

ESTRUCTURA DE PROPIEDAD Y CAPACIDAD INFORMATIVA DE LOS RESULTADOS CONTABLES EN ESPAÑA

Carolina Bona Sánchez
Jerónimo Pérez Alemán
Domingo Javier Santana Martín

ABSTRACT

This paper examines the relationship between the ownership structure of listed non-financial Spanish companies and the informativeness of their accounting earnings between 1996 and 2002. The contractual relationships of Spanish companies are set within a governance framework typical of a civil law country. Therefore, they fall under a legal system which, unlike that of Anglo-Saxon countries, provides less protection to outside investors. So, the governance structure is characterized by high concentration of voting rights in the hands of the controlling shareholders, the use of ownership structures that permit the separation of voting rights and cash flow rights, and a notable presence of families in the control of the decision making process. We document a negative relationship between the level of voting rights of the controlling shareholder and the credibility of accounting information. We also find that separation of voting from cash rights does not affect earnings informativeness in Spain.

KEYWORDS: voting rights, cash flow rights, informativeness.

1. INTRODUCCIÓN

El análisis de la incidencia de la estructura de propiedad en la capacidad informativa de los resultados contables ha sido abordado en entornos institucionales que difieren de manera significativa del contexto en el que se desarrollan las actividades corporativas en España. Así, Warfield, Wild y Wild (1995), muestran una incidencia positiva de la propiedad interna en la calidad de la información contable para una muestra de empresas americanas. Por su parte, en un entorno caracterizado por una mayor concentración de propiedad, Fan y Wong (2002) analizan la incidencia de la estructura de propiedad en la credibilidad de los resultados contables en el este asiático. Sus resultados reflejan una relación negativa entre concentración de los derechos de voto en manos del principal accionista y la capacidad informativa de los resultados contables. Además, encuentran que dicha relación negativa se acentúa ante la presencia de divergencia entre derechos de voto y *cash flow*.

Las relaciones contractuales de las empresas españolas se enmarcan en una estructura de gobierno propia de un país de ley civil, y por tanto, bajo un sistema legal que a diferencia de los que ocurre en los países anglosajones, proporciona una menor defensa de los inversores externos, y por ello una imagen de propiedad caracterizada por la existencia de una elevada concentración de los derechos de voto en manos de los accionistas controladores, la utilización significativa de estructuras de propiedad que permiten la separación entre derechos de voto y *cash flow*, y la presencia destacada de familias en el control del proceso de toma de decisiones. En este contexto, el

presente trabajo tiene como objetivo analizar la incidencia de la estructura de propiedad de las empresas cotizadas españolas en la capacidad informativa de sus resultados contables.

En línea con el estudio de Fan y Wong (2002), el análisis del efecto de la estructura de propiedad en la credibilidad de la información contable se basa en dos argumentos. El primero, el efecto atrincheramiento, derivado del conflicto entre propietarios mayoritarios y minoritarios, alude a la influencia que ejerce el accionista controlador sobre la información contable que suministra la empresa. El segundo, el efecto información, que predice una incidencia negativa de la concentración de propiedad en la credibilidad de la información de la empresa, ya que se considera la opacidad como una estrategia adecuada para evitar la transmisión de conocimiento relevante sobre las actividades productivas de la empresa a los competidores.

El resto del trabajo se estructura de la siguiente forma. En el segundo apartado se abordan los planteamientos teóricos que justifican la incidencia de la estructura de propiedad en la capacidad informativa de los resultados contables. Posteriormente, en el tercer apartado, se describen los aspectos metodológicos que configuran el estudio empírico. Los resultados alcanzados se muestran en el cuarto apartado. Por último, se exponen las principales conclusiones del trabajo.

2. ARGUMENTOS TEÓRICOS

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). Sin embargo, diversos estudios reflejan que en las grandes corporaciones de los países más desarrollados la presencia de estructuras de propiedad difusa no es tan general como predicen esos autores. Así, numerosos trabajos revelan 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; Holderness, Kroszner y Sheehan, 1999; La Porta, López-de-Silanes y Shleifer, 1999; Pedersen y Thomsen, 1999; Claessens, Djankov y Lang, 2000 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 vienen 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 empresas¹⁶⁶.

