

CALIDAD DEL RESULTADO Y PROPIEDAD INSTITUCIONAL (EARNINGS QUALITY AND INSTITUTIONAL OWNERSHIP)

M^a Victoria Ruiz Mallorquí, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

Jerónimo Pérez Alemán, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

Carolina Bona Sánchez, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

Domingo Javier Santana Martín, Las Palmas de Gran Canaria

RESUMEN

El trabajo analiza la relación entre la propiedad institucional y las prácticas de manipulación contable (*earnings management*) de las empresas no financieras cotizadas españolas en el periodo 1997-2003. Los resultados obtenidos ponen de manifiesto la existencia de una relación no lineal entre la propiedad institucional y la manipulación contable. Además, al considerar la incidencia en la manipulación del propietario institucional cuando éste es el principal accionista (propiedad institucional de control), se observa una asociación negativa con la manipulación contable, lo cual apoyaría la hipótesis de que los inversores institucionales mitigan con su presencia de control los conflictos de agencia en el seno de las empresas. Sin embargo, si son dos accionistas institucionales los principales propietarios (estructura de propiedad homogénea), se producen mayores devengos discrecionales en apoyo a la hipótesis de atrincheramiento.

PALABRAS CLAVE: derechos de voto, propiedad institucional, expropiación, estructuras de propiedad homogéneas.

ABSTRACT

The work analyzes the relationship between institutional ownership and the earnings management practices of listed Spanish non-financial firms between 1997 and 2003. The results provide clear evidence of a non-linear relationship between institutional ownership and earnings management. Moreover, an examination of the influence of the institutional owner as principal shareholder (institutional ownership of control) on earnings management reveals a negative relationship, which supports the hypothesis that the presence of institutional investors mitigates the agency conflicts in firms. However, if the two principal shareholders are institutional shareholders (homogeneous ownership structure), there are higher discretionary accruals, in support of the entrenchment hypothesis.

KEY WORDS: voting rights, institutional ownership, expropriation, homogeneous ownership structures.

1.- INTRODUCCIÓN

En el estudio de la incidencia de la estructura de propiedad en distintos aspectos de la empresa, cada vez ha adquirido más relevancia, en especial en presencia de estructuras de propiedad concentradas, como ocurre en el caso de las empresas españolas, la naturaleza del principal accionista (familia, instituciones, Estado, etc.) y cómo la misma influye en los conflictos de agencia entre los accionistas mayoritarios y minoritarios de las empresas. Entre dichos accionistas significativos destacan en Europa Continental, y en España en particular los inversores institucionales (Faccio y Lang, 2002).

El efecto de la presencia de los inversores institucionales en distintos aspectos de las empresas ha sido objeto de numerosos estudios (*e.g.*, Duggal y Millar, 1999; Crutchley, Jensen, Jahera y Raimond, 1999; Dahlquist y Robertsson, (2001); Short, Zhang y Keasey, 2002; Davis, 2002). En concreto, en lo referente al papel que estos inversores pueden jugar como mecanismo de gobierno corporativo, se plantean dos grandes hipótesis, especialmente cuando estos inversores poseen paquetes significativos de acciones: o bien los inversores institucionales con participaciones importantes en las empresas pueden ejercer un control sobre las mismas que conduzca a una mitigación de los conflictos existentes (hipótesis de alineamiento), o por el contrario, dicho poder les lleva a la extracción de rentas a expensas del resto de accionistas, obteniendo beneficios privados como consecuencia de su papel como accionista mayoritario de las empresas (hipótesis de expropiación).

En este contexto, el objetivo del presente estudio es analizar la posible relación existente entre la propiedad institucional de las empresas cotizadas españolas y la manipulación contable. En este sentido, la manipulación del resultado contable puede ser definida como la alteración de la *performance* divulgada por parte de los directivos de las empresas con el fin de confundir a los accionistas y a otros agentes económicos con intereses en la empresa o con la intención de influenciar sobre los contratos que están basados en la información contable (Healy y Wahlen, 1999).

Más concretamente, el trabajo se centra en primer lugar, siguiendo la línea de otros estudios (*e.g.*, Chung, Firth y Kim, 2002; Koh, 2003; Han, 2004; Hsu y Koh, 2005), en analizar si efectivamente en el caso español la influencia de la propiedad institucional depende del nivel de participación que los inversores institucionales tengan en las mismas, en función del horizonte de inversión (a corto o a largo plazo) que se presupone pueden tener estos inversores al invertir en las empresas. En segundo lugar, tratamos de determinar si la existencia de inversores institucionales como accionistas de control de las empresas cotizadas españolas incide sobre la calidad de la cifra de resultados divulgada. Concretamente, se trata de analizar si dichos inversores institucionales, cuando poseen el control de la empresa, actúan mitigando los posibles conflictos de agencia existentes en el seno de las mismas, lo que conllevaría un control de la actuación de los directivos tratando de mitigar el uso de prácticas de manipulación contable, o si por el contrario ejercen su poder para expropiar a los minoritarios, manipulando los resultados contables para no reflejar las verdaderas consecuencias de sus actuaciones (*e.g.*, Leuz, Nanda, Wisocky, 2003; Azofra, Castrillo y Delgado, 2003). Dentro de esta misma línea de argumentación, el estudio también analiza la incidencia de la presencia de estructuras de propiedad homogénea, que considera que los dos primeros accionistas en el control son institucionales, sobre la existencia de manipulación contable, con el objetivo de observar si dichas estructuras pueden producir una mayor expropiación derivada del mayor control que pueden ejercer conjuntamente los dos accionistas con intereses comunes (Gomes y Novaes, 1999; Casasola y Tribó, 2003).

