferentes mecanismos de gobierno corporativo. En este sentido, son diversos los autores que han señalado cómo en las empresas concentradas se produce un desplazamiento del conflicto derivado de las relaciones contractuales que se definen en el marco corporativo; más concretamente, los conflictos de agencia se trasladan de la divergencia entre accionistas minoritarios y directivos, propio de las estructuras de propiedad difusa (Jensen y Meckling, 1976, Fama, 1980 y Fama y Jensen, 1983), a la divergencia de intereses entre accionistas controladores y propietarios minoritarios (La Porta, López-de-Silanes, Shleifer, y Vishny, 2000). De esta manera, en un contexto de propiedad concentrada los accionistas controladores, desde su posición de poder, podrían obtener beneficios privados a costa de los minoritarios (Morck, Shleifer y Vishny, 1988; Fan y Wong, 2002), principalmente cuando existe un entorno legal débil en la protección de los pequeños accionistas (Bebchuk, 1999), como es, precisamente, el caso español.

En este contexto, cabría plantearse la posible incidencia de la naturaleza familiar de las empresas sobre diversos aspectos de la divulgación de información corporativa, de entre los cuales este trabajo se centra en la calidad de la cifra de resultados divulgada. Más concretamente, se pretende determinar cómo afecta, en un entorno de propiedad concentrada y con una baja protección legal de los accionistas minoritarios, la estructura de propiedad de las empresas familiares sobre la manipulación contable ejercida por los directivos.

Este trabajo difiere de los existentes en la literatura precedente en los siguientes aspectos. En primer lugar, utilizamos una variable más completa para la medición de la concentración de propiedad (derechos de voto), ya que no sólo consideramos, como Azofra, Castrillo y Delgado (2003) el primer nivel de la cadena de control de las empresas analizadas, ni culminamos la cadena de control, como Haw, Hu, Hwang y Wu (2004), cuando se ha identificado al accionista que detenta el 50 por ciento de los derechos de voto; más concretamente, se lleva a cabo la determinación completa de la cadena de control hasta la identificación del último propietario. En segundo término, incorporamos la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* en manos del principal accionista como medida adicional de la estructura de propiedad, no considerado hasta ahora en el contexto de las empresas cotizadas españolas<sup>1</sup>. Finalmente, se analiza de forma explícita la incidencia de la naturaleza familiar del principal accionista sobre la manipulación contable ejercida por los agentes controladores<sup>2</sup>.

El resto del trabajo se estructura de la siguiente forma. En el segundo apartado abordamos los planteamientos teóricos que justifican la incidencia de la estructura de propiedad en la manipulación contable, tanto en empresas familiares como no familiares. Posteriormente, en el tercer apartado, describimos los aspectos metodológicos que configuran el estudio empírico. Los resultados alcanzados se muestran en el cuarto apartado. Por último, exponemos las principales conclusiones del trabajo.

---

<sup>1</sup> Haw *et al.* (2004) consideran esta variable en su estudio, el cual incorpora un total de 22 países, entre los que se encuentra España. No obstante, se pueden realizar tres apreciaciones. En primer término, los autores determinan los derechos de *cash flow* siguiendo el mismo proceso operativo utilizado para la obtención de los derechos de voto, es decir, culminando la cadena de control cuando han identificado al accionista que detenta el 50% de los derechos de *cash flow*. De otra parte, consideran las variables de propiedad (derechos de voto y divergencia entre derechos de voto y *cash flow*) para un solo año, bajo la presunción de que la estructura de propiedad no sufre importantes variaciones a lo largo de los años. Finalmente, dado que los datos son presentados de forma agregada, tales autores no muestran los efectos de la divergencia entre propiedad y control sobre la manipulación contable en el caso español.

<sup>2</sup> Azofra *et al.* (2003) utilizan la naturaleza familiar para controlar su incidencia sobre la manipulación contable, si bien consideran la empresa como familiar cuando identifican como individuo o familia a quien tiene el mayor número de acciones en el primer eslabón de propiedad. No obstante, en nuestro caso una empresa es familiar cuando una familia o individuo es el mayor accionista con al menos el 10% de los derechos de voto y además está representado en el Consejo de Administración. Esta matización parece oportuna ya que, de una parte, la condición de familia otorgada a partir del primer eslabón de propiedad puede desaparecer cuando se construye la cadena de control en su totalidad (o bien lo contrario, es decir, ser familiar una empresa que, en el primer eslabón, no lo es). De otra parte, la presencia esporádica de un individuo o familia en la propiedad de una empresa tiene una escasa relación con la implicación familiar en una corporación, la cual suele conllevar la participación de la familia en la propiedad y en los órganos de decisión.

## 2.- ARGUMENTOS TEÓRICOS

La estructura de propiedad de las empresas es uno de los aspectos de gobierno corporativo de mayor relevancia, en tanto que se erige como factor determinante de las relaciones contractuales que definen a las organizaciones, siendo por tanto un elemento destacado en la configuración del comportamiento empresarial. Una gran parte de los trabajos enmarcados en el estudio de la estructura de propiedad se encuentran unidos a la imagen de propiedad difusa planteada por Berle y Means (1932). No obstante, diversos estudios posteriores ponen de manifiesto que la presencia de estructuras de propiedad difusa en las grandes empresas de los países más desarrollados no es tan habitual. De esta manera, son numerosos los trabajos que hacen referencia a la importancia de estructuras de propiedad concentrada en las que uno o muy pocos accionistas significativos ejercen un nivel de control destacado en las empresas cotizadas (Demsetz, 1983; Demsetz y Lehn, 1985; Shleifer y Vishny, 1986; Holderness y Sheehan, 1988; González y Menéndez, 1993; Holderness, Kroszner y Sheehan, 1999; La Porta *et al.*, 1999; Pedersen y Thomsen, 1999; Andrés, Azofra y Rodríguez, 2000; Claessens, Djankov y Lang, 2000; López y Rodríguez, 2001 y Faccio y Lang, 2002). En este contexto, junto a los factores que explican la presencia de estructuras de propiedad concentrada, determinados, entre otros, por Fama y Jensen (1983), Demsetz (1983), Shleifer y Vishny (1986) y Denis y Denis (1994), un creciente cuerpo de estudios viene centrando su atención en el entorno legal como factor determinante del sistema de gobierno, analizando de manera explícita el grado de eficacia del sistema legislativo en el control de las relaciones de agencia establecidas en las organizaciones, y especialmente, en la defensa de los intereses de los inversores externos. De esta manera, el nivel defensivo proporcionado por el entorno legal se configura como un elemento determinante de la estructura de propiedad utilizada por las empresas<sup>3</sup>.

