

Control institucional dominante y capacidad informativa de los resultados contables *

Dominant institutional control and earnings informativeness

Carolina Bona Sánchez. Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

Jerónimo Pérez Alemán **. Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

Domingo J. Santana Martín. Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

RESUMEN En el trabajo analizamos la relación entre el control institucional dominante y la capacidad informativa de los resultados contables en una muestra de empresas no financieras cotizadas españolas en el periodo 1996-2009. Nuestros resultados revelan que a medida que aumenta la propiedad más allá del nivel requerido para el control efectivo en manos del banco dominante, mayor es la credibilidad otorgada por el mercado a la información contable divulgada, mientras que a medida que aumenta la propiedad del fondo de inversión dominante, el mercado espera que la información contable se erija en un instrumento a disposición de dicho accionista para la consecución de mayores primas de control, más que en un reflejo fiel de las operaciones realizadas por la empresa. Estos resultados vienen explicados por las diferencias en objetivos, estabilidad, nivel de escrutinio y visibilidad que caracterizan la actuación de ambos tipos de inversores institucionales cuando detentan el control efectivo de la empresa.

PALABRAS CLAVE Propietario dominante; Banco; Fondo de inversión; Capacidad informativa; Estabilidad.

ABSTRACT In this paper we analyze the relation between dominant institutional control and earnings informativeness in a sample of non-financial Spanish firms listed on the electronic market over the 1996 to 2009 period. Our results suggest that, when a bank is the firm's dominant owner, increasing his ownership stake beyond the minimum level needed for effective control provides an alignment of interest between the bank and the minority shareholders, what positively affects earnings informativeness. Nevertheless, when the dominant owner is an investment fund, increasing his ownership stake beyond the minimum level needed for effective control reveals the investment fund's desire to obtain greater control premiums when he leaves the firm, what negatively affects earnings informativeness. Our results are consistent with differences in objectives, stability, scrutiny and visibility of both banks and investment funds when they own the effective control of the firm.

KEYWORDS Dominant shareholder; Bank; Investment fund, Earnings informativeness, Stability.

* **Agradecimientos:** Los autores han contado con la financiación del Ministerio de Economía y Competitividad a través del proyecto de investigación ECO2011.29144-CO3-02. Asimismo, los autores desean agradecer los comentarios recibidos por los participantes al VIII Workshop de Investigación Empírica en Contabilidad Financiera, celebrado en la Universidad de Sevilla en 2010.

** **Autor para correspondencia:** Jerónimo Pérez Alemán. Facultad de Economía, Empresa y Turismo de la Universidad de Las Palmas de Gran Canaria. Campus Universitario de Tafira, 35017 Las Palmas de Gran Canaria (España). Tel. + 34 928 451812. Fax 34 928 458177. Correo-e: jperez@defc.ulpgc.es

1. INTRODUCCIÓN

Los recientes escándalos financieros han llevado a los organismos reguladores a exigir mayores niveles de transparencia informativa a las compañías cotizadas. España no ha permanecido ajena a este proceso y se ha visto obligada a adoptar diferentes normativas encaminadas a mejorar los niveles de transparencia de las sociedades cotizadas. Así, la Ley 44/2002, de 22 de diciembre, de medidas de reforma del sistema financiero y la Ley de 26/2003, de 17 de julio, de modificación de la Ley del mercado de valores y el texto refundido de la Ley de sociedades anónimas con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades cotizadas y sus desarrollos normativos posteriores son ejemplos de esta preocupación. No obstante, estas reformas legislativas no siempre han producido el efecto deseado, debido entre otras razones, a que distintos elementos del sistema de gobierno corporativo pueden condicionar la actuación de quienes controlan el proceso de elaboración y suministro de información contable a terceros. A este respecto, la estructura de propiedad constituye un mecanismo de gobierno de primer orden, capaz de condicionar el funcionamiento de otros mecanismos de gobierno corporativo, por lo que no resulta extraño que su incidencia sobre la capacidad informativa de los resultados contables haya recibido una atención creciente por parte de la literatura. No obstante, buena parte de estos trabajos han sido abordados en contextos en los que el principal conflicto de agencia deriva de la divergencia de intereses entre accionistas y directivos, donde la información contable constituye la vía fundamental para la resolución de asimetrías informativas derivadas de la separación entre propiedad y control (*e.g.*, Warfield *et al.*, 1995; Donnelly y Lynch, 2002; Wang, 2006).

A diferencia de tales contextos, las relaciones contractuales de las empresas en Europa Continental se caracterizan por una menor protección de los intereses de inversores externos, unos mercados de capitales menos desarrollados y una mayor presencia de accionistas dominantes o de referencia idealmente posicionados para monitorizar activamente la actuación directiva (*e.g.*, Shleifer y Vishny, 1997; La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000; Faccio y Lang, 2002). En este contexto, la existencia de canales de información privados entre directivos y propietarios de referencia constituye la vía fundamental para la resolución de asimetrías informativas entre tales agentes (*e.g.*, Ball y Shivakumar, 2005; Peek *et al.*, 2010; Bona *et al.*, 2011). Ello conlleva una reducción del problema clásico de agencia (Jensen y Meckling, 1976) y supone el nacimiento de un conflicto de agencia diferente, que es el ocasionado por la divergencia de intereses entre propietarios dominantes y accionistas minoritarios (*e.g.*, Grossman y Hart, 1988; Bebchuck, 1999; La Porta *et al.*, 1998; La Porta *et al.*, 2000; Burkart, *et al.*, 2003).

En este último contexto, un primer grupo de trabajos han analizado la incidencia de la concentración de propiedad en la capacidad informativa de los resultados contables aproximando dicha concentración mediante una simple agregación de participaciones directas de accionistas significativos (*e.g.*, Jung y Kwon, 2002; Yeo *et al.*, 2002; Firth *et al.*, 2007; Sánchez y García, 2007; Choa y Rui, 2009; González, 2009). Frente a esta aproximación, otro grupo de estudios se han centrado en el análisis de la concentración de propiedad en manos del propietario dominante, esto es, el que controla de modo efectivo la empresa y, por tanto, el proceso de elaboración y suministro de información contable a terceros (*e.g.*, Fan y Wong, 2002; Francis *et al.*,

2005; Santana *et al.*, 2007). En este sentido, La Porta *et al.* (1999) señalan que para la mayoría de los países en el mundo la metodología de las cadenas de control, que permite identificar al propietario dominante, es el único modo de entender la relación entre propiedad y control.

No obstante, los trabajos en los que se identifica al accionista dominante suelen contemplar a dichos propietarios como una categoría homogénea, sin considerar cómo su diferente naturaleza podría condicionar aspectos como el nivel de participación en la propiedad, la estabilidad de dicha participación o el grado de escrutinio al que está sometida su actuación (*e.g.*, Galve y Salas, 1995; Thomsen y Pedersen, 2000; Anderson y Reeb, 2003), afectando consecuentemente a los incentivos que determinan la actuación de este accionista en relación con las políticas de *reporting* financiero seguidas por la empresa.

En esta línea, debido a la relevancia que están adquiriendo las consecuencias derivadas de las acciones llevadas a cabo por las entidades financieras en el actual contexto de crisis económica, en el presente trabajo nos centramos en el análisis de su influencia en la credibilidad de la información contable de las empresas sobre las que ejercen un control efectivo. Además, en la medida en la que diferentes tipos de entidades financieras poseen características de negocio y objetivos diferenciados (*e.g.*, Brickley *et al.*, 1988; Gillan y Starks, 2003; Almazan *et al.*, 2005; Borokhovich *et al.*, 2006; Chen *et al.*, 2007; Cornett *et al.*, 2007; Ferreira y Matos, 2008; Ruiz y Santana, 2009, 2011) nuestro objetivo se concreta en el análisis de la incidencia de la concentración de propiedad en manos del propietario institucional dominante en la capacidad informativa de los resultados contables, distinguiendo entre entidades bancarias (bancos y cajas) y fondos de inversión dominantes.

Utilizando el estimador del Método Generalizado de los Momentos (MGM) desarrollado por Arellano y Bond (1991) y modificado por Arellano y Bover (1995) y Blundel y Bond (1998) como modelo de estimación que permite controlar los posibles problemas de heterogeneidad y endogeneidad, nuestros resultados muestran una incidencia positiva del control en manos de entidades bancarias en la capacidad informativa de los resultados contables. Los resultados son consistentes con la presencia de un efecto alineamiento, ya que una vez que la entidad bancaria ha obtenido el control efectivo de la empresa, el aumento de su participación en la propiedad es valorada positivamente por el mercado, al provocar una mayor internalización de los costes derivados de cualquier actuación no maximizadora del valor a largo plazo. Por el contrario, dicha incidencia es negativa en el caso de que el propietario dominante sea un fondo de inversión. Así, dado que el objetivo de inversión del fondo es la gestión de carteras en un mercado que presenta una baja liquidez debido a la alta concentración de propiedad de los títulos, el aumento de la participación más allá del nivel requerido para el control efectivo refleja el deseo del fondo dominante de incrementar su capacidad de negociación ante un propietario de referencia potencial al objeto de apropiarse de mayores primas de control cuando decida salir de la empresa. En este escenario, el mercado espera que la información contable se convierta en un instrumento a disposición de los intereses particulares del fondo dominante, más que en un reflejo fiel de las operaciones realizadas por la empresa.

De este modo, nuestro trabajo contribuye a literatura precedente de dos maneras. En primer lugar, extiende el conocimiento sobre la relación entre control dominante y la capacidad informativa de los resultados contables (*e.g.*, Fan y Wong, 2002;

Francis *et al.*, 2005; Santana *et al.*, 2007). En segundo lugar, al considerar cómo la diferente naturaleza del propietario institucional dominante, entidad bancaria *versus* fondo de inversión, incide en la relación entre concentración de propiedad y capacidad informativa de los resultados contables, abordamos un tópico que, hasta donde llega nuestro conocimiento, no ha sido previamente abordado en la literatura precedente. Así, los resultados de nuestro estudio evidencian la importancia de considerar la naturaleza del propietario institucional dominante en el análisis de la interrelación entre concentración de propiedad y capacidad informativa de los resultados contables en contextos de alta concentración de propiedad.

El resto del trabajo se estructura de la siguiente forma. En el segundo apartado abordamos los planteamientos teóricos que justifican nuestras hipótesis. Posteriormente, en el tercer apartado, describimos los aspectos metodológicos que configuran el estudio empírico. Los resultados alcanzados se muestran en el cuarto apartado. Por último, exponemos las principales conclusiones del trabajo.