La presente investigación es pionera en nuestro país en el análisis de la relación entre propiedad institucional y manipulación contable¹. Además, nuestro trabajo difiere de los existentes en la literatura precedente en otros países, fundamentalmente por la utilización de una variable más completa para la medición de la concentración de propiedad (derechos de voto), ya que no sólo consideramos, como Azofra *et al.* (2003) el primer nivel de la cadena de control de las empresas analizadas, ni culminamos la cadena de control, como Haw *et al.* (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.

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, y en concreto la incidencia de la propiedad institucional. Posteriormente, en el tercer apartado describimos los aspectos metodológicos que configuran el estudio empírico. Los resultados alcanzados se muestran en el cuarto apartado, en el que se incluye el análisis de robustez de los mismos. Por último, exponemos las principales conclusiones del trabajo.

2. ARGUMENTOS TEÓRICOS

2.1. Propiedad institucional y manipulación contable

La revisión de la literatura efectuada con relación a la influencia de la propiedad institucional en la manipulación contable en las empresas, pone de manifiesto la existencia de dos posturas contrapuestas en cuanto al papel general de los inversores institucionales en las mismas (*e.g.*, Jiambalvo *et al.* 2002, Koh, 2003, Han, 2004). Por un lado, algunos autores (*e.g.*, Bhide, 1993; Porter, 1992) defienden que la propiedad fragmentada que suelen tener estos inversores institucionales y la frecuencia de la negociación de sus inversiones, hace que no se comprometan activamente en el gobierno corporativo de las empresas que forman parte de sus carteras. Por otro lado, autores como Bushee (1998) y El-Gazzar (1998) afirman que los inversores institucionales sí juegan un papel activo en el control de la discrecionalidad directiva y mejoran la eficiencia de la información en los mercados de capitales, siendo inversores sofisticados con ventajas para adquirir y procesar información (Jiambalvo *et al.*, 2002).

De esta forma, la primera perspectiva hace referencia a una visión de los inversores institucionales cortoplacista, esto es, inversores transitorios en las empresas que no tienen incentivos para incurrir en los costes de control que supone tomar parte del gobierno corporativo de las mismas. Este tipo de inversores institucionales suelen exhibir una preferencia por las ganancias a corto plazo que podría crear incentivos para la realización de actividades encaminadas a la manipulación contable. La segunda visión presentaría a los inversores institucionales como agentes con una visión más a largo plazo. Desde esta perspectiva, los inversores institucionales sí tendrían incentivos para tratar de obtener unos mejores resultados a largo plazo, teniendo por tanto, menores incentivos para llevar a cabo prácticas de manipulación contable. En este sentido, el trabajo de Bushee (1998) encuentra evidencia de que la presencia de inversores institucionales les permite controlar y disciplinar a los directivos, asegurándose que éstos eligen niveles de gastos en investigación y desarrollo tendentes a maximizar el valor a

¹ Azofra *et al.* (2003) utilizan la naturaleza institucional para controlar su incidencia sobre la manipulación contable, si bien consideran la propiedad institucional cuando identifican como institución a quien tiene el mayor número de acciones en el primer eslabón de propiedad. Estos autores no plantean además ninguna hipótesis concreta en relación al efecto de la propiedad institucional en la manipulación contable.

largo plazo, en vez de centrarse en las ganancias a corto plazo. Por su parte Chung *et al.* (2002) muestran como los inversores institucionales con importantes paquetes accionariales inhiben a los directivos de la utilización de devengos discrecionales como forma de manipulación contable. Sin embargo, Han (2004), no encuentra evidencia de que los inversores institucionales con mayores paquetes de acciones mejoren la calidad de los resultados frente a aquellos inversores institucionales con una horizonte de inversión a más corto plazo.

Distintos autores (*e.g.*, Chung *et al.*, 2002; Koh, 2003; Han, 2004; Hsu y Koh, 2005), han propuesto que esas dos visiones del papel de los inversores institucionales en las empresas pueden aproximarse considerando el nivel de participación de dichos accionistas en las mismas. En concreto, niveles bajos de participación se asimilaría a inversores transitorios o con visión a corto plazo, mientras que cuando el nivel de participación aumenta, el inversor institucional se asimilaría a un inversor más comprometido con la empresa, y por lo tanto, involucrado en la resolución de los conflictos que en ella se pueden plantear. Debido a lo anteriormente expuesto, algunos autores plantean la existencia de una asociación no lineal entre dicha propiedad institucional y los devengos discrecionales como forma de la citada manipulación contable (*e.g.*, Koh 2003; Hsu y Koh, 2005). De esta forma, para niveles bajos de participación se muestra una relación positiva entre la propiedad institucional y los devengos discrecionales, debido a que la visión cortoplacista y la preferencia por las ganancias a corto plazo crearía incentivos a los directivos para la manipulación contable. Sin embargo, para mayores niveles de participación institucional, la relación con los devengos discrecionales sería negativa, ya que en este caso los directivos se verían desincentivados a efectuar dicha manipulación contable, debido a la presión de los inversores institucionales para centrarse en el largo plazo. Por tanto, los resultados de estos trabajos ponen de manifiesto que la propiedad institucional puede actuar como un mecanismo de gobierno corporativo que incide en la manipulación contable en función del nivel de participación.

Estos planteamientos teóricos presentados nos llevan a la formulación de la primera hipótesis de nuestro estudio, en el sentido de que es posible proponer la existencia de una asociación entre la propiedad institucional de las empresas y la manipulación contable, si bien el sentido de la misma puede depender del nivel de propiedad que ostenten dichos inversores institucionales:

H.1. Los derechos de voto de inversores institucionales en las empresas incide en la manipulación contable, esperándose que dicha relación sea no lineal.