En esta línea, el estudio de Bebchuk (1999) sugiere una mayor presencia de estructuras de propiedad concentrada en los países donde la riqueza de los accionistas minoritarios se encuentra escasamente protegida por el sistema legal. Por su parte, Shleifer y Wolfenzon (2002) centran su estudio en la estructura del mercado de capitales, estableciendo que ante una mayor defensa de los intereses de los accionistas, dichos mercados estarán más desarrollados y existirá una menor concentración de propiedad. Estos argumentos teóricos se encuentran en la línea de los resultados empíricos alcanzados en los trabajos de La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000) y Faccio y Lang (2002).

En este sentido, aunque la presencia de estructuras de propiedad concentrada no limita la importancia de los costes de agencia, ya que sigue existiendo una divergencia de intereses entre propiedad y control, no es menos cierto que este nuevo contexto desplaza el conflicto derivado de las relaciones contractuales que se definen en el marco corporativo. Más concretamente, los conflictos de agencia se trasladan de la divergencia entre accionistas minoritarios y directivos, propio de las estructuras de propiedad difusa (Jensen y Meckling, 1976, Fama, 1980 y Fama y Jensen, 1983), a la divergencia de intereses entre accionistas controladores y propietarios minoritarios (La Porta, López-de-Silanes, Shleifer, y Vishny, 2000). Por tanto, en el análisis de la incidencia de la estructura

---

<sup>3</sup> La Porta *et al.* (1998) analizan, a nivel internacional, el grado de protección de los intereses de los inversores externos proporcionado por la legislación. Distinguiendo dos tipos de orígenes o familias legales: *common law*, cuyo origen se encuentra en el derecho anglosajón, y *civil law*, basada en los principios establecidos por el derecho romano. Dentro de esta última se observan tres vertientes, la francesa (en la que se encuentra España), la germana y la escandinava. Su estudio revela un mayor nivel de protección en los países de origen legal anglosajón, mientras que son los países de la familia *civil law* los que ofrecen una menor salvaguarda, y dentro de éstos, la defensa más débil de los inversores externos se encuentra en la legislación de origen francés.

de propiedad sobre la manipulación contable, es preciso considerar, tales conflictos de agencia. Con relación a ello, es posible encontrar en la literatura resultados que ponen de manifiesto actuaciones oportunistas por parte de quienes detentan el control del proceso de toma de decisiones, y consecuentemente, de la elaboración y suministro de información contable. Tales actuaciones expropiatorias derivadas del atrincheramiento de los accionistas controladores, según el cual los agentes internos tendrían mayores incentivos para adquirir beneficios privados en detrimento de la riqueza de los accionistas minoritarios, podrían conducir a que los informes contables no reflejen las verdaderas consecuencias económicas de las operaciones realizadas.

En esta línea de resultados, Leuz, Nanda y Wisocky (2003) examinan la relación de la protección legal de los accionistas y las prácticas de manipulación contable en empresas cotizadas de 31 países. Más concretamente, basan su análisis en la consideración de que los accionistas controladores tienen incentivos para obtener beneficios privados, si bien la capacidad de tales accionistas para llevar a cabo acciones de expropiación estará limitada en aquellos países donde existe un importante grado de protección de los accionistas minoritarios. Dado que los accionistas minoritarios pueden tomar acciones legales únicamente si la expropiación es detectada, se presume que los accionistas controladores manipulan la información contable con el fin de ocultarla. En sus resultados, Leuz *et al.* (2003) constatan una relación negativa de la manipulación contable y el grado de protección legal de los accionistas minoritarios.

Por su parte, Azofra *et al.* (2003) abordan, en el contexto español, la relación existente entre el primer nivel de concentración de propiedad y la manipulación contable de 109 empresas cotizadas a lo largo del período 1991-1999, poniendo de manifiesto la existencia de una mayor manipulación cuanto mayor es la concentración de propiedad en manos del mayor accionista, a favor del efecto atrincheramiento.

Bebchuk, Kraakman y Triantis (2000) argumentan que la utilización de estructuras de propiedad tales como la emisión de acciones con diferentes niveles de voto, el uso de estructuras piramidales o la presencia de estructuras de propiedad cruzadas, que permiten la separación de derechos de voto y *cash flow*, hacen posible que se encuentren de manera combinada, en una única estructura contractual, los problemas de agencia asociados a las estructuras de propiedad concentrada y difusa. Este tipo de estructuras es más frecuente en países en los que, como España, el sistema legal proporciona una menor defensa de los intereses de los inversores externos, configurándose las estructuras piramidales como el principal mecanismo utilizado por los accionistas controladores para separar derechos de voto y *cash flow* (La Porta *et al.*, 1999).

En esta línea, Haw *et al.* (2004) realizan un estudio que relaciona la propiedad, el marco legal y la manipulación contable de las empresas cotizadas de 9 países asiáticos y 13 países del occidente europeo. En este trabajo, los autores constatan una relación positiva entre manipulación contable (medida en términos de ajuste por devengo discrecionales) y la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* del principal accionista. En este sentido, señalan que la manipulación contable mediante los ajustes por devengo discrecionales implica la asunción de menores costes para los accionistas mayoritarios, debido a la mayor dificultad que supone la detección de la manipulación por parte de los accionistas externos. Esta es la razón por la que los accionistas controladores optan por este mecanismo para ocultar la obtención de beneficios privados.