2. ARGUMENTOS TEÓRICOS

Una buena parte de la literatura precedente que ha analizado la incidencia de la estructura de propiedad sobre la capacidad informativa de los resultados contables se ha centrado en el ámbito anglosajón (*e.g.*, Warfield *et al.*, 1995; Donnelly y Lynchm 2002; Wang, 2006) y, en consecuencia, en un contexto donde el principal conflicto de agencia deriva de la divergencia de intereses entre accionistas y directivos. No obstante, las conclusiones de los trabajos anteriores no pueden ser directamente extrapoladas al contexto Europeo Continental caracterizado por una menor protección de los intereses de inversores externos, unos mercados de capitales menos desarrollados y una mayor presencia de accionistas dominantes con la habilidad y los incentivos para monitorizar activamente la actuación directiva (*e.g.*, Shleifer y Vishny, 1997; La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000; Faccio y Lang, 2002). Este escenario conlleva una reducción del problema clásico de agencia entre directivos y accionistas (Jensen y Meckling, 1976) y origina un nuevo conflicto, el ocasionado por la divergencia de intereses entre propietarios dominantes y accionistas minoritarios (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1998; La Porta *et al.*, 2000; Burkart, *et al.*, 2003).

En este último contexto, algunos estudios han analizado la incidencia de la concentración de propiedad sobre la capacidad informativa de los resultados contables partiendo de la agregación de participaciones directas de accionistas significativos (*e.g.*, Jung y Kwon, 2002; Yeo *et al.*, 2002; Firth *et al.*, 2007; Sánchez y García, 2007; Choa y Rui, 2009; González, 2009). De otra parte, utilizando la metodología de la cadenas de control, Fan y Wong (2002) evidencian que en entornos de alta concentración de propiedad el nivel de participación en manos del accionista dominante condiciona los incentivos asociados a la elaboración y suministro de información contable a terceros. De esta manera, utilizando una muestra de empresas cotizadas del este asiático, estos autores concluyen, que un aumento de la propiedad más allá del nivel requerido para el control efectivo no aumenta el atrincheramiento del accionista dominante, provocando, sin embargo, un incremento de los costes que soporta dicho accionista como consecuencia de la adopción de conductas no maximizadoras del valor a largo plazo, lo que conlleva un aumento de la capacidad informativa de los resultados contables. Por su parte, Santana *et al.* (2007) evidencian una relación

negativa entre concentración de propiedad en manos del propietario dominante y la capacidad informativa de los resultados contables en un contexto donde el uso de estructuras piramidales es frecuente y la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* incrementa los incentivos a la expropiación de rentas a los minoritarios.

No obstante, la principal limitación de los trabajos que se centran en la actuación de los accionistas dominantes es la de considerar a éstos como una categoría homogénea, sin contemplar cómo su diferente naturaleza podría conllevar diferencias en motivaciones y objetivos y, en consecuencia, afectar a los incentivos que determinan la relación entre control dominante y capacidad informativa de los resultados contables. En este sentido, la literatura precedente ha considerado que la naturaleza del accionista de referencia incide en el comportamiento corporativo y en el modo en el que se lleva a cabo el control (*e.g.*, Galve y Salas, 1995; Thomsen y Pedersen, 2000; Anderson y Reeb, 2003).

Atendiendo a todo lo anterior, el presente trabajo se centra en la concentración de propiedad en manos del accionista que posee el control efectivo de la empresa y que, en consecuencia, incide en las políticas contables seguidas por la misma. Además, por su relevancia en el contexto geográfico y temporal analizado, nos centramos en el análisis de dos categorías de accionistas dominantes, las entidades bancarias y los fondos de inversión. Así, en España, al igual que en el resto de Europa Continental, las entidades bancarias han jugado un papel fundamental en el desarrollo económico, no solo como agentes que aportan fondos externos, sino como parte del capital de las empresas (*e.g.*, Cuervo, 1991; Steinherr y Huveneers, 1994; Zoido, 1998; Fernández, 2001). Este papel de accionistas de las entidades bancarias se ha incrementado a partir del profundo proceso de privatización iniciado a mediados de los años 90 en España (*e.g.*, Cestona *et al.*, 2005; Santana y Aguiar, 2006; Cabeza y Gómez, 2007). Esta realidad común a la de otros países como Alemania o Italia difiere significativamente del entorno anglosajón, en el que los mercados financieros ocupan un papel más relevante en el desarrollo económico y adquieren mayor protagonismo en la financiación de las empresas. Sin embargo, de manera reciente, España ha experimentado una evolución hacia un modelo híbrido (Schmidt y Hryckiewicz, 2006). De esta forma, las entidades bancarias españolas se han visto obligadas a adaptar su negocio a un contexto caracterizado por la mayor integración y relevancia de los mercados de capitales (Cestona, *et al.*, 2005). Este desarrollo de los mercados financieros ha posibilitado la entrada con fuerza en el mercado bursátil español de fondos de inversión que, al igual que ocurre en el resto de Europa, van tomando posiciones importantes en el control de las empresas cotizadas (*e.g.*, Schmidt y Hryckiewicz, 2006; Ruiz y Santana, 2011).

En un entorno de débil protección legal de los inversores como el de Europa Continental, caracterizado por una alta concentración de propiedad, donde los beneficios privados del control son elevados (*e.g.*, Grossman y Hart, 1988; Bebchuck, 1999; La Porta *et al.*, 1998; La Porta *et al.*, 2000; Burkart *et al.*, 2003) y los cambios en el control se producen por procesos de negociación entre propietarios dominantes actuales y potenciales (*e.g.*, Bebchuk, 1999; Cuervo, 2002; Cuervo *et al.*, 2002), tanto las entidades bancarias como los fondos de inversión pueden estar interesados en adoptar una posición de dominio. No obstante, esto no supone necesariamente que los objetivos perseguidos por ambos tipos de accionistas sean coincidentes una vez

alcanzada una posición de dominio que les posibilita el acceso al control de la empresa (Ruiz y Santana, 2009, 2011).

Así, en el caso de las entidades bancarias dominantes, el potencial para generar negocio inducido a través de operaciones de crédito, servicios de tesorería, etc., podría aumentar el riesgo de colusión del propietario dominante de naturaleza bancaria con el equipo directivo en contra de los intereses de accionistas minoritarios (*e.g.*, Cuervo, 1991; Schneider-Lenné, 1992; Walter, 1997; Ochoa, 1998; Zoido, 1998; Barucci y Mattesini, 2008). A este respecto, cabe señalar que los directivos de empresas controladas por entidades financieras pueden beneficiarse de una mayor flexibilidad crediticia, ya que pueden poseer con mayor facilidad fondos proporcionados por el banco dominante y, a su vez, dicho propietario puede beneficiarse si ofrece dichos recursos en unas condiciones que no se encuentran acordes con las de mercado (*e.g.*, Barclay *et al.*, 1993; Hoshi *et al.*, 1993; Weinstein y Yafeh, 1998; Ochoa, 1998; Cuervo-Cazurra, 1999; Gorton y Schmid, 2000; Fernández, 2001).

No obstante, en un contexto de alta concentración de propiedad, si bien es cierto que este potencial para negocio inducido podría incrementar los incentivos a expropiar por parte de la entidad bancaria dominante, a medida que aumenta la participación en la propiedad de dicho propietario dominante cualquier incremento en la riqueza personal que este último pudiera conseguir mediante la expropiación de rentas a los minoritarios se vería compensado por los costes que soportaría dicho accionista cuando los efectos de dicha conducta reviertan a la empresa con signo contrario, provocando una disminución del valor de la empresa (LaFond y Roychowdhury, 2008). Ello se debe a que las entidades bancarias, cuando actúan como accionistas dominantes, suelen poseer altos niveles de participación en la propiedad y un horizonte de inversión a largo plazo, lo que conlleva que su participación en la propiedad sea estable (Ruiz y Santana, 2011). Adicionalmente, las entidades bancarias son propietarios caracterizados por su elevada visibilidad para otros accionistas y *stakeholders* (Cuervo *et al.*, 2002) por lo que pueden soportar un mayor nivel de escrutinio de su labor como accionistas dominantes, aumentando su preocupación por la reputación ante el temor de que se traslade al mercado una imagen negativa de su actuación que, además, pudiera perjudicar su actividad como banco comercial.

Todas las circunstancias anteriores conllevan una disminución de los incentivos a la expropiación de rentas a los minoritarios por parte de la entidad bancaria dominante. En este escenario, el mercado espera que la información contable se convierta en un reflejo más fiel de las operaciones realizadas por la empresa, en lugar de un mecanismo a disposición de la entidad bancaria dominante para el logro de sus fines particulares, por lo que cabría esperar una relación positiva entre el aumento de la propiedad más allá del nivel requerido para el control efectivo en manos de dicha entidad y la capacidad informativa de los resultados contables.

De otra parte, una relación negativa entre la propiedad en manos de la entidad bancaria dominante y la capacidad informativa de los resultados contables podría explicarse por razones diferentes a la ocultación de actividades expropiatorias llevadas a cabo por el accionista de control. Así, en entornos de elevada concentración de propiedad, el efecto información (Fan y Wong, 2002) conlleva que la opacidad pueda ser una estrategia recurrente, puesto que evita la fuga de conocimiento relevante a los competidores sobre las actividades generadoras de rentas. De esta manera, la estabilidad que se atribuye a la participación en la propiedad de este tipo de accio-

nistas dominantes provoca un aumento de su habilidad para negociar favores con la clase política, ejerciendo prácticas de *lobbying* con jueces, políticos y burócratas (e.g., Morck y Yeung, 2004; Morck *et al.*, 2005). En este escenario, tanto el accionista dominante como los minoritarios estarán interesados en proporcionar al mercado la menor información posible, evitando la fuga de conocimiento relevante sobre las actividades generadoras de renta.

Considerando que los argumentos anteriores predicen una relación de signo contrario entre la propiedad en manos del banco dominante y la capacidad informativa de los resultados contables, será finalmente la evidencia empírica la que determine el sentido de la relación. Así, nuestra primera hipótesis objeto de contraste se enuncia formalmente del siguiente modo:

H.1: La concentración de propiedad en manos del propietario bancario dominante incide en la capacidad informativa de los resultados contables.