2.2. Control institucional y manipulación contable

La problemática derivada de la estructura de propiedad de las sociedades modernas encuentra su primer referente en el trabajo de Berle y Means (1932), los cuales afirmaron que la dispersión de las acciones de la empresa en multitud de pequeños inversores había creado una separación entre propiedad y dirección, dando lugar a que el accionista individual tuviese escasos incentivos para controlar a los directivos y asegurarse que, conjuntamente con el consejo de administración, tomen las decisiones estratégicas según sus intereses. Con posterioridad, y en base a estos planteamientos, se ha desarrollado una amplia literatura que ha abordado los problemas derivados de la estructura de propiedad y el gobierno de las empresas, teniendo especial relevancia la aplicación de los postulados de la teoría de la agencia al estudio de los posibles conflictos de intereses entre accionistas y directivos derivados de la separación entre propiedad y control (Jensen y Meckling, 1976; Grossman y Hart, 1980; Fama y Jensen, 1983).

Sin embargo, los problemas causados por la separación entre propiedad y control en el seno de las empresas no sólo surgen cuando el accionariado se encuentra disperso en multitud de pequeños accionistas, sino de igual forma ante la presencia de concentración de la propiedad, como ocurre en los países de ley civil, entre los que se encuentra España (La Porta, López de Silanes y Shleifer, 1999), de modo que el conflicto de agencia se traslada a la divergencia de intereses entre los accionistas mayoritarios y minoritarios, al existir una amenaza de expropiación de la riqueza por parte de los primeros sobre los segundos (Shleifer y Vishny, 1997).

En relación con la estructura de propiedad como mecanismo de gobierno corporativo, cada vez adquiere mayor importancia, especialmente en presencia de propiedad concentrada, la naturaleza del principal accionista (*e.g.*, Galve y Salas, 1993; La Porta, López de Silanes y Shleifer 1999; Thomsen y Pedersen 2000) . En el caso concreto de inversores institucionales como principales accionistas de las empresas, son diversos los trabajos que han analizado hasta qué punto pueden ejercer un control sobre las mismas que conduzca a una mitigación de los conflictos existentes (*e.g.*, McConnell y Servaes, 1990; Thomsen y Pedersen 2000) o por el contrario, que dicho poder les lleve a la extracción de rentas a expensas del resto de accionistas (*e.g.*, Duggal y Millar 1999; Faccio y Lasfer 2000).

Los argumentos anteriormente comentados para los inversores institucionales en general, son igualmente válidos para los bancos como caso concreto de este tipo de accionistas, en el sentido de si los mismos actúan como un mecanismo supervisor dentro de las empresas, o si contrariamente a esta suposición, la banca persigue objetivos propios mediante su participación en las mismas, no coincidentes con los del resto de inversores (*e.g.*, Benston 1994; Canals 1995). En lo referente a la persecución de objetivos propios numerosos autores han puesto de manifiesto la posibilidad de que el banco expropie a la empresa buscando sus propios intereses, en forma fundamentalmente de mayor negocio bancario, ya sea generado por la empresa participada como por otras empresas del sector (*e.g.* Schneider-Lenne, 1992; Walter, 1997; Ochoa, 1997; Boyd, Chang y Smith, 1998; Zoido, 1998; Cuervo-Cazurra, 1999; Fernández, 2001). A nivel empírico, los numerosos estudios realizados para analizar el efecto beneficioso o perjudicial de la presencia de entidades bancarias como accionistas de las empresas evidencian una falta de consenso, de tal forma que en unos casos se revela que las entidades bancarias ejercen su poder para extraer beneficios privados de las empresas en las que participan (*e.g.*, Morck *et al.*, 1998; Weinstein y Yafeh, 1998; Cuervo-Cazurra, 1999), mientras que en otros se manifiesta la capacidad de las entidades bancarias para actuar como supervisores y mitigar los conflictos de agencia existentes en el seno de las empresas (*e.g.*, Cable, 1985; Zoido, 1998; Gorton y Schmid, 2000).

En relación en concreto con las prácticas de manipulación contable, 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, en aras de ocultar los beneficios privados que puedan obtener. Tales actuaciones expropiatorias, derivadas del atrincheramiento de los accionistas controladores, podrían conducir, además, a que los informes no reflejen las verdaderas consecuencias económicas de las operaciones realizadas (*e.g.*, Leuz, Nanda y Wisocky, 2003; Azofra *et al.*, 2003).

Por todo lo expuesto con anterioridad, nos planteamos como segundo objetivo de nuestro estudio, analizar la relación entre propiedad institucional y manipulación contable en el caso de empresas en las que el propietario institucional sea el accionista de control, de tal forma que se formula la siguiente hipótesis:

H.2. El nivel de derechos de voto del principal accionista cuando es institucional incide en la manipulación contable.

H.2.a. El nivel de derechos de voto del principal accionista cuando es institucional incide negativamente en la manipulación contable.

H.2.b. El nivel de derechos de voto del principal accionista cuando es institucional esa incide positivamente en la manipulación contable.

De otra parte, recientemente han surgido en la literatura relacionada con la presencia de grandes accionistas en las empresas, han surgido una serie de trabajos que hacen hincapié en la posibilidad de que estructuras formadas por varios accionistas significativos puedan mitigar o acentuar una posible expropiación de los minoritarios (e.g., Gómes y Novaes, 1999; Bennedsen y Wolfenson, 2000; Casasola y Tribó, 2003). En este sentido, se apunta que cuando en las empresas aparecen varios accionistas importantes, la naturaleza homogénea o heterogénea de los mismos incide en el grado de extracción de beneficios privados. En el caso concreto de inversores institucionales, y en particular en el caso de las entidades de crédito, estos últimos autores afirman que cuando varias entidades de crédito son los mayores accionistas de una empresa, existe una mayor probabilidad de que se produzca una expropiación de los minoritarios, basándose los beneficios privados que pueden obtener las primeras en un mayor negocio inducido en condiciones ventajosas. En línea con este argumento los resultados de su trabajo, para una muestra de empresas españolas en el periodo 1996-1999, manifiestan que las estructuras homogéneas de dos entidades de crédito son significativamente menos rentables que estructuras heterogéneas donde el segundo accionista es bancario, lo cual permite detectar la existencia de un efecto expropiador ligado a las estructuras homogéneas.