De esta manera, la separación entre derechos de voto y *cash flow* puede agravar el efecto atrincheramiento propio de las estructuras de propiedad concentrada (Fan y Wong, 2002). Este hecho, junto con la menor fuerza del resto de mecanismos de gobierno corporativo acentúa los incentivos a la expropiación por parte de los

accionistas controladores, todo lo cual podría traducirse en la realización de algún tipo de manipulación contable encaminada a ocultar sus beneficios privados, ya que si dichos beneficios son detectados, los agentes externos podrían tomar acciones disciplinarias contra ellos (Zingales, 1994; Shleifer y Vishny, 1997).

Una característica común en las grandes empresas cotizadas de la Europa continental es su naturaleza familiar (La Porta *et al.*, 1999 y Faccio y Lang, 2002), lo cual podría explicarse, entre otros factores, por el sistema legal al que están sujetas las empresas (Burkart, Panunzi y Shleifer, 2003). De esta manera, en base a los argumentos teóricos y a los resultados empíricos de estos autores, en España, donde la legislación mercantil se encuentra dentro de la familia legal civil (*civil law*), el paradigma de gobierno corporativo se caracteriza por la presencia destacada de empresas familiares entre las cotizadas, al menos en cuanto a la permanencia de una familia en la propiedad.

En este contexto cabe plantearse si, tal como indican Thomsen y Pedersen (2000), la naturaleza de los propietarios controladores afecta al comportamiento corporativo, por cuanto la identidad de tales accionistas puede incidir en los objetivos organizativos y en la manera en la que se ejerce el control en la empresa. A este respecto, es posible encontrar en la literatura trabajos que ponen de manifiesto los efectos negativos sobre el comportamiento corporativo derivados de la naturaleza familiar del último propietario, que estarían provocados por el efecto atrincheramiento enunciado anteriormente. En esta línea, DeAngelo y DeAngelo (2000) estudian el caso específico de una empresa familiar norteamericana, poniendo de manifiesto las actitudes expropiatorias llevadas a cabo por la familia controladora. Asimismo, Gómez, Núñez y Gutiérrez (2001) analizan, en una muestra de 276 empresas españolas pertenecientes al sector de la prensa escrita durante el período 1966-1993, el papel que juegan los lazos familiares en los contratos de agencia. Entre otras conclusiones, estos autores constatan que en el contexto de las empresas familiares se produce el atrincheramiento del presidente del consejo de administración cuando este mantiene lazos familiares con los accionistas mayoritarios.

De otra parte, otro cuerpo de trabajos ha puesto de manifiesto las consecuencias positivas que las características únicas de la empresa familiar tienen sobre el comportamiento corporativo. Una de tales características sería la visión a largo plazo de la familia controladora, que interesada en el futuro traspaso de la firma a sus herederos, tendría los incentivos necesarios para tomar decisiones siguiendo las reglas del mercado, por lo que produciría el alineamiento de los intereses de la familia y los accionistas minoritarios (James, 1999). Otra de las características, mencionada por Anderson y Reeb (2003) en el contexto de la empresa familiar, es la preocupación de la familia por la reputación. Este hecho implica que la empresa sea concebida como un activo que se ha de transmitir a los descendientes y no como una riqueza que se ha de consumir durante la vida de los fundadores. Asimismo, la reputación adquiere una especial trascendencia para este tipo de accionistas por cuanto aumenta la posibilidad de una permanencia prolongada de la familia en la empresa. De esta forma, como afirman estos autores, la combinación en las empresas familiares de una cartera de inversiones no diversificada, el deseo de ceder la empresa a la siguiente generación y la preocupación por la reputación de la familia, sugiere que los accionistas familiares, en comparación con otro tipo de propietarios, sean más propensos a adoptar decisiones maximizadoras de riqueza para los agentes económicos con intereses en la empresa en su conjunto.

En cuanto a la evidencia empírica de estos argumentos, Anderson y Reeb (2003) y Anderson, Mansi y Reeb (2003) sugieren, para una muestra de 500 firmas norteamericanas durante el período 1992-1999, que algunas de

las consecuencias de la implicación familiar a largo plazo son la obtención, en comparación con las empresas no familiares, de menores costes en la financiación externa y un mejor *performance*.

Asimismo, Ali, Chen y Radhakrishnan (2005) realizan un estudio en una muestra de 500 empresas norteamericanas, para las que se intenta analizar cómo influyen los problemas de agencia de empresas familiares y no familiares sobre la divulgación de información corporativa (más concretamente, sobre la calidad de los resultados divulgados, la probabilidad de incorporar las malas noticias en la información contable cuatrimestral y la divulgación de información voluntaria sobre las prácticas de gobierno corporativo). De esta manera, tales autores concluyen que, comparadas con las empresas no familiares, las familiares suministran al mercado unos resultados de mayor calidad, existiendo una mayor probabilidad de que incorporen las malas noticias en los informes cuatrimestrales (lo cual es consistente con el efecto reputación/vinculación a largo plazo). Al mismo tiempo, predicen una menor divulgación de información voluntaria sobre los aspectos del gobierno corporativo, posiblemente derivada del interés de la familia por ocultar información de distinta naturaleza (como puede ser, por ejemplo, la preferencia de la familia por incorporar en la dirección a miembros con los que mantiene algún lazo familiar).

A partir de los argumentos teóricos expuestos, no es posible proponer unas hipótesis unívocas en la que se establezca cómo inciden la concentración de propiedad y la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* sobre la manipulación contable en el contexto de las empresas familiares, por cuanto se desconoce si serán los efectos negativos (derivados del atrincheramiento) o los positivos (derivados de la reputación/vinculación a largo plazo) los que determinen la calidad de la información contable suministrada por esas empresas.

### 3.- ASPECTOS METODOLÓGICOS

#### 3.1.- Definición de las relaciones de propiedad

La metodología utilizada para analizar la estructura de propiedad parte de la clasificación de las empresas en dos grupos principales, por un lado las empresas de propiedad difusa, y por otro las que poseen un último propietario. En el presente trabajo, siguiendo a La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000) y Faccio y Lang (2002), diremos que una empresa tiene un último propietario cuando el principal accionista de la misma posea directa o indirectamente un porcentaje de participación en los derechos de voto igual o superior a un nivel de control establecido, que en nuestro caso será igual al 10 por ciento<sup>4</sup>.