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,

¹⁶⁶ La Porta, López-de-Silanes, Shleifer y Vishny (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.

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, Djankov y Lang (2000) y Faccio y Lang (2002).

En este sentido, si bien es cierto que 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 se puede desconocer que este nuevo contexto desplaza el conflicto derivado de las relaciones contractuales que se definen en el marco corporativo. De esta forma, 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, el análisis de la incidencia de la estructura de propiedad sobre la capacidad informativa de los resultados contables, exige considerar la presencia de conflictos de agencia, tanto en estructuras de propiedad difusa como concentrada, que podrían derivar en actuaciones oportunistas por parte de quienes detentan el control del proceso de toma de decisiones, y por ello, de la elaboración y suministro de información contable, situaciones que podrían conducir a que los informes contables no reflejen las verdaderas consecuencias económicas de las operaciones realizadas.

Así, en un contexto de propiedad difusa la relación entre propiedad interna y la calidad de la información contable ha sido abordada por diferentes autores. Warfield et al (1995) muestran cómo la propiedad interna está positivamente relacionada con el poder explicativo de los resultados contables, ya que cuando los gestores poseen menor participación en el capital de la empresa, tienen mayores incentivos para incurrir en actuaciones no maximizadoras del valor. Por su parte, Yeo, Tan, Ho y Chen (2002) señalan que la capacidad informativa de los resultados no siempre se incrementa con el aumento de la propiedad interna, ya que si bien es cierto que esta última se relaciona de modo positivo con la capacidad informativa de los resultados contables para niveles bajos de propiedad, para niveles altos de propiedad interna, la relación entre ambas magnitudes se vuelve negativa.

Por su parte, Fan y Wong (2002), en un entorno de propiedad concentrada, analizan la incidencia de la concentración de propiedad sobre la capacidad informativa de los resultados contables a partir de dos argumentos que podrían explicar la relación entre ambos aspectos. En primer lugar, el *atrincheramiento*, basado en la influencia del accionista controlador sobre la información suministrada por la empresa al mercado. Para estos autores, el inversor externo prestará escasa atención a la información contable, ya que espera que los objetivos de la misma sigan, en mayor medida, los intereses particulares del propietario mayoritario, más que el auténtico reflejo de las consecuencias económicas de las transacciones efectuadas por la empresa. No obstante, como Fan y Wong argumentan, a partir de un nivel de concentración de propiedad podría surgir un efecto *alineamiento* que incida de forma positiva en la capacidad informativa de los resultados contables, al reducir los incentivos del propietario controlador a la apropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios.

Además, dichos autores consideran un segundo argumento, el efecto información, que se basa en limitar la transferencia de conocimiento específico sobre la gestión de la empresa a los competidores. En este sentido, accionistas mayoritarios y minoritarios estarán interesados en prestar al mercado la menor información contable relevante posible. Por tanto, el efecto información asociado a la concentración de propiedad afectará negativamente a la capacidad informativa de los resultados contables. Así, mientras los efectos atrincheramiento e información pueden reducir la capacidad informativa de los resultados contables, el efecto alineamiento puede

incrementar la credibilidad de los mismos. Por ello, serán los resultados empíricos los que determinen cuál de ellos domina en el caso de las empresas cotizadas españolas.

Por otro lado, Bebchuk, Kraakman y Triantis (2000) argumentan que la utilización de estructuras de propiedad 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 el sistema legal proporciona una menor defensa a 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).

La separación entre derechos de voto y cash flow puede agravar el efecto atrincheramiento propio de las estructuras de propiedad concentrada, ya que los agentes internos tienen mayores incentivos para adquirir beneficios privados en detrimento de la riqueza de los accionistas minoritarios. 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 una disminución de la capacidad informativa de la información contable ofrecida al mercado. Por tanto, los agentes internos tienen incentivos para 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).