En base a estos planteamientos, planteamos la siguiente hipótesis para su posterior contrastación empírica:

H.3. La existencia de una estructura de propiedad homogénea en la que los dos accionistas mayoritarios sean de naturaleza institucional incide positivamente en la manipulación contable.

3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

3.1. Definición de las cadenas de control

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 ciento².

² 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.

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 Jones³ (1991) y modificado posteriormente por Dechow, Sloan y Sweeney (1995), en su versión de corte transversal⁴.

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 .

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

ε_{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:

³ 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.

⁴ Una descripción detallada de la metodología utilizada en este trabajo puede solicitarse a jperez@defc.ulpgc.es

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

Siendo:

ΔD : 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 reportada⁵) fue recopilada a partir de las cuentas anuales de estas empresas.

Dado que de acuerdo con la literatura previa se exige disponer de un mínimo de 6 observaciones por sector y año, se procede a la eliminación de las observaciones correspondientes al año 1997 del sector de telecomunicaciones y nuevo mercado. De esta manera, la muestra final queda configurada por un total de 625 observaciones empresa-año, correspondientes a 102 empresas no financieras cotizadas entre 1997 y 2003. Para tales empresas se realizan seis regresiones (una por sector) para cada uno de los años diferenciados, con el fin de obtener los parámetros requeridos para la obtención de los ajustes por devengo discrecionales siguiendo la metodología enunciada anteriormente.

3.4. Definición de variables

Variables explicativas

En relación con las variables relativas a propiedad institucional, se ha incluido en primer lugar, para la contrastación de la primera hipótesis, la variable $PINST_i$, la cual recoge el nivel de propiedad institucional de cada empresa i en el año t . En segundo lugar, se ha construido la variable $PINSTCONT_i$, para contrastar la segunda hipótesis, la cual recoge el nivel de derechos de voto que posee el inversor institucional cuando es el principal accionista de la empresa i y dicha propiedad supera el 10% de los derechos de voto. Ambas variables han sido obtenidas a través de la aplicación de la metodología de cadenas de control explicada anteriormente. Así mismo, con el objeto de contrastar la incidencia de la existencia de estructuras de propiedad homogéneas en

⁵ 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.

la manipulación contable (hipótesis 3), se define la variable $HOMOG_i$. Esta variable dicotómica, adopta un valor igual a uno cuando los dos principales accionistas de la empresa i son institucionales, y cero en otro caso.

VARIABLES DE CONTROL

La propiedad institucional no es el único determinante de la manipulación contable, y por ello es necesario controlar otra serie de factores. De este modo, incluimos la variable $SIZE_i$, para controlar la posible asociación negativa entre el tamaño de la empresa y los devengos discrecionales (e.g., Christie, 1990; Peasnell, Pope y Young, 2000; Chung, Firth y Kim, 2002; Koh 2003, Park y Shin, 2004; Hsu y Koh, 2005). Dicha variable se ha medido a través del logaritmo de los ingresos de explotación al principio del año t . Por otro lado, se incluye la variable LEV_i , que mide el nivel de endeudamiento de la empresa i en el año t , obtenido a partir de la relación entre el valor contable de la deuda financiera y el total de activos al principio del año t , para la cual se espera una relación positiva con la manipulación contable⁶ (Peasnell *et al.*, 2000; Azofra *et al.*, 2003; Park y Shin, 2004).

Por su parte, el efecto del *performance* de la empresa en la manipulación contable (Kothari, Leone y Wasley, 2005) es analizado, en primer lugar, 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 de la empresa i en el año t y el activo total neto a principio del año t . Además, se introduce la variable CFO_i , que representa el *cash-flow* operativo deflactado de la empresa y por tanto la posición de liquidez de la empresa i en el año t . En este sentido, se espera una asociación negativa de esta variable con la manipulación contable (Chung, Firth y Kim, 2002). Por último, se considera el ratio precio-valor contable ($PRVC_i$), ya que estudios precedentes consideran esta variable como una medida del riesgo y las empresas más arriesgadas poseen mayores incentivos para ejercer una discrecionalidad en la contabilidad debido a la mayor variabilidad de los resultados (Han, 2004).

Así mismo, se introduce como variable de control la antigüedad en su cargo del presidente del consejo de administración de la empresa i en el año t ($ANTIG_i$), ya que es de esperar que a medida que el presidente lleva más años en su cargo, acumule más poder y se produzcan conflictos de intereses, que lleven a una reducción del nivel de vigilancia, y por tanto a una mayor manipulación contable (Davidson, Goodwin-Stewart y Kent, 2005). Por último se introduce la edad de cada empresa i ($EDAD_i$) y la misma variable de forma cuadrática, ya que de esta forma se recoge con dicha variable el conocimiento que se tiene sobre las actividades de la empresa que pueden posibilitar una manipulación de los resultados.

Los estadísticos descriptivos, así como la matriz de correlaciones de las variables consideradas se muestran en la tabla 3. En dicha tabla se observa que tanto la media como la mediana del valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales están próximos a cero. En relación con la variable relativa a propiedad institucional se refleja cómo el porcentaje medio de participación en los derechos de voto de este tipo de inversores en las empresas de la muestra se sitúa en el 13.16%. Además, se puede apreciar cómo 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. Así mismo, en la tabla 3 se recogen los porcentajes en cada uno de los años de empresas de la muestra controladas por inversores institucionales. Como puede apreciarse, dichos porcentajes oscilan entre el 18% en el año 1998 y el 29% en el año 2001.