De este modo, si una familia es el principal accionista de la empresa A con un 16 por ciento de sus derechos de voto, y la empresa A posee al mismo tiempo el 20 por ciento de la empresa B, diremos que la empresa B está controlada por una familia, para un nivel de control del 10 por ciento, ya que tiene un último propietario, quien controla B indirectamente a través de una empresa y dicho grupo familiar tiene representación en el consejo de administración. En el ejemplo anterior, la familia controladora posee un 3,2 por ciento de los derechos de *cash flow* de B, es decir, el producto de sus participaciones a lo largo de la cadena ( $0,16 \times 0,2$ ). Sin embargo posee, siguiendo la metodología propuesta por Claessens *et al.* (2000) y Faccio y Lang (2002), el 16 por ciento de los

<sup>4</sup> La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000) y Faccio y Lang (2002) también utilizan el 20 por ciento como nivel de control. No obstante, en este trabajo presentamos únicamente los resultados para un nivel de control del 10 por ciento, ya que los resultados empíricos no experimentan cambios significativos entre ambos niveles de control. Además, la utilización de un nivel de control del 10 por ciento se adecua en mayor medida a la realidad de las relaciones de propiedad de las empresas cotizadas españolas.

derechos de voto de B, es decir, el enlace más débil de la cadena de control [mín (0,16; 0,2)]. Por tanto, si la familia posee el 100 por cien de los derechos de voto de A, no existe una divergencia entre derechos de control y *cash flow*, ambos derechos supondrían en este caso un 20 por ciento. En ocasiones observamos que una empresa se encuentra controlada a través de una cadena de control múltiple, es decir, cuando el último propietario controla la empresa a través de diversas cadenas de control. Así, si en el ejemplo anterior la familia posee directamente un 6 por ciento de los derechos de voto de B, entonces dicho grupo familiar participa en el 9.2 por ciento de los derechos de *cash flow* de B ( $0,16 \times 0,2 + 0,06$ ), y en el 22 por ciento de sus derechos de voto, es decir, [(mín (0,16; 0,2) + 0,06)].

Con el objetivo de determinar las relaciones de propiedad-control sobre la base de la metodología de las cadenas de control expuesta, en una primera fase partimos de la información sobre participaciones significativas ofrecida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), de la que se obtuvieron las participaciones directas e indirectas de aquellos accionistas con un porcentaje de acciones superior al 5 por ciento, así como de la propiedad en manos de los consejeros, independientemente del montante de la misma. En una segunda fase, se complementó dicha fuente con la base de datos Informa, que ofrece información sobre la propiedad y el consejo de administración de sociedades españolas cotizadas y no cotizadas, datos que fueron necesarios para completar en su totalidad la cadena de control de una empresa, es decir, para identificar su último propietario. En aquellos casos en los que encontramos sociedades no residentes en España como accionistas de empresas españolas, completamos sus estructuras de propiedad a través de las memorias obtenidas en las páginas *web* de dichas sociedades, consultando mediante correo electrónico las dudas que surgieron para dibujar su cadena de control.

### 3.2.- La manipulación contable

En línea con trabajos precedentes que centran su estudio en el análisis de la manipulación de los resultados contables, en este trabajo se ha utilizado como *proxy* de las prácticas de manipulación contable los ajustes por devengo que se derivan de las decisiones asociadas al reconocimiento de los gastos y los ingresos a lo largo del tiempo. Más concretamente, el modelo utilizado es el especificado por Jones<sup>5</sup> (1991) y modificado posteriormente por Dechow, Sloan y Sweeney (1995), en su versión de corte transversal<sup>6</sup>.

De esta manera, en primera instancia se obtiene los coeficientes de la siguiente ecuación:

$$\frac{DT_{it}}{AT_{it-1}} = a_0 \left( \frac{1}{AT_{it-1}} \right) + a_1 \left( \frac{\Delta VTAS_{it}}{AT_{it-1}} \right) + a_2 \left( \frac{AFM_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (\text{Ec. 1})$$

Siendo:

$DT_{it}$ : *Devengos totales de la empresa i en el año t, definidos como la variación (del año t-1 al año t) en el activo circulante minorada por la variación en inversiones financieras temporales y tesorería, menos la variación en el pasivo circulante minorada por la variación en las deudas financieras, menos el gasto en provisiones a largo plazo y amortización del inmovilizado.*

$\Delta VTAS_{it}$ : *Variación del ingreso neto por ventas para la firma i desde el año t-1 al año t.*

$AFM_{it}$  : *Importe del activo fijo material bruto de la empresa i en el año t.*

<sup>5</sup> El modelo original de Jones (1991) se ha convertido en un referente fundamental en los estudios de manipulación contable, y en el presente estudio es aplicado, en su versión de cortes transversales, en el apartado relativo a la robustez de los resultados obtenidos.

$AT_{it-1}$ : Activo total de la empresa  $i$  en el inicio del año  $t$ .

$\varepsilon_{it}$ : Término de error para la empresa  $i$  en el año  $t$ .

Seguidamente, de acuerdo con Dechow *et al.* (1995) se obtienen los devengos discrecionales (DD) de la siguiente forma:

$$DD_{it} = \frac{DT_{it}}{AT_{it-1}} - \hat{a}_0 \left( \frac{1}{AT_{it-1}} \right) + \hat{a}_1 \left( \frac{\Delta VTAS_{it} - \Delta D_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \hat{a}_2 \left( \frac{AFM_{it}}{AT_{it-1}} \right) \quad (\text{Ec. 2})$$

Siendo:

$\Delta D$ : Variación de los derechos de cobro comerciales de la empresa  $i$  desde el año  $t-1$  al año  $t$ .

De este modo, el modelo de Jones modificado, ampliamente aplicado en la literatura reciente sobre manipulación de los resultados contables, implica, a tenor de lo señalado en este apartado, que para determinar la medida de los ajustes por devengo discrecionales deberá realizarse la regresión Ec. (1) para cada año y sector diferenciado en el estudio, para seguidamente, y en virtud de la sustitución en la Ec. (2) de los parámetros estimados mediante tales regresiones, obtener la cuantía de tales ajustes por devengo discrecionales, que será la variable endógena final en nuestro estudio.