Por su parte, tal como hemos indicado en párrafos precedentes, los fondos de inversión, especialmente los de naturaleza foránea, han venido adquiriendo un protagonismo creciente en la bolsa española (e.g., Schmidt y Hryckiewicz, 2006; Santana y Aguiar, 2006; Aggarwal *et al.*, 2011). En este sentido, Ruiz y Santana (2011) argumentan que en un entorno de débil protección legal de los inversores externos los fondos de inversión tienen incentivos para tomar posiciones dominantes en las empresas con el objetivo de controlar a los directivos, siendo por tanto probable que surja un control activo por parte del fondo dominante. No obstante, como afirman tales autores los fondos dominantes no suelen formar parte del consejo de administración de las empresas que controlan. En este contexto la forma que tienen los fondos de inversión de influir en los directivos puede ser de forma directa, utilizando su derecho a voto en las juntas generales, o bien de forma indirecta, amenazando con la venta de sus acciones («votar con sus pies») (e.g., Gillan y Starks, 2003; Aggarwal, *et al.*, 2011). En esta línea, Parrino *et al.*, (2003) muestran que la propiedad de los inversores institucionales se reduce el año anterior al despido del CEO. Este resultado soporta la hipótesis de que los inversores institucionales pueden influir en las decisiones corporativas a través de sus decisiones de inversión o desinversión, aunque de hecho no formen parte de los órganos de control.

Por su parte, Gillan y Starks (2003) argumentan el papel esencial que los inversores institucionales extranjeros tienen en la mejora del gobierno corporativo de las empresas, interesadas en captar los recursos provenientes de este tipo de inversores. En este sentido, tal como indica Karmin (2000) algunos mercados, principalmente los que se encuentran en sistemas legales de débil protección para los inversores externos, tienen dificultades para captar capital extranjero si no poseen una adecuada estructura de gobierno corporativo. Aggarwall *et al.* (2011) obtienen evidencia empírica para tales argumentos, al concluir que la presencia de inversores institucionales de Estados Unidos en empresas extranjeras mejora el gobierno corporativo de las mismas. Estos autores justifican estos resultados, además, por el hecho de que a diferencia de los inversores institucionales extranjeros, los inversores nacionales que tienen relaciones con las empresas pueden sentirse obligados a ser leales a los directivos.

Además de lo anterior, Guillan y Starks (2003) argumentan que los fondos de inversión extranjeros, por su propia naturaleza, utilizan en menor medida los canales de

información privados para conocer la marcha de la empresa. Este aspecto determina una mayor presión sobre los directivos para la elaboración de una información contable de calidad en la que los fondos dominantes puedan fundamentar sus decisiones de inversión. Así pues, teniendo en cuenta los argumentos de los trabajos analizados hasta el momento, debemos concluir que cuando el control de la empresa es ejercido por un fondo de inversión aumentaría la capacidad informativa de los resultados contables.

Sin embargo, aunque una elevada concentración de propiedad suele asociarse a una participación estable, resulta relevante diferenciar, en línea con Elyasany y Jia (2010), entre participación en la propiedad y la estabilidad de dicha participación. De esta manera, a diferencia de las entidades bancarias, el objetivo de un fondo de inversión es la gestión de carteras, por lo que estos propietarios institucionales se encuentran sometidos a una presión constante para obtener buenos resultados en el corto plazo (Yuan *et al.*, 2008). Consecuentemente, la participación en la propiedad de este tipo de accionista dominante es menos estable.

Además, como comentamos anteriormente, los mercados bursátiles en Europa Continental se caracterizan por una mayor concentración de propiedad y, consecuentemente por una menor liquidez de los títulos (Cuervo, 2002), lo que conlleva un mayor activismo de los fondos dominantes en el proceso de gestión de sus carteras (Parrino *et al.*, 2002). Así, los fondos pueden estar interesados en aumentar su participación en la propiedad una vez adquirida una posición de dominio⁽¹⁾, al objeto de aumentar su poder de negociación en un mercado en el que los beneficios privados del control son elevados (*e.g.*, Grossman y Hart, 1988; Bebchuck, 1999; La Porta *et al.*, 1998; La Porta *et al.*, 2000; Burkart *et al.*, 2003) y los cambios en el control se producen por procesos de negociación entre propietarios dominantes actuales y potenciales (*e.g.*, Bebchuk, 1999; Cuervo, 2002; Cuervo *et al.*, 2002). Este mayor poder de negociación permitirá al fondo dominante hacerse con mayores primas de control cuando decida salir de la empresa, es decir, obtener mayores diferencias entre el precio al que vende los títulos a un accionista de referencia potencial en el mercado de bloques y el precio de cotización en el mercado abierto⁽²⁾.

De esta manera, cuando el fondo transfiere el control a un nuevo accionista en el mercado de bloques transfiere con ello los beneficios privados potenciales que se derivan de dicho control (*e.g.*, Barclays y Holderness, 1989; Nenova, 2003; Dyck y Zingales, 2004), por lo que la prima de control se erige como la parte de tales beneficios privados potenciales que es recibida por el fondo dominante durante el proceso de negociación de la venta de su participación. De esta manera, a diferencia de lo que ocurre con las entidades bancarias dominantes, el aumento de la propiedad más allá del nivel requerido para el control efectivo por parte del fondo dominante no internaliza los efectos derivados de este tipo de expropiación, debido precisamente a la menor estabilidad de la participación de este tipo de accionista. De esta manera, cuando los efectos de esta forma de expropiación reviertan, provocando una disminución del valor de la empresa, el fondo dominante habrá dejado de ser accionista de la misma.

(1) De hecho, también están interesados en proteger su participación en la propiedad mediante cláusulas defensivas contenidas en los estatutos sociales (Ruiz y Santana, 2009).

(2) Dyck y Zingales (2004) muestran que, en términos medios, dichas primas son de 0,045 en los países anglosajones y de 0,251 en los países de origen legal francés.

Adicionalmente, el menor nivel de escrutinio al que la actuación de este tipo de accionista está sometido y, en consecuencia, su menor visibilidad, no contribuye a limitar sus incentivos a expropiar a los minoritarios mediante la obtención de mayores primas de control, por todo lo cual el mercado podría esperar que la información contable se convierta en un instrumento a disposición del fondo dominante, más que un instrumento para reflejar la imagen fiel de las operaciones realizadas. Ello conllevaría, por tanto, una relación negativa entre la propiedad en manos del fondo dominante y la capacidad informativa de los resultados contables.

De este modo, si consideramos los argumentos conjuntamente se aprecia una relación de signo contrapuesto entre la propiedad en manos del fondo dominante y la capacidad informativa de los resultados contables. Por tanto, será la evidencia empírica la que determine el sentido de la relación. Así, nuestra segunda hipótesis objeto de contraste se enuncia formalmente de la siguiente forma:

H.2: La concentración de propiedad en manos de un fondo de inversión dominante incide en la capacidad informativa de los resultados contables.

3. METODOLOGÍA

3.1. MUESTRA

La muestra comprende un panel de 110 sociedades no financieras que cotizan en el mercado bursátil español al final del año 2009. El promedio de observaciones para cada empresa es de 8.06 a lo largo del periodo 1996-2009, para un total de 887 observaciones. Los derechos de voto y la naturaleza del propietario dominante son determinados el 31 de diciembre de cada año desde 1996 a 2009. Con el fin de evitar que los resultados se vean afectados por la influencia de valores extremos las variables continuas fueron *winsorizadas* al 1.^{er} y 99.^o percentil⁽³⁾.

3.2. CADENAS DE CONTROL

Identificamos a un inversor institucional dominante a través de la utilización de la metodología de las cadenas de control (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000; Faccio y Lang, 2002). En concreto, una empresa tiene un propietario institucional dominante si el principal accionista de la empresa es un inversor institucional y posee directa o indirectamente un nivel de derechos de voto igual o superior al 10%⁽⁴⁾. Si no se siguiera esta metodología para la identificación del último propietario se podrían cometer dos tipos de errores. Primero, se podría asignar a un accionista un nivel de propiedad que es superior o inferior al que realmente posee. En segundo término, se podría otorgar a un accionista la cualidad de propietario dominante cuando realmente no lo es. Este último error puede ser especialmente significativo en un contexto de estructuras de propiedad concentrada. Además, con

(3) Alternativamente utilizamos la metodología de Hadi (1994) para el control de los valores extremos. Los resultados permanecieron sin variaciones destacables.

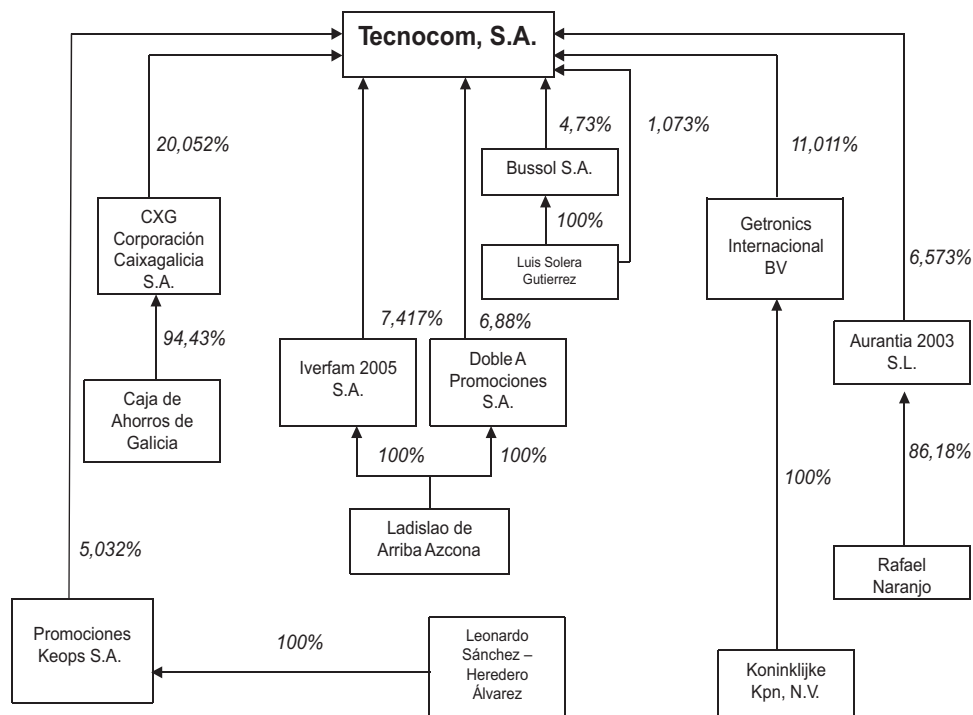
(4) La Porta *et al.* (1999) sugiere dos justificaciones para el uso del 10% como nivel mínimo de control. Primero, porque este porcentaje provee un umbral significativo de derechos de voto. Y segundo, porque en muchos países cuando un accionista alcanza un porcentaje del 10% de una empresa existe un requerimiento legal para que tal accionista sea identificado.

esta metodología se pueden determinar los derechos de voto y *cash flow* en manos de los accionistas.