⁶ El ratio de endeudamiento se considera una *proxy* de la cercanía al incumplimiento de los contratos de deuda por parte de las empresas (Mitra, 2003)

Tabla 3. Estadísticos descriptivos y matriz de correlaciones

Estadísticos descriptivos									
	Ab (DD)	PIInst	Size	Lev	Roa	Cfo	Market	Antig	Edad
Media	0.066	13.16	12.818	0.659	0.071	0.089	0.728	10.711	41.74
Mediana	0.038	8.07	12.684	0.571	0.062	0.082	0.583	7	35
Desviación	0.135	15.48	1.896	0.548	0.099	0.140	0.641	9.939	26.188
Mínimo	0.00002	0	3.611	0.035	-0.571	-1.192	-1.422	1	1
Máximo	2.259	71.28	17.601	8.258	0.502	0.922	5.573	47	103
Matriz de Correlaciones									
	Ab (DD)	PIInst	Size	Lev	Roa	Cfo	Market	Antig	Edad
Ab (DD)	1								
PIInst	0.126	1							
Size	-0.195	0.136	1						
Lev	0.216	0.068	0.132	1					
Roa	0.032	0.072	0.031	0.211	1				
Cfo	0.084	-0.034	0.092	0.144	0.417	1			
Market	-0.025	-0.042	-0.179	-0.118	-0.212	-0.213	1		
Antig	-0.002	-0.091	-0.065	-0.023	0.033	-0.008	0.065	1	
Edad	-0.059	0.185	0.229	0.077	-0.055	-0.114	-0.003	0.084	1
Porcentaje de empresas controladas por inversores institucionales									
			1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
			22,6	18,2	20,4	24,5	29,6	25,5	20,2

Definición de variables: $Ab(DD)$, valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales. $PIInst_i$, porcentaje de propiedad institucional 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 . CFO_i , *cash flow* operativo anual deflactado. $Market_i$, ratio precio-valor contable de la empresa i en el año t . $Antig_i$, antigüedad del presidente del consejo de administración de la empresa i en el año t . $Edad_i$, antigüedad de la empresa i en el 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

4.1. Propiedad institucional y manipulación contable

El estudio que permite determinar la incidencia del nivel de propiedad institucional en la manipulación de los resultados contables, tal y como se recoge en la primera hipótesis planteada, se realiza través de la especificación del siguiente modelo de regresión:

$$Ab(DD) = \alpha_0 + \beta_1 PIInst + \beta_2 PIInst^2 + \beta_3 Size + \beta_4 Lev + \beta_5 Roa + \beta_6 Cfo + \beta_7 Market + \beta_8 Antig + \beta_9 Edad + \beta_{10} Edad^2 + \mu \quad (Ec. 4)$$

Los resultados del modelo recogido en la Ec.4 se presentan como modelo 1 en la tabla 4 utilizando un *pool* formado por 543 observaciones empresa-año. Como puede observarse, se encuentra una asociación no lineal significativa entre la existencia de propiedad institucional en las empresas y la manipulación contable, tal y como se planteaba en la hipótesis H1. Dicha asociación presenta un signo negativo para niveles bajos de propiedad institucional (en concreto, el mínimo se sitúa en un porcentaje de participación del 14,53%), para posteriormente volverse positiva la relación en niveles superiores de este tipo de propiedad. Es decir, cuando la propiedad institucional en las empresas se encuentra en niveles bajos se produciría una menor manipulación contable, mientras que al incrementarse la presencia institucional también se incrementarían los devengos discrecionales.

La contrastación de la segunda hipótesis se realiza a través del modelo especificado en la ecuación 5, en el que se considera el porcentaje de derechos de voto de los inversores institucionales de control de las empresas de la muestra.

$$Ab(DD) = \alpha_0 + \beta_1 PInstCont + \beta_2 Size + \beta_3 Lev + \beta_4 Roa + \beta_5 Cfo + \beta_6 Market + \beta_7 Antig + \beta_8 Edad + \beta_9 Edad^2 + \mu \quad (Ec. 5)$$

Los resultados de este nuevo modelo se muestran en la tabla 4 como modelo 2, utilizando un *pool* formado por 133 observaciones empresa-año. Como puede observarse se obtiene que la relación entre la propiedad institucional de control y la manipulación contable medida a través de los devengos discrecionales es negativa y significativa, lo cual apoya la hipótesis H.2a. Estos resultados ponen de manifiesto que para el caso español la presencia de inversores institucionales de control, actuaría como un mecanismo mitigador de los conflictos de agencia existentes en las empresas, controlando la actuación de los directivos en relación con las prácticas de manipulación contable.

Por último, se presenta el modelo recogido en la ecuación 6, para contrastar la hipótesis relativa a la existencia de estructuras de propiedad homogéneas formadas por dos inversores institucionales como principales accionistas.

$$Ab(DD) = \alpha_0 + \beta_1 Homog + \beta_2 Size + \beta_3 Lev + \beta_4 Roa + \beta_5 Cfo + \beta_6 Market + \beta_7 Antig + \beta_8 Edad + \beta_9 Edad^2 + \mu \quad (Ec. 6)$$

Los resultados de este modelo se recogen en la tabla 4 como modelo 3, utilizando un *pool* formado por 543 observaciones empresa-año. Como se observa, se encuentra una asociación positiva entre la existencia de devengos discrecionales y la presencia de una estructura de propiedad homogénea formada por dos inversores mayoritarios institucionales. Así pues, la presencia de dos inversores con intereses similares como accionistas de control de la empresa provoca un efecto coalición, de tal forma que se produce una mayor manipulación contable, tal y como se había argumentado en la hipótesis H.3.