### 3.3.- Selección de la muestra

La determinación de la muestra parte de las 111 empresas no financieras que cotizaban en el mercado español a finales de 2003, de las cuales se eliminaron, por un lado, una sociedad que se encontraba suspendida de cotización al hallarse en proceso de liquidación, y por otro, seis empresas no domiciliadas en España. Por último, no se consideraron dos empresas por no contar con al menos 3 observaciones en el periodo 1997-2003, por lo que la muestra final quedó constituida por 102 empresas.

Con el fin de aplicar el modelo de Jones modificado, es preciso obtener la información de las variables requeridas (ecuaciones 1 y 3) para cada sector y año diferenciados. Esta información (no reportada<sup>7</sup>) fue recopilada a partir de las cuentas anuales de estas empresas.

En relación con la naturaleza familiar de los principales accionistas, se presenta en la tabla 1 la ponderación del control familiar en las empresas cotizadas españolas en el periodo comprendido entre 1997 y 2003. En dicha tabla se puede observar como en el año 2003 el 52,94 por ciento de las empresas cotizadas analizadas están controladas por grupos familiares, observándose una tendencia creciente de dicha ponderación a lo largo del periodo objeto de estudio. De esta forma, los resultados obtenidos en relación con la relevancia de la naturaleza familiar de los accionistas controladores de las grandes empresas cotizadas, se encuentran en consonancia con

<sup>6</sup> Una descripción detallada de la metodología utilizada en este trabajo puede solicitarse a [jperez@defc.ulpgc.es](mailto:jperez@defc.ulpgc.es)

<sup>7</sup> Una descripción detallada de la distribución sectorial de las empresas y de los estadísticos descriptivos de los ajustes por devengos discrecionales puede ser solicitada a [jperez@defc.ulpgc.es](mailto:jperez@defc.ulpgc.es).

los planteamientos teóricos recogidos en los trabajos de Bebchuck (1999) y Burkart, Panuzi y Shleifer (2003), así como con los resultados empíricos de los estudios de La Porta *et al.* (1999) y Faccio y Lang (2002).

**Tabla 1. Distribución en porcentaje de la naturaleza familiar de los accionistas controladores**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Empresas familiares</b>	46.77	50.65	48.86	48.94	50.00	52.94	52.94
<b>Empresas no familiares</b>	53.23	49.35	51.14	51.06	50.00	47.06	47.06
<b>Número total de empresas</b>	<b>62</b>	<b>77</b>	<b>88</b>	<b>94</b>	<b>98</b>	<b>102</b>	<b>102</b>

Una empresa es definida como familiar cuando tiene un último propietario y dicho accionista es un grupo familiar o un individuo. En ambos casos, los derechos de voto deben estar representados en el consejo de administración. La muestra está compuesta por 102 empresas no financieras cotizadas españolas entre 1997 y 2003.

### 3.4 Definición de variables

Las variables utilizadas para el análisis del efecto de la estructura de propiedad en la manipulación de los resultados contables son, en primer lugar, la incidencia de los derechos de voto  $V_i$ , medida a través del porcentaje de derechos de voto en manos del mayor propietario de la empresa  $i$  en el año  $t$ . En segundo lugar, se utiliza el efecto de la separación entre derechos de voto y *cash flow*  $CV_i$ , medida a través de la ratio derechos de *cash flow* sobre derechos de voto del principal accionista de la empresa  $i$  en el año  $t$ . Tal como puede apreciarse,  $CV_i$  está inversamente relacionada con la divergencia entre derechos de voto y *cash flow*.

Con el fin de analizar la posible incidencia de otras variables corporativas en la manipulación del resultado contable, hemos introducido una serie de variables de control. Así, incluimos  $SIZE_i$  para controlar la posible correlación negativa entre el tamaño de la empresa y la manipulación contable (Christie, 1990; Peasnell, Pope y Young, 2000); dicha variable se ha medido a través del logaritmo de los ingresos de explotación al principio del año  $t$ . Por otro lado, con el fin de determinar la posible relación positiva entre manipulación contable y nivel de endeudamiento, incorporamos la variable  $LEV_i$  (Peasnell *et al.*, 2000; Azofra *et al.*, 2003), que mide el nivel de endeudamiento de la empresa obtenido a partir de la relación entre el valor contable de la deuda financiera y el total de activos al principio del año  $t$ . Por último, el efecto del *performance* de la empresa en la manipulación contable (Kothari, Leone y Wasley, 2005) es analizado a través de la variable  $ROA_i$ , que mide la rentabilidad económica a través de la relación entre el resultado antes de extraordinarios, intereses e impuestos del año  $t$  y el activo total neto a principio del año  $t$ .

Los estadísticos descriptivos (tabla 2) muestran que tanto la media como la mediana del valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales están próximos a cero. En relación con los derechos de voto en manos del principal accionista, se observa cómo el porcentaje medio de participación del propietario final se sitúa en torno al 33,86 por ciento del capital y el valor de la mediana igual al 58,90 por ciento del capital, lo que refleja el alto nivel de concentración de propiedad entre las empresas cotizadas españolas. Además, la matriz de correlaciones no muestra valores elevados entre las variables explicativas, hecho que nos permite suponer que sea improbable la presencia de problemas de multicolinealidad en la especificación de los modelos de regresión.