Para obtener la información necesaria para completar las cadenas de control partimos de la información sobre participaciones significativas ofrecida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores que incluye los datos de participación de los accionistas con un nivel de derechos de voto igual o superior al 5%, así como la participación en el capital de los consejeros independientemente de su cuantía. Esta información es completada con los datos ofrecidos por la base SABI (*Bureau Van Dijk*), la cual ofrece información sobre propiedad y consejeros de empresas españolas cotizadas y no cotizadas. Por último, en aquellos casos en los que una empresa no española se encontraba en uno de los eslabones de la cadena de propiedad, completamos dicha cadena a través de la información ofrecida en sus informes anuales publicados en sus páginas *web* o resolviendo las cuestiones planteadas para la identificación total de la cadena de control a través de correos electrónicos.

De esta manera, la Figura 1 muestra la importancia de identificar al principal accionista a través de la metodología de cadenas de control. En ella se presenta la cadena de control de TecnoCom a finales de 2010. La propiedad inmediata muestra a una empresa no financiera (CXG Corporación Caixagalicia S.A.) como principal

FIGURA 1
 CADENA DE CONTROL DE TECNOCOM A FINALES DE AÑO 2010



accionista de Tecnocom con un 20,05% de los derechos de voto. Sin embargo, si identificamos un segundo eslabón de propiedad podemos observar como Caja de Ahorros de Galicia es el principal accionista de la anterior empresa con una participación en su capital del 94,43%. Por tanto, tras analizar este segundo eslabón de propiedad podemos señalar que tanto si consideramos un 10% como un 20% de los derechos de voto para la identificación del último propietario, el propietario dominante de Tecnocom es una entidad bancaria. Dicho propietario ejerce su control a través de una estructura piramidal que le permite poseer el 20,05% de los derechos de voto frente al 18,91% de los derechos de *cash flow*. Además, el control no viene determinado únicamente por su participación en la propiedad, ya que el vicepresidente segundo de Tecnocom y miembro de su comisión ejecutiva es el director general de la Caja de Ahorros de Galicia.

3.3. LA CAPACIDAD INFORMATIVA DE LOS RESULTADOS CONTABLES

Siguiendo la literatura previa (*e.g.*, Teo y Wong, 1993; Imhoff y Lobo, 1992; Warfield *et al.*, 1995; Subramanyan y Wild, 1996; Fan y Wong, 2002; Yeo *et al.*, 2002; Francis *et al.*, 2005), primero realizamos la regresión que especifica la relación básica entre rentabilidad y resultados:

$$CAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_t NI_{it} + \eta_k + \phi_j + \varepsilon_i \tag{Ec.0}$$

Donde:

CAR_{it} : es la rentabilidad acumulada de las acciones ajustada por la evolución del mercado de la empresa i en el año t . Esta variable es calculada de manera continua con los precios doce meses antes del último día para la presentación de las cuentas anuales según la normativa bursátil (ventana 9-3)⁽⁵⁾.

NI_{it} : es el resultado neto de la empresa i , deflactado por el valor de mercado de las acciones al principio del año t .

η_k : recoge los efectos fijos temporales.

ϕ_j : captura los efectos fijos sectoriales.

ε_{it} : es el término de error de la empresa i en el año t .

De esta manera, el coeficiente α_t de la ecuación (Ec.0) captura la capacidad informativa de los resultados contables. Partiendo de tal relación básica, y en línea con los estudios citados, la incidencia de otras variables adicionales sobre la capacidad informativa de los resultados contables es considerada en el modelo interactuándolas con la variable relativa a los resultados (NI_{it}). De esta manera, con el fin de contrastar nuestras hipótesis consideramos la siguiente ecuación (Ec.1).

$$CAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_t NI_{it} + \alpha_2 VBANCO_{it} x NI_{it} + \alpha_3 VFONDO_{it} x NI_{it} + \alpha_4 CVBANCO_{it} x NI_{it} + \alpha_5 CVFONDO_{it} x NI_{it} + \alpha_6 MKBOOK_{it} x NI_{it} + \alpha_7 LEV_{it} x NI_{it} + \alpha_8 SIZE_{it} x NI_{it} + \eta_k + \phi_j + \varepsilon_i \tag{Ec.1}$$

(5) Para las empresas cotizadas, el último día para la presentación de las cuentas anuales es el 31 de marzo. Por tanto, la ventana utilizada ha sido de nueve meses antes y tres meses después del cierre del año fiscal.

Así, en la ecuación (Ec.1), con la finalidad de contrastar la hipótesis *H.1*, incluimos la variable $VBANCO_{it}$, que recoge el porcentaje de derechos de voto en manos del propietario dominante institucional bancario, sea este banco o caja de ahorro. Asimismo, con la finalidad de contrastar la hipótesis *H.2*, incorporamos la variable $VFONDO_{it}$, que recoge el porcentaje de derechos de voto en manos del propietario dominante institucional en el caso de que sea un fondo de inversión. Por su parte, en línea con la literatura precedente (e.g., Fan y Wong, 2002; Santana *et al.*, 2007) se han considerado diversas variables de control ⁽⁶⁾, por su posible incidencia en la capacidad informativa de los resultados contables. La primera de ellas es CV_{it} , que mide la divergencia entre derechos de voto y de *cash flow* en manos del propietario dominante, calculado como cociente entre los derechos de voto y los derechos de *cash flow* de dicho accionista ⁽⁷⁾. Teniendo en cuenta el objetivo de nuestro trabajo, es fundamental controlar por esta variable. Concretamente, dado que en el análisis de los coeficientes de la regresión se supone *ceteris paribus*, la inclusión de la variable CV_{it} en el modelo supone que el coeficiente α_2 y α_3 miden el efecto que se produce en la capacidad informativa de los resultados contables a medida que varían los derechos de voto de la entidad bancaria y el fondo de inversión dominantes, respectivamente, de manera que tal variación no viene acompañada por una modificación en la divergencia entre derechos de voto y de *cash flow*.

De otra parte, con el fin de considerar el efecto de las oportunidades de crecimiento en el análisis de la relación resultados-rentabilidad se ha incluido en el modelo la variable $MKBOOK_{it}$, que mide la relación existente entre el valor de mercado de las acciones y el valor contable de los fondos propios al principio del año *t*. También se ha incorporado 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*. Por último, se incluye la dimensión de la empresa $SIZE_{it}$, medida a través del logaritmo natural del valor de mercado de las acciones al principio del año *t*. Asimismo, también hemos controlado por el efecto sector y el efecto anual.

4. ANÁLISIS EMPÍRICO

4.1. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS

Las tablas 1 y 2 muestran los estadísticos descriptivos de las variables. Concretamente, en la Tabla 1 presentamos los porcentajes de empresas en las que existe un propietario dominante, mostrando de forma explícita la ponderación de las firmas en las que existe un accionista dominante institucional, diferenciando en el mismo si se trata de una entidad bancaria o de un fondo de inversión. De esta manera se aprecia que, en promedio, en el 82,59% del total de empresas existe un propietario dominante, quedando este porcentaje distribuido de la siguiente forma: 19,71% de inversores institucionales y un 62,88% de otros accionistas de control (familias, empresas no financieras de propiedad difusa, administraciones públicas y otros). Asimismo, el porcentaje de inversores institucionales surge de la agregación de un 15,36% de en-

(6) Ver Fan y Wong (2002) para una explicación exhaustiva sobre la inclusión de las variables de control.

(7) Por definición de la ratio, CV_{it} está inversamente relacionada con la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* en manos del accionista dominante.

tidades bancarias y un 4,35% de fondos de inversión. Dichos fondos de inversión son en su mayoría *hedge funds* de naturaleza extranjera.

En cuanto a la evolución experimentada a lo largo del periodo se aprecia una reducción del peso de las entidades bancarias como accionistas dominantes, ya que mientras en el año 1996 dichos inversores representaban el 29,27% de los accionistas dominantes, a finales de 2009 representaban un 10,11%. En el caso de los fondos su evolución como propietarios controladores viene condicionada por la evolución del mercado bursátil. Así, se puede observar que hasta finales del año 2001 su peso seguía una tendencia creciente para posteriormente reducir su presencia como accionistas dominantes desde la crisis de las empresas *puntocom*. Estos datos se encuentran en consonancia con los presentados en los trabajos de Santana y Aguiar (2006) y Ruiz y Santana (2009, 2011)⁽⁸⁾.

TABLA 1
 EVOLUCIÓN DE LA PRESENCIA DE PROPIETARIOS INSTITUCIONALES DOMINANTES

	1996	2001	2006	2009	PROMEDIO
ACCIONISTA DOMINANTE (%)	87,23	83,54	84,85	82,41	82,59
<i>Accionista dominante institucional</i>	39,03	37,88	17,86	12,36	19,71
<i>Accionista dominante Entidad Bancaria</i>	29,27	27,27	14,29	10,11	15,36
<i>Accionista dominante Fondo</i>	9,76	10,61	3,57	2,25	4,35
<i>Otros accionistas dominantes</i>	48,2	45,66	66,99	70,05	62,88
PROPIEDAD DIFUSA (%)	12,77	16,46	15,15	17,59	17,41

En la tabla 2 (panel A) mostramos los estadísticos descriptivos de la variable dependiente y las variables independientes. Los valores referidos a los derechos de voto ($VBANCO_{it}$ y $VFONDO_{it}$), así como los referidos a la divergencia entre derechos de voto y de *cash flow* ($CVBANCO_{it}$ y $CVFONDO_{it}$) fueron calculados en cada submuestra en la que existía como propietario dominante una entidad bancaria o un fondo de inversión. El valor promedio de CAR_{it} es -0,0265, siendo su mediana de 0,0122. Por su parte, el valor promedio de NI_{it} es de 0,0354, con una mediana de 0,059. Tales variables no presentan, por tanto, una elevada dispersión. Asimismo, en las empresas en las que existe una entidad bancaria como propietario dominante (139 observaciones empresa-año) el promedio de derechos de voto en manos de dicho banco es de un 24,7251%, algo superior al valor de la mediana, que es de un 22,07%. Por su parte, cuando el propietario dominante es un fondo de inversión (41 observaciones empresa-año), la media desciende al 17,4234%, también mayor a la mediana (12,91%). Además, tanto en los casos en los que el accionista de referencia es una entidad bancaria como en aquellos en los que es un fondo de inversión dichos accionistas poseen

(8) Con el fin de estudiar la estabilidad de ambos tipos de accionistas dominantes, hemos realizado dos análisis. En el primero hemos calculado la desviación típica de las variaciones anuales en las participaciones de bancos y fondos, apreciándose que la correspondiente a los fondos es el doble de la referida a los bancos. Basándonos en este análisis hemos realizado un test estadístico (Kruskal-Wallis), que ha mostrado que la diferencia en la evolución de ambos grupos es estadísticamente significativa. En un segundo análisis, hemos determinado el número de años de permanencia de cada tipo de propietario institucional como accionista dominante, apreciándose que los bancos permanecen 8 veces más que los fondos en dicha posición. También para este análisis realizamos el test de Kruskal-Wallis, mostrando que tal diferencia es estadísticamente significativa.

más derechos de voto que de *cash flow*. Concretamente, para el caso del accionista dominante bancario la media de CV_{it} es del 87,05%, indicando que los niveles de *cash flow* se sitúan en términos promedios un 12,95% por debajo de sus niveles de derechos de voto. Cuando el accionista de referencia es un fondo de inversión, se aprecian menores niveles de divergencia, ya que al ser la media de CV_{it} del 95,55%, por tanto, los niveles de *cash flow* se sitúan un 4,45% por debajo de sus derechos de voto.