Tabla 4. Manipulación contable y propiedad institucional en las empresas cotizadas españolas. Modelo de Jones modificado

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
	Ec (4)	Ec (5)	Ec (6)
<i>PInst</i>	-0.00163** (-2.22)		
<i>PInst</i> ²	0.00006*** (3.94)		
<i>PInstCont</i>		-0.0015* (-1.68)	
<i>Homog</i>			0.0244** (2.00)
<i>Size</i>	-0.0127*** (-5.09)	-0.0294** (-3.53)	-0.0145*** (-5.81)
<i>Lev</i>	0.0461*** (5.22)	0.2315*** (6.41)	0.0525*** (5.88)
<i>Roa</i>	-0.0666 (-1.45)	-0.6238** (-2.69)	-0.0633 (-1.35)
<i>CFo</i>	0.0829** (2.22)	0.3680** (3.18)	0.0750** (1.98)
<i>Market</i>	-0.0063 (-0.89)	-0.0076 (-1.17)	-0.0050 (-0.70)
<i>Antig</i>	0.00001 (-0.03)	0.0038* (1.65)	0.00004 (0.10)
<i>Edad</i>	-0.0005 (-0.90)	0.0030 (1.18)	-0.0003 (-0.53)
<i>Edad</i> ²	3.97E-06 (0.65)	-0.00003 (-1.44)	2.42E-06 (0.41)

<i>Constante</i>	0.2116*** (6.03)	0.3159** (2.54)	0.2216*** (6.22)
R ² ajustado	13.94	32.76	9.85
F	9.78***	8.15***	7.64***
Nº observaciones	543	133	548

Definición de variables:

Ab (DD), valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales. *PInst_i* porcentaje de derechos de voto en manos del mayor propietario institucional de la empresa *i* en el año *t*. *PInstCont_i*, porcentaje de derechos de voto en manos del inversor institucional de control de la empresa *i*. *Homog_i*, variable *dummy* que toma el valor 1 si los dos mayores propietarios de la empresa *i* en el año *t* son institucionales, y cero en caso contrario. *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*. *CFo*, cash flor operativo anual deflactado. *Propiedad*, propiedad directiva en la empresa *i* en el año *t*. *Market_i*, ratio precio-valor contable la empresa *i* en el año *t*. *Antig*, antigüedad del presidente del consejo de administración de la empresa *i* en el año *t*. *Edad_i*, antigüedad de la empresa *i* en el año *t*.

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

4.2. Robustez

En aras de comprobar la robustez de los resultados comentados, se han contrastado en primer lugar los modelos anteriores incluyendo variables relativas a cada uno de los años analizados en el estudio (resultados no reportados⁷), observándose que los mismos no modifican las conclusiones efectuadas anteriormente. Por otro lado, el modelo 2 se ha especificado para toda la muestra, definiendo una variable dicotómica que toma el valor uno cuando el principal accionista es un inversor institucional y su participación en los derechos de voto es superior al 10%. Los resultados de dicha regresión no cambian de manera cualitativa las conclusiones alcanzadas⁸, ya que se observa una relación negativa entre la presencia de inversores institucionales de control medida a través de esta nueva variable y la manipulación contable.

4.3. Discusión de resultados

Los resultados alcanzados en esta investigación ponen de manifiesto, en primer lugar, la existencia de una relación no lineal entre la propiedad institucional de las empresas cotizadas españolas, medida a través de los derechos de voto, y la manipulación contable, apoyando lo argumentado en la hipótesis H.1. El sentido de dicha asociación no lineal difiere de los resultados empíricos obtenidos en distintos trabajos en el contexto de los mercados anglosajones (*e.g.*, Chung *et al.*, 2002; Koh, 2003; Han, 2004; Hsu y Koh, 2005), en los que la asociación entre propiedad institucional y manipulación contable se presume positiva para niveles inferiores de propiedad institucional y negativa en niveles superiores. Nuestros resultados, parecen mostrar que para el caso español, que a medida que se incrementa la propiedad institucional de las empresas se apoya la hipótesis de atrincheramiento por parte de los inversores institucionales.

La divergencia de los resultados obtenidos en nuestro estudio en relación con los resultados de trabajos precedentes, pueden ser debidos a dos cuestiones que consideramos relevantes: por un lado, en la presente investigación la propiedad institucional es medida a través de los derechos de voto que poseen los inversores institucionales, mientras que los trabajos anteriores no planteaban esta forma de medición de la propiedad institucional; por otro lado, las diferencias en el tipo de inversor institucional en la Europa Continental, y en concreto en el caso español, ya que la inversión institucional se encuentra fundamentalmente en manos de entidades bancarias, frente a la mayor implicación de los fondos de inversión y pensiones en los países del ámbito anglosajón en los que se han centrado los trabajos precedentes. De esta forma, en el caso de las entidades

⁷ Los resultados puede solicitarse a jperez@defc.ulpgc.es.

⁸ Los resultados de dichas regresiones pueden ser solicitados a los autores del trabajo.

bancarias, las motivaciones para estar presente en el accionariado de las empresas, pueden no estar exclusivamente vinculadas a la gestión de carteras (e.g., Schneider-Lenne, 1992; Fernández, 2001). Así mismo, como ya comentamos en el segundo apartado, no siempre se ha encontrado evidencia de que un mayor nivel de participación institucional estuviera relacionado con una menor manipulación contable (Han 2004).

De este modo, nuestros resultados pueden reflejar que ante participaciones reducidas en el capital de los inversores institucionales, los directivos pueden no estar interesados en manipular los resultados para evitar que dichos inversores salgan de las empresas. Mientras que si la participación de las instituciones es mayor, lo normal es que se involucren en la dirección y ellos mismos ejerzan el control para obtener beneficios privados, que conlleva una mayor manipulación de los resultados contables.

En relación a la segunda hipótesis planteada en nuestro estudio, esto es, la incidencia en la manipulación contable de la presencia de accionistas institucionales de control, se encuentra apoyo para una asociación negativa entre ambas variables, en consonancia con lo planteado en la hipótesis H.2. En este sentido, se puede entender que la presencia de una institución como principal accionista conlleve un mayor control de las actuaciones directivas, y en concreto de la calidad de la información contable ofrecida por la empresa. Estos resultados se suman a las evidencias encontradas en los trabajos de Bushee (1998), Bange y De Bondt (1998) y Chung *et al.* (2002).