Así, se trata de determinar en el contexto de las empresas cotizadas españolas si la divergencia entre derechos políticos y económicos incide sobre la capacidad informativa de los resultados contables. Más concretamente, contrastamos la siguiente hipótesis: la divergencia entre derechos de voto y cash flow incidirá negativamente en la credibilidad de la información contable.

3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

La determinación de la muestra parte de las 117 empresas no financieras que cotizaban en el mercado español a finales de 2002, 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 nueve empresas por no contar con al menos 3 observaciones en el periodo 1996-2002, y 2 sociedades excluidas de cotización durante el año 2003, por lo que la muestra final quedó constituida por 99 empresas.

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), una empresa tiene un último propietario cuando el principal accionista de la misma posee 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 es igual al 10 por ciento¹⁶⁷.

¹⁶⁷ 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

De este modo, si el individuo Y 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, se dice que la empresa B está controlada por el individuo Y, para un nivel de control del 10 por ciento, ya que tiene un último propietario, quien controla B indirectamente a través de una empresa. En el ejemplo anterior, el principal accionista 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 ($0.16 \cdot 0.2$). Sin embargo tiene, siguiendo la metodología propuesta por Claessens *et al.* (2000) y Faccio y Lang (2002), el 16 por ciento de los derechos de voto de B, es decir, el enlace más débil de la cadena de control [mín ($0.16, 0.2$)]. Por tanto, si el principal accionista 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 se observa 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 el accionista principal posee directamente un 6 por ciento de los derechos de voto de B, entonces dicho propietario participa en el 9.2 por ciento de los derechos de *cash flow* de B ($0.16 \cdot 0.2 + 0.06$), 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, se partió 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. Además, 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 necesarios para completar en su totalidad la cadena de control de una empresa. Por otra parte, en aquellos casos en los que se encontraron sociedades no residentes en España como accionistas de empresas españolas, se completaron 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.

En la tabla 1 se muestran los resultados obtenidos en relación con los derechos de voto y *cash flow* en manos del principal accionista. Así, podemos observar en el panel A como los derechos de *cash flow*, en términos de mediana, se encuentran en torno al 25 por ciento, frente al 29 por ciento de los derechos de voto que se recogen en el panel B. Este hecho determina, por un lado, la elevada concentración de propiedad y control en manos del principal accionista, y por otro, que este propietario posee un mayor nivel de derechos de voto en comparación con sus derechos de *cash flow*. Por otro lado, en el panel C se observa que la relación propiedad-control del principal accionista sigue una evolución decreciente, lo que implica que en España la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* ha aumentado entre los años 1996 y 2002, aunque la mediana de dicha relación es 1 en todo el periodo¹⁶⁸.

experimentan cambios significativos entre ambos niveles de control. Además, la utilización de un nivel de control del 10 por ciento se adecúa en mayor medida a la realidad de las relaciones de propiedad de las empresas cotizadas españolas.

¹⁶⁸ La estructura de propiedad utilizada por los propietarios finales de las empresas analizadas, con el fin de lograr separar derechos de voto y *cash flow*, se basa exclusivamente en la utilización de estructuras piramidales, ya que el empleo de acciones con distintos derechos de voto y el uso de cross-holding es nulo.

Tabla 1. Derechos de voto y cash flow del principal accionista de las empresas cotizadas españolas

Panel A. Derechos de cash Flow					
	Media	Mediana	Desviación	1° Cuartil	3° Cuartil
1996	33.5	25.1	22.5	14.1	50.5
1997	31.5	25.0	21.7	14.5	48.2
1998	30.9	26.5	21.6	12.5	49.1
1999	31.3	26.7	22.4	11.2	50.4
2000	32.3	26.9	23.0	11.4	50.4
2001	31.6	27.7	22.9	10.9	49.4
2002	31.9	24.9	24.7	10.5	49.4
Panel B. Derechos de voto					
	Media	Mediana	Desviación	1° Cuartil	3° Cuartil
1996	35.4	28.1	22.4	15.0	51.2
1997	33.6	29.5	21.4	15.8	50.2
1998	33.6	29.5	21.5	15.2	50.2
1999	33.8	28.3	22.5	14.7	53.5
2000	35.2	28.8	23.5	14.2	54.0
2001	34.9	29.7	23.5	13.7	51.0
2002	35.0	29.1	24.4	14.9	51.2
Panel C. Cash flow/Votos					
	Media	Mediana	Desviación	1° Cuartil	3° Cuartil
1996	0.94	1	0.15	1	1
1997	0.94	1	0.17	1	1
1998	0.92	1	0.20	1	1
1999	0.93	1	0.18	1	1
2000	0.91	1	0.19	1	1
2001	0.91	1	0.20	0.99	1
2002	0.89	1	0.22	0.98	1