Tabla 2. Estadísticos descriptivos y matriz de correlaciones

Estadísticos descriptivos						
	Ab (DD)	V	Cv	Lev	Roa	Size
Media	0.06	33.86	0.912	0.64	0.07	12.81
Mediana	0.03	58.90	1	0.57	0.06	12.68
Desviación	0.12	22.76	0.18	0.547	0.09	1.89
Mínimo	0.00	0.22	0.08	0.03	-0.57	3.61
Máximo	2.20	95.03	1	8.25	0.502	17.60
Matriz de correlaciones						
	Ab (DD)	V	Cv	Lev	Roa	Size
Ab (DD)	1					
V	0.00	1				
Cv	-0.08	-0.01	1			
Lev	0.22	0.12	0.06	1		
Roa	-0.22	0.00	-0.06	0.061	1	
Size	0.02	0.08	-0.04	0.18	0.01	1

Definición de variables:

$Ab(DD)$ , valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales.  $V_i$ , porcentaje de derechos de voto en manos del mayor propietario de la empresa  $i$  en el año  $t$ .  $LEV_i$ , relación entre el valor contable de la deuda financiera y el total de activos al principio del año  $t$ .  $ROA_i$ , mide la rentabilidad económica a través de la relación entre el resultado antes de extraordinarios, intereses e impuestos del año  $t$  y el activo total neto a principio del año  $t$ .  $SIZE_i$ , logaritmo de los ingresos de explotación, en miles de euros, al principio del año  $t$ . La muestra está compuesta por 625 observaciones empresa-año correspondientes a 102 empresas no financieras cotizadas españolas entre 1997 y 2003.

#### 4.- RESULTADOS

El estudio que permite determinar la incidencia del nivel de concentración de derechos de voto en la manipulación de los resultados contables se realiza, tanto para las empresas familiares como para las no familiares, a través de la especificación del siguiente modelo de regresión:

$$Ab(DD) = \alpha_0 + \beta_1 V + \beta_2 Lev + \beta_3 Roa + \beta_4 Size + \mu \quad (\text{Ec. 3})$$

Seguidamente, con el fin de determinar el efecto conjunto de las variables relativas a la estructura de propiedad sobre la manipulación contable en el contexto de las empresas familiares y no familiares se propone el siguiente modelo de regresión:

$$Ab(DD) = \alpha_0 + \beta_1 V + \beta_2 CV + \beta_3 Lev + \beta_4 Roa + \beta_5 Size + \mu \quad (\text{Ec.4})$$

En la tabla 3 se muestran los resultados de las regresiones Ec. (3) y Ec. (4), utilizando un pool formado por 276 observaciones empresa-año y un pool de 289 observaciones empresa-año para las empresas familiares y no familiares, respectivamente. La significación estadística de los coeficientes está basada en la matriz de covarianzas de White (1980). La ecuación Ec. (3) muestra cómo la concentración de derechos de voto en manos del principal accionista ( $V$ ) incide de manera negativa y estadísticamente significativa en la manipulación de los resultados contables para las empresas familiares, mientras que tal incidencia es positiva y estadísticamente significativa para el caso de las empresas no familiares. Ello sugiere que si bien en las empresas familiares tienen mayor peso los efectos reputación/vinculación a largo plazo frente al efecto atrincheramiento, en el caso de las empresas no familiares es este último efecto el que explica la mayor tendencia a la manipulación de sus resultados contables.

**Tabla 3. Manipulación contable y propiedad en las empresas cotizadas españolas. Modelo de Jones modificado**

	Empresas familiares	Empresas no familiares	Empresas familiares	Empresas no familiares
	Ec. (3)	Ec. (3)	Ec. (4)	Ec. (4)
<i>V</i>	-0.0006*	0.0004**	-0.0005*	0.0004**
	(-1.72)	(2.13)	(-1.81)	(2.14)
<i>CV</i>			-0.15	0.008
			(-1.07)	(0.43)
<i>Lev</i>	0.06***	0.04	0.07***	0.04
	(8.89)	(1.36)	(9.52)	(1.33)
<i>Roa</i>	0.00	-0.04	-0.001	-0.04
	(-0.01)	(-0.85)	(-0.02)	(-0.80)
<i>Size</i>	-0.02*	-0.01***	-0.02*	-0.01***
	(-1.71)	(-2.13)	(-1.70)	(-2.88)
<i>Constante</i>	0.28*	0.25***	0.42	0.24**
	(1.79)	(3.46)	(1.79)	(3.05)
R <sup>2</sup> ajustado	0.11	0.16	0.14	0.16
F	38.53***	4.24***	21***	3.48***
Nº observaciones	276	289	276	289

Definición de variables:

La variable endógena, en todas las regresiones es Ab(DD), valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales.  $V_i$ , porcentaje de derechos de voto en manos del mayor propietario de la empresa  $i$  en el año  $t$ .  $SIZE_i$ , logaritmo de los ingresos de explotación, en miles de euros, al principio del año  $t$ .  $LEV_i$ , relación entre el valor contable de la deuda financiera y el total de activos al principio del año  $t$ .  $ROA_i$ , mide la rentabilidad económica a través de la relación entre el resultado antes de extraordinarios, intereses e impuestos del año  $t$  y el activo total neto a principio del año  $t$ .

La muestra está compuesta por 625 observaciones empresa-año correspondientes a 102 empresas no financieras cotizadas españolas entre 1997 y 2003.

\*\*\*, \*\*, \*: Estadísticamente significativo al 1,5 y 10 por ciento, respectivamente.

Estadístico  $t$  ajustado de White entre paréntesis.

Asimismo, en la ecuación Ec. (4) se aprecia que no se obtienen resultados estadísticamente significativos para la incidencia de la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* sobre la manipulación contable, lo cual sugiere que tal manipulación no parece deberse a la utilización de estructuras piramidales que posibilitan al principal accionista la separación de sus derechos de voto y *cash flow*.

En relación con las variables de control, los resultados de las regresiones muestran que el endeudamiento incide de forma positiva y estadísticamente significativa sobre la manipulación contable en el contexto de las empresas familiares. Por su parte, no se obtienen resultados estadísticamente significativos sobre la incidencia del *performance* empresarial sobre la manipulación contable. Finalmente, tanto en las empresas familiares como en las no familiares el tamaño incide de forma negativa y estadísticamente significativa sobre la manipulación, si bien cabe apreciar una mayor significatividad de los valores en el caso de las no familiares.