Por último, con relación a la incidencia de la existencia de estructuras de propiedad homogéneas formadas por dos accionistas institucionales mayoritarios en la manipulación contable, obtenemos que la relación con la misma es positiva, en apoyo a la hipótesis H3. Nuestros resultados coincidirían con los obtenidos por Casasola y Tribó (2003), en el sentido, de que las estructuras homogéneas formadas por dos inversores institucionales provocarían un efecto expropiador frente a los accionistas minoritarios, al prevalecer el efecto coalición, es decir los intereses comunes de los dos accionistas mayoritarios.

5. CONCLUSIONES

Si bien es cierto que ciertas diferencias en la calidad de la información contable suministrada por la unidad económica podrían venir condicionadas por determinados mecanismos de gobierno externos tales como los mercados de capitales o el sistema legal o político, aún persisten algunas diferencias en los referidos atributos que no pueden ser justificadas tomando como referencia las circunstancias anteriores. En este contexto, el presente trabajo analiza la incidencia de la propiedad institucional como mecanismo de gobierno interno en la calidad de los resultados contables. Más concretamente, se centra en la gestión del resultado como dimensión de calidad, el trabajo proporciona evidencia de la existencia de una asociación no lineal y significativa entre la propiedad institucional y las prácticas de manipulación contable. Así, mientras para niveles bajos de propiedad institucional la relación con las prácticas gestión del resultado es negativa, la citada asociación se vuelve positiva al incrementarse la presencia institucional. Frente a ello, si se considera únicamente la propiedad institucional de control, es decir la propiedad institucional cuando el principal accionista es un inversor institucional, la relación entre ambas magnitudes se vuelve negativa, poniendo de manifiesto el papel que los citados inversores institucionales de control desempeñan como inhibidores de las prácticas de manipulación contable. Finalmente, el trabajo proporciona evidencia de la existencia de un efecto coalición ante la presencia de estructuras de

propiedad institucional homogéneas, que conlleva un incremento de la tendencia a la expropiación por parte de los inversores institucionales.

Así pues, los resultados que se alcanzan en el presente trabajo proporcionan evidencia de que las diferencias en las estructuras de gobierno internas dan lugar a diferencias en la calidad de la información contable suministrada. El trabajo plantea implicaciones políticas de cara al proceso de armonización contable actualmente en fase de implementación en diferentes países europeos, proporcionando evidencia de que a pesar de la existencia de un proceso de transición progresiva y paulatina del modelo contable español hacia el modelo del International Accounting Standard Board (IASB), la calidad de los informes financieros no sólo viene influenciada por la normas que resultan de aplicación, sino también por la actuación de los directivos en la aplicación de tales normas. Prueba de ello constituye el presente trabajo que evidencia que la presencia institucional en la estructura de propiedad de las empresas cotizadas españolas es susceptible de generar determinados incentivos capaces de dirigir la actuación directiva en relación a la política elegida por la empresa para la divulgación de información contable corporativa.

6. BIBLIOGRAFÍA

- 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 26th Annual Congress of the European Accounting Association, págs. 215-255.
- BANGE M.M. Y DE BONDT, W (1998). "R&D budgets and corporate earnings targets". *Journal of Corporate Finance*, vol 4, págs. 153-184.
- BARTOV, E., GUL, F.A., Y TSUI J.S.L. (2000): "Discretionary accrual models y audit qualifications". *Journal of Accounting y Economics*, vol.30, 3, págs. 421-453.
- BENNEDSEN, M. Y WOLFENSON, D. (2000): "The balance of power in closely held corporations". *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp. 113-139.
- BENSTON, G.J. (1994): "Univesal Banking". *Journal of economic perspectives*, vol. 8, nº 3, pp. 121-143.
- BERLE, A.A. Y MEANS, G.C. (1932): *The modern corporation y private property*. Editorial McMillan. New York.
- BHIDE, A. (1993). "The hidden costs of Stock Market Liquidity". *Journal of Financial Economic*, vol.34, págs.31-51.
- BOYD J.H.; CHANG, CH. Y SMITH B.D. (1998): "Moral hazard under commercial and universal banking". *Journal of money, credit and banking*, vol. 30, nº 3, pp. 426-467.
- BUSHEE B.J.(1998): "The influence of institutional investors on Myopic RSD investment behavior". *The Accounting Review*, vol. 73, nº 3, pags. 305-333.
- CABLE, J. (1985): "Capital Market information and industrial performance: The pole of west german banks". *The economic journal*, vol. 45, pp. 118-132.

- CANALS, J. (1996): *Bancos universales y diversificación empresarial*, Ed. Alianza, Madrid.
- CASASOLA, M.J. Y TRIBÓ, J.A. (2003): “La participación bancaria en estructuras de propiedad con grandes actas”. *XIII Congreso de ACEDE*, Salamanca, Septiembre.
- CHUNG, R., FIRTH M. Y KIM J-B (2002). “Institutional monitoring and opportunistic earnings management”. *Journal of Corporate Finance*, vol 8, pags. 29-48.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. Y LANG, L. (2002): “Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings”. *The Journal of Finance*, vol. LVII, nº 6, págs. 2741-2771.
- 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, págs. 15-36.
- CRUTCHLEY, C.E., JENSEN, M.R.H., JAHERA, J.S JR. Y RAYMOND, J.E. (1999). “Agency problems and the simultaneity of financial decision making. The role of institutional ownership”. *International Review of Financial Analysis*, vol. 8, nº 2, págs.177-197.
- CUERVO, A. (2002): “Corporate governance mechanisms: a plea for less code of god governance and more market control”. *Corporate Governance*, vol. 10, nº 2, pp. 84-93.
- CUERVO-CAZURRA, A. (1999): “Grandes actas y beneficios privados: El caso de los bancos como actas de empresas no financieras”. *Investigaciones europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 5, nº 1, pp.21-44.
- DAHLQUIST M. Y ROBERTSSON, G. (2001).”Direct foreign ownership, institutional investors and firm characteristics”. *Journal of Financial Economics*, vol. 59, págs. 413-440.
- Davidson, R., Goodwin-Stewart, J. y Kent, P. (2005).”Internal governance structures and earnings management”. *Accounting and Finance*, vol 45, págs. 241-267.
- DAVIS, E.P. (2002):”Institutional investors, corporate governance and the performance of the corporate sector”. *Economis Systems*, vol. 26, págs. 203-229.
- DECHOW, P.M., SLOAN R.G., Y SWEENEY A.P. (1995): “Detecting earnings management”. *The Accounting Review*, vol.70, 2, págs. 193-225.
- DE MIGUEL, A.; PINDADO, J. Y DE LA TORRE, CH. (2002): “Ownership structure and firm value: new evidence from Spanish corporate governance system”. *X Foro de Finanzas*, Universidad Pablo de Olavide, Sevilla.
- DUGGAL, R. Y MILLAR, J. (1999): “Institutional ownership and firm performance. The case of bidder returns”. *Journal of corporate Finance*, vol. 5, pp. 103-117.
- EL-GAZZAR, S.M. (1998).”Predisclosure Information and Institucional Ownership: A Cross-Sectional Examination of Market Revaluation during Earnings Announcement Periods”. *The Accounting Review*, vol. 73, págs:119-129.
- FACCIO, L Y LANG, L. (2002). “The ultimate ownership of Western European corporations”. *Journal of Financial Economics*. Vol. 65. págs. 365-395.