La matriz de correlaciones la mostramos en la Tabla 2. Panel B. Con el fin de asegurarnos de que el problema de multicolinealidad no estaba presente, hemos calculado el Factor de Inflación de la Varianza (FIV) para cada variable independiente incluida en el modelo estimado. El mayor valor FIV ascendió a 2,24, muy inferior a 5, que es el valor indicativo de que podría existir un problema de multicolinealidad (Studenmund, 1997).

TABLA 2
ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS

Panel A					
	Media	Mediana	Desviación típica	Mínimo	Máximo
CAR_{it}	-0,0265	0,0122	0,3889	-2,8488	1,9632
NI_{it}	0,0354	0,0590	0,2225	-2,4034	2,2073
$VBANCO_{it}^a$	24,7251	22,0700	13,2295	10,0000	60,5500
$VFONDO_{it}^a$	17,4234	12,9100	10,1846	10,0000	51,8800
$CVBANCO_{it}^a$	0,8705	1,0000	0,1998	0,0824	1,0000
$CVFONDO_{it}^a$	0,9555	1,0000	0,1428	0,3352	1,0000
$MKBOOK_{it}$	2,2045	1,7885	1,6170	-3,4088	9,2136
LEV_{it}	0,7197	0,6798	0,2941	0,0041	1,9660
$SIZE_{it}$	13,3131	13,1027	1,8376	9,2854	18,4796

Panel B								
	CAR_{it}	NI_{it}	$VBANCO_{it}$	$VFONDO_{it}$	$CVBANCO_{it}$	$CVFONDO_{it}$	$MKBOOK_{it}$	LEV_{it}
NI_{it}	0,08	1,00						
$VBANCO_{it}$	0,08	0,01	1,00					
$VFONDO_{it}$	-0,03	0,00	-0,07	1,00				
$CVBANCO_{it}$	0,08	0,01	0,77	-0,08	1,00			
$CVFONDO_{it}$	-0,03	0,00	-0,08	0,85	-0,09	1,00		
$MKBOOK_{it}$	0,02	-0,01	0,03	-0,03	0,00	-0,03	1,00	
LEV_{it}	0,06	0,65	0,00	-0,02	-0,02	-0,02	0,01	1,00
$SIZE_{it}$	-0,06	0,02	0,17	-0,12	0,13	-0,09	0,05	0,03

CAR_{it} : es la rentabilidad acumulada de las acciones ajustada por la evolución del mercado de la empresa i en el año t (ventana 9-3); NI_{it} : representa el resultado neto de la empresa, deflactado por el valor de mercado de las acciones al principio del año; $VBANCO_{it}$: recoge el porcentaje de derechos de voto en manos del propietario dominante bancario; $VFONDO_{it}$: recoge el porcentaje de derechos de voto en manos del propietario dominante cuando tal propietario es un fondo de inversión; $CVBANCO_{it}$: recoge la divergencia entre derechos de voto y de *cash flow* en manos del propietario dominante bancario; $CVFONDO_{it}$: recoge la divergencia entre derechos de voto y de *cash flow* en manos del propietario dominante cuando tal propietario es un fondo de inversión; $MKBOOK_{it}$: mide la relación existente entre el valor de mercado de las acciones y el valor contable de los fondos propios al principio del año t ; LEV_{it} : es la relación entre el valor contable de la deuda y el total de activos al principio del año t ; $SIZE_{it}$: es el logaritmo natural del valor de mercado de las acciones al principio del año t .^a: Datos calculados para empresas cuyo accionista dominante es una entidad bancaria o un fondo de inversión, según el caso.

TABLA 3
INCIDENCIA DE LA PROPIEDAD INSTITUCIONAL DOMINANTE EN LA CAPACIDAD
INFORMATIVA DE LOS RESULTADOS

Modelo 0 (Ec.0): $CAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NI_{it} + \eta_k + \phi_j + \varepsilon_i$

Modelo 1 (Ec.1): $CAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NI_{it} + \alpha_2 VBANCO_{it} \times NI_{it} + \alpha_3 VFONDO_{it} \times NI_{it} + \alpha_4 CVBANCO_{it} \times NI_{it} + \alpha_5 CVFONDO_{it} \times NI_{it} + \alpha_6 MKBOOK_{it} \times NI_{it} + \alpha_7 LEV_{it} \times NI_{it} + \alpha_8 SIZE_{it} \times NI_{it} + \eta_k + \phi_j + \varepsilon_i$

	<i>Modelo 0</i>	<i>Modelo 1</i>
NI_{it}	1,20 *** (5,40)	1,02 *** (6,38)
$VBANCO_{it} \times NI_{it}$		0,02 *** (3,28)
$VFONDO_{it} \times NI_{it}$		-0,01 *** (-2,61)
$CVBANCO_{it} \times NI_{it}$		0,54 *** (2,71)
$CVFONDO_{it} \times NI_{it}$		1,53 *** (17,00)
$MKBOOK_{it} \times NI_{it}$		0,20 *** (13,75)
$LEV_{it} \times NI_{it}$		0,01 *** (4,96)
$SIZE_{it} \times NI_{it}$		0,08 *** (5,58)
<i>Constante</i>	-0,07 *** (-5,23)	-0,07 *** (-5,23)
<i>Efecto año</i>		Sí
<i>Efecto sector</i>		Sí
<i>Test de Hansen</i>	15,41 (0,16)	75,32 (1,00)
<i>Test m2</i>	-0,38 (0,70)	-0,30 (0,77)
<i>Test z1</i>		14.151,00 ***
<i>Test z2</i>		44,27 ***
<i>Test z3</i>		1.530,93 ***

t-student en paréntesis: *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$; CAR_{it} es la rentabilidad acumulada de las acciones ajustada por la evolución del mercado de la empresa i en el año t (ventana 9-3); NI_{it} representa el resultado neto de la empresa, deflactado por el valor de mercado de las acciones al principio del año; $VBANCO_{it}$ recoge el porcentaje de derechos de voto en manos del propietario dominante bancario; $VFONDO_{it}$ recoge el porcentaje de derechos de voto en manos del propietario dominante cuando tal propietario es un fondo de inversión; $CVBANCO_{it}$ recoge la divergencia entre derechos de voto y de cash flow en manos del propietario dominante bancario; $CVFONDO_{it}$ recoge la divergencia entre derechos de voto y de cash flow en manos del propietario dominante cuando tal propietario es un fondo de inversión; $MKBOOK_{it}$ mide la relación existente entre el valor de mercado de las acciones y el valor contable de los fondos propios al principio del año t . LEV_{it} es la relación entre el valor contable de la deuda y el total de activos al principio del año t ; $SIZE_{it}$ es el logaritmo natural del valor de mercado de las acciones al principio del año t .

Test de Hansen. H_0 : Los instrumentos no están correlacionados con los residuos.

Test m2. H_0 : No existe correlación serial de segundo orden en los residuos en primeras diferencias.

z1, test de Wald de significación conjunta de las variables relativas a los años.

z2, test Wald de significación conjunta de las variables relativas a los sectores.

z3, test de Wald de significación conjunta de los coeficientes obtenidos.

4.2 RESULTADOS

Las regresiones han sido estimadas utilizando el Método Generalizado de los Momentos (MGM)⁽⁹⁾ desarrollado por Arellano y Bond (1991), incorporando las correcciones propuestas por Arellano y Bover (1995) y Blundell y Bond (1998). Concretamente, utilizamos la estimación MGM en niveles y en dos etapas incluida en el comando *xtabond2* de *stata* (Roodman, 2008). La estimación en dos etapas estima las regresiones con errores robustos a la heterocedasticidad. Asimismo, la versión del MGM en niveles (o en sistemas), introducido por Arellano y Bover (1995) y Blundell y Bond (1998), mejora el estimador original al combinar un conjunto de ecuaciones en primeras diferencias con niveles retardados de las variables como instrumentos adicionales. De esta manera, la metodología permite abordar tanto el problema de heterogeneidad como de endogeneidad. El problema de heterogeneidad es superado al modelizarlo con un efecto individual que es eliminado al realizarse las primeras diferencias de las variables. El problema de endogeneidad es superado al utilizarse como instrumentos de las variables independientes los retardos de las mismas. Las variables relativas a los años y a los sectores fueron consideradas estrictamente exógenas.

Para contrastar las hipótesis, estimamos la regresión correspondiente a la ecuación (Ec.1) (modelo 1, tabla 3). De este modo, los resultados del modelo 1 muestran una incidencia positiva y significativa del nivel de control del propietario institucional dominante sobre la capacidad informativa de los resultados contables en el caso de que dicho accionista sea una entidad bancaria ($\alpha_2 = 0,02$). Por su parte, los resultados muestran una incidencia negativa y significativa del nivel de control del propietario institucional dominante sobre la capacidad informativa de los resultados contables cuando dicho accionista es un fondo de inversión ($\alpha_3 = -0,01$). De este modo, los resultados alcanzados muestran la incidencia de ambos tipos de inversores institucionales en la capacidad informativa de los resultados contables, tal como se enunciaba en las hipótesis H1 y H2, siendo de signo contrario para bancos y fondos de inversión.