La muestra está compuesta por 99 empresas no financieras cotizadas españolas entre 1996 y 2002.

Para la determinación del principal accionista se ha seguido la metodología de definición del propietario final de La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000) y Faccio y Lang (2002). De esta forma, una empresa tiene un último propietario cuando el principal accionista de la misma posee directa o indirectamente un porcentaje de participación en los derechos de voto igual o superior a un nivel de control establecido, que en este trabajo es igual al 10 por ciento. La ratio derechos de *cash flow* sobre derechos de voto posee un rango de valores entre 0 y 1.

Definición de variables

Variable endógena. La rentabilidad de las acciones CAR_{it} , nos permite analizar la capacidad informativa de los resultados contables, siendo medida a través de la rentabilidad acumulada neta de la evolución del mercado de la empresa i en el año t . La rentabilidad de las acciones es calculada de manera continua con los precios 12 meses antes del último día para la presentación de las cuentas anuales según la normativa bursátil española¹⁶⁹. Los datos utilizados para la construcción de dicha variable han sido las series históricas de cotización proporcionadas por la Sociedad de Bolsas.

Variables explicativas. El análisis de la capacidad informativa de los resultados contables se realiza tradicionalmente a partir de la magnitud del coeficiente estimado en la regresión entre la rentabilidad de las acciones y los resultados contables (Teoh y Wong, 1993; Imhoff y Lobo, 1992; Warfield *et al.*, 1995; Subramanyan y Wild, 1996; Fan y Wong, 2002; Gul y Wah, 2002; Yeo, Tan, Ho y Chen, 2002). En el presente estudio con el objeto de analizar la capacidad informativa de la información contable se utiliza NO_{it} , el resultado antes de intereses, extraordinarios e impuestos de la empresa i en el año t dividido por el valor de mercado de las acciones al principio del año t .

Por su parte, las variables utilizadas para el análisis del efecto de la estructura de propiedad en la capacidad informativa de los resultados contables son, en primer lugar, la incidencia de los derechos de voto V_{it} , 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, el efecto de la separación entre derechos de voto y cash flow CV_{it} , 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 . De esta forma, por la propia definición de la ratio, CV_{it} está inversamente relacionada con la divergencia entre derechos de voto y cash flow.

Variables de control. Con el fin de analizar la posible incidencia de otras variables corporativas en la capacidad informativa de los resultados contables, hemos introducido una serie de variables de control. Así, con el objetivo de considerar el efecto de las oportunidades de crecimiento en el análisis de la relación resultados-rentabilidad se incluye en el modelo Q_{it} , que mide la relación existente entre el valor de mercado de las acciones y el valor contable de los activos al principio del año t . En este sentido, Collins y Kothari (1989) encuentran que las oportunidades de crecimiento están positivamente asociadas con la capacidad informativa de los resultados contables. Por otro lado, se incorpora en el análisis el nivel de endeudamiento LEV_{it} , medido a través de la relación entre el valor contable de la deuda y el total de activos al principio del año t , con el objetivo de recoger el riesgo derivado de la utilización de recursos ajenos, de forma que se espera una relación inversa entre nivel de endeudamiento y capacidad informativa de los resultados (Dhaliwal *et al.*, 1991). Por último, se incluye la dimensión de la empresa $SIZE_{it}$, medida a través del logaritmo del valor de mercado de las acciones, en miles de euros, al principio del año t , al objeto de considerar otros factores no recogidos que pudiesen afectar a la relación resultados-rentabilidad (Fan y Wong, 2002). Así, entre estos factores, el tamaño puede ser una variable que considere la incidencia de las asimetrías informativas derivadas del tamaño de las empresas o, bajo los argumentos motivados por la teoría de los costes políticos, permita estimar la incidencia del mayor incentivo de los directivos de las grandes empresas a reducir los beneficios contables con el objeto de limitar dichos costes políticos (Watts y Zimmerman, 1990).