#### *Análisis de robustez*

A pesar de la amplitud de estudios que, tal como se ha indicado anteriormente, han utilizado el modelo de Jones modificado para la determinación de los devengos discrecionales de las empresas, son diversas las metodologías que han surgido para su cuantificación. Con el fin de analizar la robustez de los resultados alcanzados, hemos realizado la regresión de los modelos especificados en el estudio de la estructura de propiedad considerando el modelo propuesto por Peasnell, Pope y Young (2000) (resultados no reportados<sup>8</sup>), observándose cómo la variable relativa a la concentración de propiedad pierde su significatividad para el grupo de las empresas no familiares, obteniéndose resultados estadísticamente más significativos para la concentración de propiedad en el caso de las empresas familiares.

Finalmente, se ha considerado una variable de control adicional que pretende determinar la incidencia de las oportunidades de crecimiento, medida mediante la ratio precio/valor contable, definida a través de la relación

<sup>8</sup> Los resultados puede solicitarse a [jperez@defc.ulpgc.es](mailto:jperez@defc.ulpgc.es).

entre la capitalización de la empresa  $i$  en el año  $t$  entre el valor contable de los fondos propios de la empresa  $i$  en el año  $t$ . La significatividad de los datos obtenidos no quedan alterados en ningún caso.

## 5.- CONCLUSIONES

Las características propias de las empresas familiares vinculadas al control que ejerce un grupo familiar en las decisiones corporativas suscitan diversas cuestiones relativas a la incidencia de las mismas sobre determinados aspectos de la divulgación de la información contable corporativa. De tales aspectos, este trabajo se ha centrado en la calidad de la cifra de resultados divulgada, determinando, más concretamente, cómo afecta la concentración de propiedad y la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* de las empresas cotizadas españolas (familiares y no familiares) sobre la manipulación contable ejercida por los directivos.

De esta manera, el estudio se ha realizado en un contexto propio de un país de ley civil, en el que los intereses de los inversores externos se encuentran escasamente defendidos por el sistema legal, y en el que la imagen de propiedad viene determinada por la presencia de una elevada concentración de los derechos de voto en manos del principal accionista y la utilización de estructuras de propiedad que permiten la divergencia entre derechos de voto y *cash flow*.

Los resultados alcanzados muestran que en el contexto de las empresas no familiares, existe una incidencia positiva de la concentración de propiedad en manos del principal accionista sobre las prácticas de manipulación contable, lo cual es consistente con la predicción establecida por el efecto atrincheramiento. Sin embargo, en el caso de las empresas familiares dicha incidencia es negativa, en consonancia con los efectos reputación/vinculación a largo plazo frente al posible efecto que viene asociado al atrincheramiento de la familia controladora.

Por otro lado, los resultados muestran una incidencia estadísticamente no significativa sobre la manipulación contable de la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* en manos del principal accionista, tanto en las empresas familiares como en las no familiares. De esta forma, la utilización por parte de los accionistas controladores de estructuras piramidales no parece afectar a la manipulación de los resultados contables en las empresas cotizadas españolas. Este resultado difiere del obtenido por Haw *et al.* quienes constatan un efecto negativo de la divergencia entre derechos de propiedad y control en la manipulación de los resultados contables. Una posible razón que explicara esta diferencia podría ser el hecho de que Haw *et al.* realizan un estudio de carácter internacional, donde están incluidos entornos institucionales donde se utilizan diferentes estructuras para separar derechos de voto y *cash flow*. Más concretamente, mientras en el este asiático (en su muestra incluyen un total de nueve países de esta área geográfica) es frecuente el uso del *cross-holding* (Claessens *et al.*, 2000), en el caso español dicha estructura contractual no es utilizada, siendo las pirámides la estructura a la que recurren las empresas españolas para separar derechos de propiedad y control.

Consecuentemente, se ha evidenciado que la manipulación contable ejercida en las empresas cotizadas españolas está determinada por los mecanismos de gobierno corporativo, y más concretamente, por la concentración de propiedad en manos de los accionistas controladores, si bien tal incidencia tiene distinto signo para las empresas familiares y empresas no familiares. Así pues, se ha constatado que los incentivos que crean las estructuras de

gobierno corporativo y que condicionan la calidad de la información contable divulgada difieren según la naturaleza del propietario controlador.

## 6. REFERENCIAS

ALI, A., CHEN T.Y, Y RADHAKRISHNAN, S. (2005): "Corporate disclosures by family firms", *Working Paper*, University of Texas at Dallas, USA.

ANDERSON, R. Y REEB, D.M. (2003): "Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500", *The Journal of Finance*, Vol . LVIII, nº 3, pp. 1301-1328.

ANDERSON, R. MANSI, S. Y REEB, D.M. (2003): "Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt", *Journal of Financial Economics*, nº 68, pp. 263-285.

ANDRÉS ALONSO, P.; AZOFRA PALENZUELA, V. Y RODRÍGUEZ SANZ, J.A. (2000): "Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual: un contraste empírico para el caso español", *Investigaciones Económicas*, Vol. 24, núm. 3, pp. 641-679.

AZOFRA, V., CASTRILLO, L. Y DELGADO, M. (2003): "Ownership concentration, debt financing y the investment opportunity set as determinants of accounting discretion: empirical evidence from Spain", *Spanish Journal of Finance y Accounting*, nº 115, Special Issue for the 26<sup>th</sup> Annual Congress of the European Accounting Association, pp. 215-255.

BEBCHUK, L.A. (1999): "A rent-protection theory of corporate ownership y control. *Working Paper*. National Bureau of Economic Research. WP 7203.

BEBCHUCK, L.A.; KRAAKMAN, R. Y TRIANTIS, G.G. (2000): "Stock Pyramids, cross-ownership, and dual class equity", Capítulo en *Concentrated Corporate Ownership*. Ed. Randall K. Mork. Chicago.

BERLE, A.A. Y MEANS, G.C. (1932): *The modern corporation y private property*. Editorial McMillan. New York.

BURKART, M.; PANUNZI, F. Y SHLEIFER, A. (2003): "Family firms". *The Journal of Finance*. Vol. LVIII. pp. 2167-2201.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S. Y LANG, L. (2000): "The separation of ownership y control in East Asian corporations". *Journal of Financial Economics*. Vol. 58. pp. 81-112.