Dado que la primera y esencial propiedad de un instrumento es su independencia estadística con respecto a los residuos, contrastamos si los instrumentos utilizados son adecuados mediante un test de restricciones sobreidentificadas (test de Hansen en la tabla 3), bajo la hipótesis nula de que todos los instrumentos no están correlacionados con los residuos. Si la hipótesis nula es rechazada, existirían dudas sobre la idoneidad de los instrumentos (Baum, 2006). Como la hipótesis nula no es rechazada (modelo 1) (sig. 1.0), podemos concluir que los instrumentos utilizados son adecuados. Además de dicho contraste, Arellano y Bond (1991) muestran que la consistencia de los estimadores MGM depende de manera crucial de la inexistencia de correlación serial de segundo orden en los residuos en primeras diferencias. Para determinar si no existe tal correlación utilizamos el estadístico de Arellano y Bond (test m2) que contrasta la hipótesis nula de ausencia de correlación serial de los residuos en primeras diferencias. En la estimación de los modelos se puede apreciar que podemos considerar la ausencia de este tipo de correlación (sig. 0,78). Finalmente, realizamos tres contrastes adicionales: z1, un test de Wald de significación conjunta de las variables relativas a los años; z2, un test Wald de significación conjunta de las

(9) El estimador GMM fue propuesto inicialmente por Holtz-Eakin *et al.* (1988).

variables relativas a los sectores; y $z3$, un test de Wald de significación conjunta de los coeficientes obtenidos. En todos los contrastes de Wald se rechaza la hipótesis nula de ausencia de significación conjunta.

En relación con las variables de control, a medida que aumenta la divergencia entre derechos de voto y *cash flow* en manos del accionista institucional dominante disminuye la capacidad informativa de los resultados contables (los coeficientes de $CVBANCO_{it} \times NI_{it}$ y $CVFONDO_{it} \times NI_{it}$ son positivos y estadísticamente significativos). Los resultados son consistentes con la literatura precedente (e.g., Fan y Wong, 2002; Francis *et al.*, 2005; Lee, 2007; Santana *et al.*, 2007) que muestra que la mayor separación entre derechos de voto y *cash flow* en manos del propietario dominante limita la internalización de los costes derivados de cualquier actuación expropiatoria para dicho accionista, lo que reduce la capacidad informativa de los resultados contables. De este modo, el efecto negativo observado es independiente de la naturaleza del propietario institucional dominante. Sin embargo, la magnitud de los coeficientes revela que esta asociación negativa es más acentuada en el caso de los fondos. Así, a nuestro juicio la explicación de este último resultado podría encontrarse en el hecho de que, en comparación con las entidades bancarias, los fondos de inversión, cuando actúan como accionistas dominantes, poseen menor estabilidad en el capital de las empresas, menor nivel de escrutinio y menor visibilidad, lo que aumenta los incentivos a la expropiación de rentas a los minoritarios ante la presencia de estructuras que posibilitan la divergencia entre derechos de voto y *cash flow*. En este escenario, el mercado espera aún más que la información contable constituya un reflejo de los intereses particulares del fondo dominante, más que un fiel reflejo de las operaciones realizadas por la empresa.

En cuanto al resto de variables de control, se aprecia que los resultados de las empresas de mayor tamaño poseen un mayor contenido informativo, ya que el coeficiente de $NI_{it} \times SIZE_{it}$ es positivo y estadísticamente significativo. Los coeficientes de $NI_{it} \times LEV_{it}$ y de $NI_{it} \times MKBOOK_{it}$ son también positivos y significativos, indicando que el mayor endeudamiento y las mayores oportunidades de crecimiento están asociadas a una mayor capacidad informativa de los resultados contables. Todo ello está en consonancia con los resultados obtenidos, para otros contextos geográficos, por Fan y Wong (2002) y Francis *et al.* (2005).

Test de sensibilidad

Con el fin de contrastar la robustez de los resultados obtenidos hemos reestimado el modelo 1 considerando las siguientes variaciones:

- Hemos incluido una medida alternativa de CAR_{it} , utilizando una ventana que abarca el año fiscal (ventana 12-0). Los resultados aparecen recogidos en el modelo 2 de la tabla 4.
- Hemos utilizado una medida alternativa del resultado, donde el resultado neto es sustituido por el resultado de explotación. Los resultados son mostrados en el modelo 3 de la tabla 4.
- Hemos reestimado el modelo considerando una muestra que incorpora únicamente aquellas empresas en las que existe un accionista dominante (modelo 4 de la tabla 4).

TABLA 4
INCIDENCIA DE LA PROPIEDAD INSTITUCIONAL DOMINANTE EN LA CAPACIDAD INFORMATIVA
DE LOS RESULTADOS. TEST DE SENSIBILIDAD

Modelo 2 (Ec. 2): $CAR_{2it} = \alpha_0 + \alpha_1 NI_{it} + \alpha_2 VBANCO_{it} x NI_{it} + \alpha_3 VFONDO_{it} x NI_{it} + \alpha_4 CVBANCO_{it} x NI_{it} + \alpha_5 CVFONDO_{it} x NI_{it} + \alpha_6 MKBOOK_{it} x NI_{it} + \alpha_7 LEV_{it} x NI_{it} + \alpha_8 SIZE_{it} x NI_{it} + \eta_k + \phi_j + \varepsilon_i$
 Modelo 3 (Ec. 3): $CAR_{3it} = \alpha_0 + \alpha_1 NO_{it} + \alpha_2 VBANCO_{it} x NO_{it} + \alpha_3 VFONDO_{it} x NO_{it} + \alpha_4 CVBANCO_{it} x NI_{it} + \alpha_5 CVFONDO_{it} x NI_{it} + \alpha_6 MKBOOK_{it} x NO_{it} + \alpha_7 LEV_{it} x NO_{it} + \alpha_8 SIZE_{it} x NO_{it} + \eta_k + \phi_j + \varepsilon_i$
 Modelo 4 (Ec. 4): $CAR_{4it} = \alpha_0 + \alpha_1 NI_{it} + \alpha_2 VBANCO_{it} x NI_{it} + \alpha_3 VFONDO_{it} x NI_{it} + \alpha_4 CVBANCO_{it} x NI_{it} + \alpha_5 CVFONDO_{it} x NI_{it} + \alpha_6 MKBOOK_{it} x NI_{it} + \alpha_7 LEV_{it} x NI_{it} + \alpha_8 SIZE_{it} x NI_{it} + \eta_k + \phi_j + \varepsilon_i$
 Modelo 5 (Ec. 5): $CAR_{5it} = \alpha_0 + \alpha_1 NI_{it} + \alpha_2 VBANCO_{it} x NI_{it} + \alpha_3 VFONDO_{it} x NI_{it} + \alpha_4 CVBANCO_{it} x NI_{it} + \alpha_5 CVFONDO_{it} x NI_{it} + \alpha_6 QTOBIN_{it} x NI_{it} + \alpha_7 LEV_{it} x NI_{it} + \alpha_8 SIZE_{it} x NI_{it} + \eta_k + \phi_j + \varepsilon_i$
 Modelo 6 (Ec. 6): $CAR_{6it} = \alpha_0 + \alpha_1 NI_{it} + \alpha_2 VBANCO_{it} x NI_{it} + \alpha_3 VFONDO_{it} x NI_{it} + \alpha_4 CVBANCO_{it} x NI_{it} + \alpha_5 CVFONDO_{it} x NI_{it} + \alpha_6 MKBOOK_{it} x NI_{it} + \alpha_7 LEV_{it} x NI_{it} + \alpha_8 SIZE_{it} x NI_{it} + \eta_k + \phi_j + \varepsilon_i$
 Modelo 7 (Ec. 7): $CAR_{7it} = \alpha_0 + \alpha_1 NI_{it} + \alpha_2 ShapleyVBANCO_{it} x NI_{it} + \alpha_3 ShapleyVFONDO_{it} x NI_{it} + \alpha_4 CVBANCO_{it} x NI_{it} + \alpha_5 CVFONDO_{it} x NI_{it} + \alpha_6 MKBOOK_{it} x NI_{it} + \alpha_7 LEV_{it} x NI_{it} + \alpha_8 SIZE_{it} x NI_{it} + \eta_k + \phi_j + \varepsilon_i$

	Modelo 2 (CAR ₂)	Modelo 3 (NO _{it})	Modelo 4 (propietario dominante)	Modelo 5 (QTOBIN _{it})	Modelo 6 (redefiniendo el concepto de accionista dominante)	Modelo 7 (Shapley)
<i>NI_{it}</i>	1,09 *** (9,23)		1,72 *** (12,37)	1,66 *** (9,82)	0,52 *** (6,70)	0,66 *** (5,08)
<i>NO_{it}</i>		0,97 *** (6,98)				
<i>VBANCO_{it} x NI_{it}</i>	0,04 *** (17,77)		0,009 ** (2,50)	0,09 ** (2,34)	0,06 *** (10,94)	
<i>VBANCO_{it} x NO_{it}</i>		0,03 *** (2,90)				
<i>VFONDO_{it} x NI_{it}</i>	-0,02 *** (-4,32)		-0,02 *** (-2,73)	-0,07 *** (-3,22)	-0,29 *** (-2,64)	
<i>VFONDO_{it} x NO_{it}</i>		-0,22 *** (-2,60)				
<i>ShapleyBANCO_{it} x NI_{it}</i>						0,73 *** (3,94)
<i>ShapleyFONDO_{it} x NI_{it}</i>						-4,85 *** (-4,47)
<i>CVBANCO_{it} x NI_{it}</i>	1,12 *** (11,71)		0,58 *** (3,52)	0,73 *** (6,54)	2,13 *** (10,15)	0,38 ** (2,30)
<i>CVBANCO_{it} x NO_{it}</i>		1,44 *** (5,40)				
<i>CVFONDO_{it} x NI_{it}</i>	2,48 ** (2,08)		0,69 *** (3,14)	0,70 ** (2,10)	6,11 ** (2,27)	5,27 *** (5,15)
<i>CVFONDO_{it} x NO_{it}</i>		7,47 *** (4,22)				
<i>MKBOOK_{it} x NI_{it}</i>	0,14 *** (11,33)		0,15 *** (8,53)		0,42 *** (13,07)	0,23 *** (15,26)
<i>MKBOOK_{it} x NO_{it}</i>		0,10 *** (19,23)				
<i>QTOBIN_{it} x NI_{it}</i>				0,11 *** (3,64)		
<i>LEV_{it} x NI_{it}</i>	0,1 *** (5,33)		0,001 (0,73)	0,01 *** (3,81)	0,04 (1,48)	0,04 *** (3,41)
<i>LEV_{it} x NO_{it}</i>		0,007 *** (4,40)				
<i>SIZE_{it} x NI_{it}</i>	0,87 *** (8,76)		0,16 *** (12,68)	0,13 *** (9,87)	0,02 (0,74)	0,04 *** (3,90)
<i>SIZE_{it} x NO_{it}</i>		0,09 *** (6,67)				
<i>Constante</i>	-0,07 *** (-3,85)	-0,06 *** (-3,43)	-0,11 *** (-10,00)	-0,09 *** (-6,49)	-0,10 *** (-6,96)	-0,07 *** (-7,66)
<i>Efecto año</i>	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
<i>Efecto sector</i>	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí

(Continúa en la página siguiente)

TABLA 4 (CONT.)
INCIDENCIA DE LA PROPIEDAD INSTITUCIONAL DOMINANTE EN LA CAPACIDAD INFORMATIVA
DE LOS RESULTADOS. TEST DE SENSIBILIDAD

<i>Test de Hansen</i>	80,44 (1,00)	89,25 (1,00)	78,39 (1,00)	57,58 (1,00)	61,76 (1,00)	72,22 (1,00)
<i>Test m2</i>	-1,00 (0,318)	-0,70 (-0,483)	-0,45 (0,66)	-0,44 (0,66)	-1,13 (0,26)	-1,15 (0,252)
<i>Test z1</i>	3.384,45 ***	778,58 ***	10.273,62 ***	1.580,00 ***	6.458,82 ***	3.074,39 ***
<i>Test z2</i>	15,02 ***	16,94 ***	22,12 ***	37,49 ***	67,41 ***	24,96 ***
<i>Test z3</i>	619,06 ***	121,23 ***	419,43 ***	84,71 ***	1.166,89 ***	113,87 ***

t-student en paréntesis: *** $p < 0,01$; ** $p < 0,05$; * $p < 0,1$; CAR_{it} es la rentabilidad acumulada de las acciones ajustada por la evolución del mercado de la empresa i en el año t (ventana 9-3); N_{it} representa el resultado neto de la empresa, deflactado por el valor de mercado de las acciones al principio del año; NO_{it} representa el resultado de explotación de la empresa, deflactado por el valor de mercado de las acciones al principio del año. $VBANCO_{it}$ recoge el porcentaje de derechos de voto en manos del propietario dominante bancario; $VFONDO_{it}$ recoge el porcentaje de derechos de voto en manos del propietario dominante cuando tal propietario es un fondo de inversión; $CVBANCO_{it}$ recoge la divergencia entre derechos de voto y de cash flow en manos del propietario dominante bancario; $CVFONDO_{it}$ recoge la divergencia entre derechos de voto y de cash flow en manos del propietario dominante cuando tal propietario es un fondo de inversión; $MKBOOK_{it}$ mide la relación existente entre el valor de mercado de las acciones y el valor contable de los fondos propios al principio del año t . LEV_{it} es la relación entre el valor contable de la deuda y el total de activos al principio del año t . $SIZE_{it}$ es el logaritmo natural del valor de mercado de las acciones al principio del año t . $Shapley_{it}$ solución de los valores de Shapley correspondiente al mayor accionista en un juego de votos de tres accionistas; $QTOBIN_{it}$ valor de mercado de los recursos propios y ajenos dividido por el valor contable del total del activo.

Test de Hansen. Ho: Los instrumentos no están correlacionados con los residuos.

Test m2. Ho: No existe correlación serial de segundo orden en los residuos en primeras diferencias.

z1, test de Wald de significación conjunta de las variables relativas a los años.

z2, test Wald de significación conjunta de las variables relativas a los sectores.

z3, test de Wald de significación conjunta de los coeficientes obtenidos.

- Hemos utilizado como medida alternativa de $MKBOOK_{it}$ la Q de Tobin ($QTOBIN_{it}$). Los resultados son mostrados en el modelo 5 de la tabla 4.
- Hemos reestimado el modelo considerando un nivel de control mínimo del 20% para considerar un accionista como dominante (modelo 6 de la Tabla 4).
- Finalmente, con el fin de medir el control del accionista institucional dominante en términos relativos, hemos calculado los valores de *Shapley* para entidades bancarias y fondos (modelo 7 de la tabla 4). El valor de *Shapley* representa la probabilidad de que un accionista particular sea crucial para formar una coalición con mayoría absoluta de los derechos de voto. Para calcular los valores de *Shapley* los tres mayores accionistas son tratados como jugadores individuales, mientras que el resto son tratados como un «océano» (Milnor y Shapley, 1978). Si el mayor accionista tiene más del 50% de los derechos de voto el valor de *Shapley* es 1. Si el mayor accionista no tiene la mayoría de los derechos de voto, el menor poder del primer accionista conllevará menores valores de *Shapley*.

En ninguno de los casos se aprecian diferencias significativas en los coeficientes de las variables experimentales, viéndose afectada únicamente la significatividad de algunas variables de control.

CONCLUSIONES

El debate sobre el papel desempeñado por los inversores institucionales en el gobierno de la empresa y, más concretamente, el relativo a su capacidad para influir en las políticas contables seguidas por las sociedades en cuyo capital participan,

adquiere un protagonismo esencial en un contexto de cambios normativos contables y de crisis financiera mundial, en el que las repercusiones derivadas de la actuación de este tipo de entidades están siendo objeto de un profundo análisis y revisión. Así, centrando el estudio en un entorno caracterizado por la presencia de accionistas dominantes, en este trabajo analizamos la incidencia del control institucional dominante en la capacidad informativa de los resultados contables, diferenciando, en esta relación, el papel que juegan las entidades bancarias y los fondos de inversión.

A través de la metodología de las cadenas de control (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000; Faccio y Lang, 2002) y utilizando una muestra de empresas cotizadas españolas en el período 1996-2009, nuestros resultados revelan una incidencia positiva del aumento de la propiedad más allá del nivel requerido para el control efectivo en manos de la entidad bancaria dominante en la capacidad informativa de los resultados contables. Los resultados son consistentes con la presencia de un efecto alineamiento que disminuye los incentivos a la expropiación de rentas por parte de este tipo de accionista dominante, redundando en un aumento de la capacidad informativa de los resultados contables.

Por el contrario, en el caso de los fondos de inversión dominantes el aumento de la propiedad más allá del nivel requerido para el control efectivo incide negativamente en la capacidad informativa de los resultados contables. En este caso, el mercado percibe que tales incrementos de propiedad en manos de este tipo de propietarios dominantes se encuentran enmarcados dentro de la estrategia de gestión de carteras, encaminada a la obtención de mayores primas de control en el momento en el que venden su participación a un accionista potencial. Tal estrategia es consistente con la menor estabilidad de la participación de este tipo de propietario dominante, al tiempo que no se ve limitada por el menor escrutinio al que se encuentra sometida su actuación, en comparación con las entidades bancarias.

A diferencia de trabajos precedentes (*e.g.*, Fan y Wong, 2002; Santana *et al.*, 2007), los resultados de nuestro estudio enfatizan la necesidad de considerar de forma explícita el tipo de propietario dominante y el entorno institucional en el que opera la empresa cuando se investiga la asociación entre control y prácticas contables. De este modo, con la realización de este trabajo se ha obtenido evidencia empírica que permite conocer en qué medida la presencia de inversores institucionales en el control efectivo de las empresas cotizadas genera diferentes incentivos para influir en las cifras contables, de un modo que es difícil de captar en el ámbito anglosajón. Además, si bien es cierto que la existencia de accionistas de referencia en entornos de propiedad concentrada suele asociarse con una participación estable y consecuentemente con un horizonte de inversión a largo plazo (LaFond y Roychowdhury, 2008), nuestro trabajo revela cómo aún en estos contextos existen diferencias dependiendo de la naturaleza del propietario que retiene el control efectivo de la empresa. Tales diferencias, al condicionar tanto la estabilidad de la participación del accionista dominante como el nivel de escrutinio y visibilidad al que está sometida su actuación, generan incentivos que afectan de modo directo la actuación de estos accionistas dominantes en relación con las políticas contables seguidas por la empresa.

Así, con los resultados de este trabajo contribuimos al debate actual centrado en las ventajas e inconvenientes derivados del control de las empresas por parte de las instituciones financieras, proporcionando a los organismos reguladores elementos de juicio que posibiliten la adopción de medidas que promuevan una asignación más

eficiente de los recursos. En este sentido, los resultados de este estudio pueden ser de gran utilidad a organismos supervisores, dada su preocupación por el aumento de la transparencia. Igualmente, los resultados pueden ser de utilidad para inversores y analistas financieros, puesto que evidencian la importancia de considerar determinadas características específicas del sistema de gobierno de cada empresa cuando se lleva a cabo el análisis de la interrelación entre la concentración de propiedad y la credibilidad otorgada por el mercado a las cifras contables.

REFERENCIAS

- AGGARWAL, R.; EREL I., FERREIRA, M. A., y MATOS, P. 2011. Does Governance Travel Around the World? Evidence from Institutional Investors. *Journal of Financial Economics* 100: 154-181.
- ALMAZAN, A.; HARTZELL, J. C., y STARKS, L. T. 2005. Active Institutional Shareholders and Costs of Monitoring: Evidence from Executive Compensation, *Working Paper*, University of Texas at Austin.
- ANDERSON, R. C., y REEB, D. M. 2003. Founding-Family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance* 58: 1.301- 1.328.
- ARELLANO, M., y BOND, S. 1991. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies* 58: 277-297.
- ARELLANO, M., y BOVER, O. 1995. Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics* 68: 29-51.
- BALL, R., y SHIVAKUMAR, L. 2005. Earnings quality in UK private firms: Comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics* 39: 83-128.
- BARCLAY, M. J., y HOLDERNESS, C. G. 1989. Private benefits from control of public corporations, *Journal of Financial Economics* 25: 371-395.
- BARCLAY, M.J.; HOLDERNESS, C. G., y PONTIFF, J. 1993. Private benefits from block ownership and discounts on close-end funds. *Journal of Financial Economics* 33: 263-291.
- BARUCCI, E., y MATTESINI, F. 2008. Bank shareholding and lending: Complementarity or substitution? Some evidence from a panel of large Italian firms. *Journal of Banking and Finance* 32: 2.237-2.247.
- BAUM, C. 2006. *An introduction to modern econometrics using Stata*. Lakeway Drive TX: Stata Press.
- BEBCHUK, L. A. 1999. A rent-protection theory of corporate ownership and control. *National Bureau of Economic Research WP* 7203.
- BLUNDELL, R., y BOND, S. 1998. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics* 87: 115-143.
- BONA SÁNCHEZ, C.; PÉREZ ALEMÁN, J., y SANTANA MARTÍN, D. J. 2011. Ultimate Ownership and Earnings Conservatism. *European Accounting Review* 20 (1): 57-80.
- BOROKHOVICH, K.A.; BRUNARSKI, K.; HARMAN, Y. S., y PARRINO, R. 2006. Variation in the monitoring incentives of outside stockholders. *The Journal of Law and Economics* 49: 651-680.
- BRICKLEY, J.; LEASE, R., y SMITH, C. 1988. Ownership structure and voting antitakeover amendment, *Journal of Financial Economics* 20: 267-292.
- BURKART, M.; PANUNZI, F., y SHLEIFER, A. 2003. Family firms. *The Journal of Finance* 58: 2.167-2.201.
- CABEZA, G. L. y GÓMEZ, A. S. 2007. Governance and performance of Spanish privatized firms. *Corporate Governance: An International Review* 15: 503-519.