¹⁶⁹ En aquellas empresas en las que el año fiscal no coincide con el final de año se calcularon las rentabilidades teniendo en cuenta la fecha de cierre del ejercicio contable.

Los estadísticos descriptivos, así como la matriz de correlaciones de las variables consideradas se muestran en la tabla 2. En dicha tabla, se observa que la variable *CAR* tiene un valor medio de 0.120 y la medida representativa de los resultados contables *NO*, posee un valor medio de 0.066. Los valores estadísticos que presentan las variables de propiedad *V* y *CV* son consistentes con los presentados en la tabla 1. Así, el propietario final posee en términos medios un 34.52 por ciento de los derechos de voto, detentando en media mayores derechos de voto que de *cash flow*. De esta forma, los accionistas controladores poseen en media un 8.2 por ciento menos de derechos de *cash flow* que de voto, al ser el valor medio de la ratio 0.918. 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 correlación

	CAR	NO	V	CV	SIZE	LEV	Q
Media	0.120	0.066	34.52	0.918	13.28	0.644	1.295
Mediana	0.014	0	29.51	1	13	0.565	0.719
Desviacion	0.402	0.151	22.79	0.190	1.696	0.562	2.916
Mínimo	-2.057	-1	0	0.052	10	0.034	0.050
Máximo	1.216	2	99.5	1	18.03	8.592	57.82
Correlation matrix							
	CAR	NO	V	CV	SIZE	LEV	Q
CAR	1						
NO	0.133	1					
V	0.015	0.022	1				
CV	-0.066	-0.051	0.022	1			
SIZE	0.067	0.190	0.009	-0.119	1		
LEV	-0.039	0.019	0.023	0.070	0.072	1	
Q	0.034	-0.089	0.004	0.028	-0.094	0.516	1

Definición de variables:

CAR_{it}, rentabilidad acumulada neta de la evolución del mercado de la empresa *i* en el año *t*. La rentabilidad de las acciones es calculada de manera continua con los precios 12 meses antes del último día para la presentación de las cuentas anuales según la normativa bursátil española. *NO_{it}*, el resultado antes de intereses, extraordinarios e impuestos de la empresa *i* en el año *t* dividido por el valor de mercado de las acciones al principio del año *t*. *V_{it}*, porcentaje de derechos de voto en manos del mayor propietario de la empresa *i* en el año *t*. *CV_{it}*, ratio derechos de cash flow sobre derechos de voto del principal accionista de la empresa *i* en el año *t*. *Q_{it}*, relación entre el valor de mercado de las acciones y el valor contable de los activos al principio del año *t*. *LEV_{it}*, relación entre el valor contable de la deuda y el total de activos al principio del año *t*. *SIZE_{it}*, logaritmo del valor de mercado de las acciones, en miles de euros, al principio del año *t*.

La muestra está constituida por 99 empresas no financieras cotizadas españolas entre 1996 y 2002.

4. ANÁLISIS DE RESULTADOS

El estudio de la incidencia en la capacidad informativa de los resultados contables del nivel de concentración de derechos de voto, así como, del grado de divergencia entre derechos de voto y *cash flow* en manos del principal accionista se realiza a través de la especificación del siguiente modelo de regresión:

$$CAR_i = \alpha_0 + \beta_1 NO_i + \beta_2 NO_i V_i + \beta_3 NO_i CV_i + \beta_4 NO_i SIZE_i + \beta_5 NO_i Q_i + \beta_6 NO_i Lev_i + \mu_i \quad (1)$$