FACCIO, M. Y LASFER, M.A. (2000): "Do occupational pension fund monitor companies in which they hold large stakes?". *Journal of Corporate Governance*, vol. 6, pp. 71-110.

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

FERNÁNDEZ, Z. (2001): "Las relaciones banca-industria: un tiempo para la revisión". *Economía Industrial*, nº 341, pp. 13-24.

GALVE, C. Y SALAS, V. (1993): "Propiedad y resultados de la gran empresa española". *Investigaciones económicas*, vol. XVII, nº2, pp. 207-238.

GAVER, J.J., GAVER, K., Y AUSTIN J. (1995): "Additional evidence on bonus plans y income management". *Journal of Accounting y Economics*, vol.19, 1, págs. 3-28.

GÓMES, A. Y NOVAES, W. (1999): "Multiple large shareholders in corporate governance". *The Rodney L. White Center for Financial Research*, Wharton School.

GORTON, G. Y SCHMID, F. (2000): "Universal banking and the performance of German firms". *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp. 29-30.

GROSSMAN, S. Y HART, O. (1980): "Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation". *Bell Journal of Economics*, vol. 11, pp. 42-64.

HAN S. (2004). "Ownership structura and Quality of Financial Reporting". Working Paper. University of Illinois.

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

HSU, G. Y KOH P-S (2005). "Does the presence of institutional investors influence accruals management? EVIDENCE FROM AUSTRALIA. *CORPORATE GOVERNANCE*, VOL. 13, Nº 6, PÁGS.809-823.

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. págs. 305-360.

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

KHAN, R., DHARWADKAR, R. Y BRANDES, P. (2005)."Institucional ownership and CEO compensation: a longitudinal examination". *Journal of Business Research*, vol.58, págs. 1078-1088.

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, págs. 163-197.

KOH, P-S (2003). "On the association between institutional ownership and aggressive corporate earnings management in Australia". *The british Accounting Review*, vol 35, págs. 105-128.

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

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

MC CONNELL, J.J. Y SERVAES, H. (1990): "Additional evidence on equity ownership and corporate value". *Journal of Financial Economics*, vol. 27, pp. 595-612.

MAYER, C. (1998): "Financial systems and corporate governance: a review of the international evidence". *Journal of institutional and theoretical economics*, vol. 154, n° 1, págs. 144-176.

MORCK, R.; SHLEIFER, A. Y VISHNY, R.W. (1988): "Management ownership and market valuation: an empirical analysis". *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 293-315.

OCHOA, J.L. (1997): "Las participaciones de entidades de depósito en la propiedad de empresas no financieras. Sus efectos sobre las empresas participadas. Un análisis empírico en España 1991-1995". *Tesis Doctoral*, Universidad de Deusto.

PARK, Y.W. Y SHIN H-H. (2004)."Board composition and earnings management in Canada".*Journal of Corporate Finance*, vo. 10, págs. 431-457.

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.

PORTER, M.E. (1992): "Capital disadvantage: Americas Falling.. capital investment system". *Harvard business Review*, Septiembre-Octubre, pp. 65-82.

SALAS, V. (1999):"El gobierno de la empresa". *Centre d'Economia Industrial*, Document d'Economia Industrial n° 11.

SCHNEIDER-LENNE, E.R. (1992)."Corporate Control in Germany".*Oxford Review of Economic Policy*, vol. 8, n° 3, págs.11-23.

SHLEIFER, A. Y VISHNY, R.W. (1997): "A survey of corporate governance", *The Journal of Finance*, Vol LII, n° 2, págs. 737-783.

SHORT, H., ZHANG, H., Y KEASEY (2002)."The link between dividend policy and institutional ownership".*Journal of Corporate Finance*, vol. 8, págs. 105-122.

STEINHERR, A. Y HUVENEERS, CH. (1994): "On the performance of differently regulated financial institutions: some empirical evidence". *Journal of Banking and Finance*, vol.18, págs. 271-306.

TEOH, S.H.; WELCH, I. Y WONG T.G.. (1998a): "Earnings management y the underperformance of seasoned equity offerings". *Journal of Financial Economics*, vol.50, 1, págs. 63-99.

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

WALTER, I. (1997): "Universal banking: a shareholder value perspective". *European Management Journal*, vol. 15, n° 4, pp. 344-360.

ZOIDO, E. (1998): "Un estudio de las participaciones accionariales de los bancos en las empresas españolas". *Tesina*, CEMFI, n° 9801.