- CESTONA, M. A.; SURROCA, J., y TRIBÓ, J. A. 2005. Evolución de la relación banca-industria en España, *Working Paper*, Universidad Carlos III.
- CHEN, X.; HARFORD, J., y LI, K. 2007. Monitoring: Which institutions matter, *Journal of Financial Economics* 86: 279-305.
- CHOA, S., y RUI, O. M. 2009. Exploring the effects of china's two-tier board system and ownership structure on firm performance and earnings informativeness. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics* 16 (1) 95-118.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S., y LANG, L. H. P. 2000. The separation of ownership and control in East Asian Corporation. *Journal of Financial Economics* 58: 81-112.
- CORNETT, M. M.; MARCUS, A. J.; SAUNDERS, A., y TEHRANIAN, H. 2007. The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of Banking and Finance* 31: 1.771-1.794.
- CUERVO, A. 1991. Los grupos empresariales bancarios. *Papeles de Economía Española* 49: 237-245.
- 2002. Corporate governance mechanisms: A plea for less code of good governance and more market control, *Corporate Governance: An International Review* 10: 84-93.
- CUERVO, A.; FERNÁNDEZ, A. I., y GÓMEZ, S. 2002. Mecanismos externos de control de la empresa: el papel de los bancos y el mercado de control en entornos de baja protección del inversor. *Ekonomiaz* 50: 57-73.
- CUERVO-CAZURRA, A. 1999. Grandes accionistas y beneficios privados: el caso de bancos como accionistas de empresas no financieras. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa* 5: 21-44.
- DONNELLY, R., y LYNCH, C. 2002. The ownership structure of UK firms and the informativeness of accounting earnings. *Accounting and Business Research* 32 (4): 245-257.
- DYCK, A., y ZINGALES, L. 2004. Private Benefits of Control: An International Comparison, *The Journal of Finance* 59: 537-600.
- ELYASANY, E., y JIA, J. 2010. Distribution of institutional ownership and corporate firm performance. *Journal of Banking and Finance* 34: 606-620.
- FACCIO, L., y LANG, L. 2002. The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics* 65: 365-395.
- 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* 33: 401-425.
- FERNÁNDEZ, Z. 2001. Las relaciones Banca-Industria: un tiempo para la revisión. *Economía Industrial* 341: 13-24.
- FERREIRA, M. A., y MATOS, P. 2008. The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics* 88: 499-533.
- FIRTH, M.; FUNG, P. M. Y., y RUI, O. M. 2007. Ownership, two-tier board structure, and the informativeness of earnings. Evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy* 26 (4) 463-496.
- FRANCIS, J.; SCHIPPER, K., y VINCENT, L. 2005. Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights, *Journal of Accounting and Economics* 39 (2): 329-360.
- GALVE GÓRRIZ, C., y SALAS FUMÁS, V. 1995. Propiedad y eficiencia de la empresa: teoría y evidencias empíricas. *Información Comercial Española* 740: 119-129.
- GONZÁLEZ-MARQUEZ, V. 2009. Large Shareholders, Bank Ownership and Informativeness of Earnings. *Revista de Economía Aplicada* 51: 81-102.
- GROSSMAN, S., y HART, O. 1988. One-share-one-vote and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics* 20: 175-202.

- GILLAN, S. L., y STARKS, L. T. 2003. Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors, a global perspective. *Journal of Applied Finance* 13: 4-22.
- GORTON, G., y SCHMID, F. 2000. Universal banking and the performance of German firms. *Journal of Financial Economics* 58: 29-80.
- HADI, A. 1994. A Modification of a Method for the Detection of Outliers in Multivariate Samples. *Journal of the Royal Statistical Society* 56: 393-396.
- HOLTZ-EAKIN, D.; ROSEN, H. S., y NEWEY, W. 1988. Estimating vector autoregressions with panel data. *Econometrica* 56: 1.371-1.396.
- HOSHI, T.; KASHYAP, A., y SCHARFSTEM, D. 1993. The choice between public and private debt: An analysis of post-regulation corporate financing Japan. *NBER Working Paper*, 4421.
- IMHOFF, E. A., y LOBO, G. J. 1992. The effect of ex ante earnings uncertainty on earnings response coefficients. *The Accounting Review* 67: 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* 3: 305-360.
- JUNG, K., y KWON, S. Y. 2002. Ownership structure and earnings informativeness: Evidence from Korea. *International Journal of Accounting*, 37 (3): 301-325.
- KARMIN, C. 2000. Corporate-governance issues hamper emerging markets-stalled changes push some shareholders to abandon the field. *Wall Street Journal* Nov. 8, C1.
- LA FOND, R., y ROYCHOWDHURY, S. 2008. Managerial ownership and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research* 46 (1): 101-135.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A., y VISHNY, R. 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy* 106: 1.113-1.155.
- 2000. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics* 58: 3-27.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F., y SHLEIFER, A. 1999. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance* 54: 471-517.
- LEE, K. 2007. Corporate voluntary disclosure and the separation of cash flow rights from control rights. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 28 (4): 393-416.
- MILNOR, J. W., y SHAPLEY, L. S. 1978. Values of Large Games, II: Oceanic Games. *Mathematics of Operations Research* 3: 290-307
- MORCK, R., y YEUNG, B. 2004. Family Control and the Rent-Seeking Society. *Entrepreneurship. Theory and Practice* 28: 391-409.
- MORCK, R., WOLFENZON, D., y YEUNG, B. 2005. Corporate governance, economic entrenchment and growth. *Journal of Economics Literature* 43: 655-720.
- NENOVA, T. 2003. The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics* 68: 325-351.
- OCHOA, J. 1998. Efectos de la participación bancaria en la propiedad de las empresas no financieras sobre la trayectoria de estas últimas. *Estudios Empresariales* 97: 4-7.
- PARRINO, R.; SIAS, R. W., y STARKS, L. T. 2003. Voting with their feet: Institutional ownership changes around forced CEO turnover. *Journal of Financial* 68: 3-46.
- PEEK, E.; CUIJPERS, R., y BUIJINK, W. 2010. Creditors' and shareholders' reporting demands in public versus private firms: Evidence from Europe. *Contemporary Accounting Research* 27 (1): 49-91.
- ROODMAN, D. 2008. *XTABOND2: Stata module to extend xtabond dynamic panel data estimator*, <http://ideas.repec.org/c/boc/bocode/s435901.html> (consultada el 6 de julio de 2013).
- RUIZ MALLORQUÍ, M. V., y SANTANA MARTÍN, D. J. 2009. Ultimate Institutional Owner and Takeover Defenses in the Controlling versus Minority Shareholders Context. *Corporate Governance: An International Review* 17: 238-254.

- RUIZ MALLORQUÍ, M. V., y SANTANA MARTÍN, D. J. 2011. Dominant institutional owners and firm value. *Journal of Banking and Finance* 35: 118-129.
- SÁNCHEZ-BALLESTA, J. P., y GARCÍA-MECA, E. 2007. Ownership structure, discretionary accruals and the informativeness of earnings. *Corporate Governance* 15 (4): 677-691.
- SANTANA MARTÍN, D.J.; BONA SÁNCHEZ, C., y PÉREZ ALEMÁN, J. 2007. Estructura de propiedad y capacidad informativa de los resultados contables. *Revista Española de Financiación y Contabilidad* 133: 55-72.
- SANTANA MARTIN, D. J., y AGUIAR DÍAZ, I. 2006. El último propietario de las empresas cotizadas españolas 1996-2002. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa* 26: 47-72.
- SCHMIDT, R. H., y HRYCKIEWICZ, A. 2006. Sistemas Financieros: Importancia, diferencias y convergencia. *Papeles de Economía Española* 110: 2-19.
- SCHNEIDER-LENNÉ, E. 1992. Corporate control in Germany. *Oxford University Press and the Oxford Review of Economic Policy* 3 (8): 11-23.
- SHLEIFER, A., y VISHNY, R. W. 1997. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance* 52: 737-783.
- STEINHERR, A., y HUVENEERS, C. 1994. On the performance of differently regulated financial institutions: some empirical evidence. *Journal of Banking and Finance* 18: 271-306.
- STUDENMUND, A. H. (1997) *Using Econometrics: A Practical Approach*. Boston: Addison-Wesley.
- SUBRAMANYAM, K. R., y WILD, J. J. 1996. Going-Concern status, earnings persistence, and informativeness of earnings. *Contemporary Accounting Research* 13: 251-273.
- TEO, S. H., y WONG, T.J. 1993. Perceived auditor quality and the earnings response coefficients. *The Accounting Review* 68: 346-367.
- THOMSEN, S., y PEDERSEN, T. 2000. Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal* 21: 689-705.
- WALTER, I. 1997. Universal banking: A shareholder value perspective. *European Management Journal* 4 (15): 344-360.
- WANG, D. 2006. Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research* (44) 3: 619-656.
- WARFIELD, T. D.; WILD, J. J., y WILD, K. L. 1995. Managerial ownership, accounting choices and informativeness of earnings. *Journal of Accounting y Economics* 20: 61-91.
- WEINSTEIN, D., y YAFEH, Y. 1998. On the cost of a bank-centred financial system: Evidence from the changing main bank relations in Japan. *The Journal of Finance* 53 (2): 635-672.
- YEO, G.; TAN, P.; HO, K., y CHEN, S. 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of earnings. *Journal of Business Finance & Accounting* 29 (7 y 8) 1.023-1.046.
- YUAN, R.; ZEZHONG, J., y ZOU, H. 2008. Mutual funds' ownership and firm performance: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance* 32: 1.552-1.565.
- ZOIDO, M. 1998. Un estudio de las participaciones accionariales de los bancos en las empresas españolas. *Investigaciones Económicas* 22: 427-467.