En la tabla 3 se muestra los resultados de la regresión realizada con el objetivo de contrastar la incidencia de la estructura de propiedad en la capacidad informativa de los resultados usando un pool formado por 605 observaciones empresa-año¹⁷⁰. La significación estadística de los coeficientes está basada en la matriz de covarianzas de White (1980). Así, se puede observar en la regresión Eq.(1) que el nivel de concentración de los derechos de voto en manos del principal accionista (*V*), incide de forma negativa y estadísticamente significativa en la credibilidad de los resultados contables. Por otro lado, la estimación del efecto de la divergencia entre los derechos de voto y *cash flow* (*CV*) contrastada en la Eq(1), muestra una relación estadísticamente no significativa entre la separación entre derechos de voto y *cash flow* y la capacidad informativa de los beneficios contables.

¹⁷⁰ Zhou (2001) argumenta que en los estudios sobre la estructura de propiedad los modelos de regresión *cross-section* son preferibles a la especificación de efectos fijos cuando se cuenta con datos que evolucionan en el tiempo, debido a la escasa variación de los valores que toman las variables de propiedad. En el presente trabajo se realizó el test de especificación de Hausman cuyos resultados apoyan los argumentos de Zhou a favor de los resultados aportados por los modelos *cross-section*.

Tabla 3. Capacidad informativa de los resultados contables y estructura de propiedad

	(1)	(2) ^a
C	-0.043* (-1.88)	-0.042* (-1.68)
NO	1.539 (1.54)	1.375 (0.87)
NO*V	-0.009** (-2.56)	-0.016** (-2.93)
NO*CV	-0.763 (-1.50)	-0.373 (-0.68)
NO*SIZE	0.034 (0.63)	0.057 (0.63)
NO*Q	0.466 (1.13)	0.439 (1.01)
NO*LEV	-0.713*** (-4.84)	-0.917*** (-4.13)
R-Sq	0.06	0.070
F	7.77***	6.54***
Nº observations	605	532

Definición de variables:

CAR_{it} , rentabilidad acumulada neta de la evolución del mercado de la empresa i en el año t . La rentabilidad de las acciones es calculada de manera continua con los precios 12 meses antes del último día para la presentación de las cuentas anuales según la normativa bursátil española. NO_{it} , el resultado antes de intereses, extraordinarios e impuestos de la empresa i en el año t dividido por el valor de mercado de las acciones al principio del año t . V_{it} , porcentaje de derechos de voto en manos del mayor propietario de la empresa i en el año t . CV_{it} , ratio derechos de cash flow sobre derechos de voto del principal accionista de la empresa i en el año t . Q_{it} , relación entre el valor de mercado de las acciones y el valor contable de los activos al principio del año t . LEV_{it} , relación entre el valor contable de la deuda y el total de activos al principio del año t . $SIZE_{it}$, logaritmo del valor de mercado de las acciones, en miles de euros, al principio del año t .

La muestra está constituida por 99 empresas no financieras cotizadas españolas entre 1996 y 2002.

^a La muestra final excluye aquellas observaciones en las que $V < 10$ por ciento.

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

Estadístico t ajustado de White entre paréntesis.

Estos resultados sugieren que cuanto mayor es la proporción de derechos de voto en manos del principal accionista, menor será la credibilidad de los resultados contables en el mercado, lo cual es consistente con los efectos atrincheramiento y/o información asociados al nivel de concentración en el control de las empresas. Además, en relación con el efecto de la divergencia entre derechos de voto y cash flow sobre la capacidad informativa de los beneficios contables, los resultados alcanzados no permiten aceptar la hipótesis que predice

un efecto negativo en la calidad de la información contable asociado a la utilización de estructuras que permiten a los accionistas controladores separar ambos derechos. De esta forma, en el caso de las empresas cotizadas españolas, la credibilidad otorgada por el mercado a la información contable parece estar vinculada al nivel de control del principal accionista y no a la utilización por su parte de estructuras piramidales que le posibiliten separar sus derechos de voto y cash flow.