CHRISTIE, A. A. (1990): "Aggregation of test statistics: an evaluation of the evidence on contracting and size hypotheses", *Journal of Accounting and Economics*, nº 12, pp. 15-36.

DEANGELO, H. Y DEANGELO, L. (2000): "Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate layout policy: a study of the Times Mirror Company", *Journal of Financial and Economics*, 56, p.: 153-207.

DECHOW, P.M., R.G. SLOAN, Y A.P. SWEENEY (1995): "Detecting earnings management". *The Accounting Review*, vol.70, 2, pp. 193-225.

DEMSETZ, H. (1983). "The structure of ownership y the theory of the firm". *Journal of Law y Economics*. Vol. 26. pp. 375-390.

DEMSETZ, H Y LEHN, K. (1985). "The structure of corporate ownership: causes y consequences". *Journal of Political Economy*. Vol. 93. pp. 1155-1177.

DENIS, D.J. Y DENIS, D.K. (1994). "Majority owner-managers y organizational efficiency". *Journal of Corporate Finance*. Vol. 1. pp. 91-118.

ELLUL, A., GUNTAY, L., Y LEL, U.(2005): "*External Governance and Debt Agency Costs of Family Firms, Working Paper*, University of Indiana, USA.

FACCIO, L Y LANG, L. (2002). "The ultimate ownership of Western European corporations". *Journal of Financial Economics*. Vol. 65. pp. 365-395.

FAMA, E.F. (1980). "Agency problems y the theory of the firm". *Journal of Political Economy*. Vol. 88. pp. 288-307.

FAMA, E.F. Y JENSEN, M.C. (1983). "Separation of ownership y control". *Journal of Law & Economics*. Vol. XXVI. pp. 301-325.

FAN, J.P.H. Y WONG, T.J. (2002): "Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, pp. 401-425.

GÓMEZ MEJÍA, L.R., NÚÑEZ NICKEL Y GUTIÉRREZ, I. (2001): "The Role of Family Ties in Agency Contracts", *Academy of Management Journal*, vol. 44, nº 1, pp. 81-95.

GONZÁLEZ RODRÍGUEZ, F. Y MENÉNDEZ REQUEJO, S. (1993): "Implicaciones de la estructura de propiedad sobre las decisiones financieras de la empresa", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, Vol 2, pp.89-98.

HAW, I., HU, B., HWANG, L. Y WU, W., (2004), 'Ultimate Ownership, Income Management, y Legal y Extra-Legal Institutions'. *Journal of Accounting Research*, nº 42, pp. 423-462.

HOLDERNESS, C.G. Y SHEEHAN, D.P. (1988). "The role of majority shareholders in publicly held corporations. An exploratory analysis". *Journal of Financial Economics*. Vol. 20. pp. 317-346.

HOLDERNESS, C.G.; KROSZNER, R.S. Y SHEEHAN, D.P. (1999). "Were the good old days that good? Changes in managerial stock ownership since the great depression". *The Journal of Finance*. Vol. LIV. pp. 435-469.

JAMES, H. (1999): "Ownership manager, extended horizons and the family firm", *International Journal of the Economics of Business*, 6, pp. 41-56.

JENSEN, M.C. Y MECKLING, W.H. (1976). "Theory of the firm: managerial behavior, agency cost y ownership structure". *Journal of Financial Economic*. Vol. 3. pp. 305-360.

JONES, J. (1991): "Earnings management during import relief investigations". *Journal of Accounting Research*, vol.29, 2, pp. 193-228.

KOTHARI, S. P., LEONE, A. J. Y WASLEY, C.E. (2005): "Performance matched discretionary accrual measures". *Journal of Accounting and Economics*, vol. 39, nº 1, pp. 163-197.

LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Y VISHNY, R. (1998). "Law y Finance". *Journal of Political Economy*. Vol. 106. pp. 1113-1155.

LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F. Y SHLEIFER, A. (1999). "Corporate ownership around the world". *The Journal of Finance*. Vol. LIV. pp. 471-517.

LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Y VISHNY, R. (2000): "Investor protection y corporate governance". *Journal of Financial Economics*, vol 58, nº 1-2, pp. 3-27.

LEUZ, C; NANDA, D. Y WYSOCKI, P (2003): "Earnings management y investor protection: an international comparison", *Journal of Financial Economics*, vol 27, pp. 505-527.

LÓPEZ ITURRIAGA, F.J. Y RODRÍGUEZ SANZ, J.A. (2001): "Ownership structure, corporate value and firm investment: A simultaneous equations analysis of Spanish companies", *Journal of Management and Governance*, Vol 15, pp. 179-204.

MORCK, R; SHLEIFER, A, Y VISHNY, W. (1988): "Management ownership and market valuation: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 292-315.

PEASNELL, K.V.; POPE, P.F. Y YOUNG, S. (2000): "Board monitoring y earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?", Working Paper, Lancaster University.

PEDERSEN, T. Y THOMSEN, S. (1999). "European patterns of corporate ownership". *Journal of International Business Studies*. Vol. 28. pp. 759-778.

SHLEIFER, A. Y VISHNY, R.W. (1986). "Large shareholders y corporate control". *Journal of Political Economy*. Vol. 94. pp. 461-488.

SHLEIFER, A. Y VISHNY, R.W. (1997): "A survey of corporate governance", *The Journal of Finance*, Vol LII, nº 2, pp. 737-783.

SHLEIFER, A. Y WOLFENZON, D. (2002). "Investor protection y equity markets". *Journal of Financial Economics*. Vol. 66, pp. 3-27.

THOMSEN, S. Y PEDERSEN, T. (2000): "Ownership structure y economic performance in the largest European companies". *Strategic Management Journal*. Vol. 21, pp. 689-705.

WHITE, H. (1980): "A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator y a direct test for heteroskedasticity". *Econometrica*, vol 48, pp. 817-838.

ZINGALES, L. (1994): "The value of the voting right: Study of the Milan stock exchange experience", *Review of Financial Studies*, Vol. 7, pp. 125-148.