En relación con las variables de control, los resultados de la regresión muestran un efecto negativo y estadísticamente significativo del nivel de endeudamiento en la capacidad informativa de los resultados contables en consonancia con el signo esperado, mientras que tanto el tamaño de las empresas como la presencia de oportunidades de crecimiento no afectan de manera estadísticamente significativa a la credibilidad de la información contable ofrecida por las empresas cotizadas españolas.

Análisis de robustez

Con el objeto de analizar la robustez de los resultados alcanzados, se ha realizado la regresión del modelo especificado en el estudio de la estructura de propiedad, considerando únicamente las empresas en las que se identificó un propietario final de los derechos de voto, es decir, en aquellas en las que V es mayor o igual al 10 por ciento. Los resultados alcanzados se muestran en la tabla 3, en el que se puede observar que las regresiones no cambian de manera cualitativa las conclusiones alcanzadas cuando se utilizaron la totalidad de las empresas.

Por otro lado, los estadísticos descriptivos de la variable CV (tabla 1) muestran que el primer cuartil de dicha variable es igual a 1 en todos los años, excepto para los dos últimos (2001-2002), mientras que los valores medios son considerablemente menores que dicho primer cuartil. Esto sugiere que existen en dicha variable observaciones inusualmente pequeñas. De esta forma, se han contrastado los modelos anteriores excluyendo aquellas observaciones extremas al 1% de la variable CV. Los resultados alcanzados no modifican las conclusiones efectuadas anteriormente.

Finalmente, se realizaron las regresiones utilizando como medida alternativa de CAR la rentabilidad continua neta de las acciones en una ventana de 6 meses antes y después del final del año fiscal. Los resultados de las regresiones efectuadas sobre esta variable endógena muestran un efecto estadísticamente no significativo de la concentración de propiedad, así como de la divergencia entre derechos de voto y *cash flow*.

5. CONCLUSIONES

La creciente preocupación por la incidencia del sistema de gobierno corporativo, y en particular de la estructura de propiedad, en la credibilidad de la información contable, ofrece la oportunidad de enfocar el análisis de la relación resultados-rentabilidad en un contexto que difiere de los entornos institucionales en los que se han centrado los trabajos precedentes que han estudiado dicha relación. Así, Warfield, *et al* (1995) tomando como referente a las empresas americanas analizan el efecto de la propiedad interna en la capacidad informativa de los resultados contables, mostrando una asociación positiva entre ambas variables. Por otro lado, en un entorno caracterizado por una mayor concentración de propiedad, Fan y Wong (2002) analizan la incidencia de la estructura de propiedad en el este asiático, sus resultados reflejan una relación negativa entre concentración de los derechos de voto en manos del principal accionista y la credibilidad de los resultados contables. Además, encuentran que dicha relación negativa se acentúa ante la presencia de divergencias entre derechos de voto y *cash flow*.

El presente trabajo, centrado en las empresas cotizadas españolas, se aborda desde un contexto institucional 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, la utilización significativa de estructuras de propiedad que permiten la divergencia entre derechos de voto y *cash flow*, y la presencia destacada de grupos familiares en el control de las mismas.

De esta forma, se ha analizado la incidencia de la estructura de propiedad en la credibilidad de la información contable a través del nivel de concentración de derechos de voto y la divergencia entre éstos y los derechos de *cash flow*. En este sentido, Fan y Wong (2002) argumentan un efecto negativo de la concentración del control sobre la capacidad informativa de los resultados contables basándose en dos argumentos. Por un lado, el efecto atrincheramiento, de forma que el inversor externo prestará escasa atención a la información contable, ya que espera que los objetivos de la misma sigan, en mayor medida, los propios intereses del propietario mayoritario, más que el reflejo de las verdaderas consecuencias económicas de las transacciones efectuadas por la empresa. Por otro, el efecto información, basado en el objetivo de limitar la transferencia de conocimiento específico sobre la gestión de la empresa a los competidores. En este sentido, accionistas mayoritarios y minoritarios estarán interesados en prestar al mercado la menor información contable posible. Por tanto, el efecto información asociado a la concentración de propiedad afectará negativamente a la capacidad informativa de los resultados contables.

Los resultados empíricos alcanzados muestran una incidencia negativa de la concentración en la credibilidad de la información contable, a favor de las predicciones establecidas por los efectos atrincheramiento e información. Estos resultados se encuentran en consonancia con los mostrados en el trabajo de Fan y Wong (2002), centrado en un entorno de elevada concentración de propiedad y difieren de los alcanzados por Warfield *et al* (1995) enfocado en un entorno de gobierno corporativo de propiedad atomizada.

Por otro lado, los resultados muestran una incidencia estadísticamente no significativa en la capacidad informativa de los resultados contables de la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* en manos del principal accionista. De manera que, la utilización por parte de los accionistas controladores de estructuras piramidales no parece afectar a la credibilidad de la información contable en el caso de las empresas cotizadas españolas. Este resultado difiere del alcanzado en el trabajo de Fan y Wong, hecho que acentúa la necesidad de profundizar en el estudio de la incidencia de la divergencia de derechos de voto y *cash flow* sobre la capacidad informativa de los resultados contables en distintos entornos institucionales.

REFERENCIAS

- Bebchuk, L.A. (1999): "A rent-protection theory of corporate ownership and control". *National Bureau of Economic Research*. WP 7203.
- Bebchuk, 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 and private property*. Editorial McMillan. New York.
- Claessens, S.; Djankov, S. y Lang, L. (2000). "The separation of ownership and control in East Asian corporations". *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, pp. 81-112.
- Collins, D.W. y Kothari, S.P. (1989): "An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients". *Journal of Accounting and Economics*. vol. 11, pp. 143-181.
- Demsetz, H. (1983). "The structure of ownership and the theory of the firm". *Journal of Law and Economics*. vol. 26, pp. 375-390.

ACCOUNTING TRENDS

- Demsetz, H y Lehn, K. (1985): "The structure of corporate ownership: causes and consequences". *Journal of Political Economy*. vol. 93, pp. 1155-1177.
- Denis, D.J. y Denis, D.K. (1994): "Majority owner-managers and organizational efficiency". *Journal of Corporate Finance*. vol. 1, pp. 91-118.
- 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 and 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 and 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.
- Gul, F.A. y Wah, L.K. (2002): "Insider entrenchment, board leadership structure and informativeness of earnings". <http://ssrn.com/abstract=304399>.
- 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.
- Imhoff, E.A. y Lobo, G.J. (1992): "The effect of ex ante earnings uncertainty on earnings response coefficients". *The Accounting Review*. vol. 67, pp. 427-439.
- Jensen, M.C. y Meckling, W.H. (1976): "Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure". *Journal of Financial Economic*. vol. 3, pp. 305-360.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (1998): "Law and 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 and corporate governance". *Journal of Financial Economics*, vol 58, n° 1-2, pp. 3-27.
- 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 and corporate control". *Journal of Political Economy*. vol. 94, pp. 461-488.
- Shleifer, A. and Vishny, R. (1997): "A survey of corporate governance". *Journal of Finance*, vol. 52, pp. 737-783.
- Shleifer, A. y Wolfenzon, D. (2002). "Investor protection and equity markets". *Journal of Financial Economics*. vol. 66, pp. 3-27.
- Teo, S.H. y Wong, T.J. (1993): "Perceived auditor quality and the earnings response coefficients". *The Accounting Review*. vol. 68, pp. 346-367.
- Warfield, T. D., Wild, J.J. y Wild, K.L. (1995): "Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings". *Journal of Accounting and Economics*. vol. 20, pp. 61-91.
- Watts, R.L. and Zimmerman, J.L. (1990): "Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective". *The Accounting Review*, vol. 65, pp. 131-156.
- White, H. (1980): "A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity". *Econometrica*, vol 48, pp. 817-838.
- Yeo, G.H.H.; Tan, P.M.S., Ho, K.W. y Chen, S.S. (2002): "Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Earnings". *Journal of Business Finance & Accounting*. vol. 29, pp. 1023-1046.
- Zhou, X. (2001): "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance: comment". *Journal of Financial Economics*, vol. 62, pp. 559-571.
- 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.