

The logo consists of the Roman numeral 'XI' in a bold, blue, sans-serif font with a white outline. The 'X' is formed by two overlapping 'V' shapes, and the 'I' is a simple vertical bar.

Asamblea General de ALAFEC

22 al 25 de septiembre 2009

Guayaquil - Ecuador

Título de la ponencia:

**La interacción entre mecanismos
internos y externos de gobierno
corporativo como forma de control de
la discrecionalidad directiva: un
estudio para la Unión Europea**

Área Temática:
Administración-finanzas

Autor (es):

Luis Castrillo Lara*
Universidad de Burgos

María Sonia Marcos Naviera**
Universidad de Burgos

Juan Manuel San Martín Reyna***
Universidad Autónoma de Tamaulipas

*Departamento de Economía y
Administración de Empresas
Catedrático de la Universidad de Burgos
C/ Parralillos s/n 09001 Burgos.
Tel: 00 (34) 947 25 89 66
Email: lcastri@ubu.es

**Departamento de Economía y Administración de Empresas
Catedrático de la Universidad de Burgos
C/ Parralillos s/n 09001 Burgos.
Tel: 00 (34) 947 25 90 34
Email: sanmargu@ubu.es

***Unidad Académica de Ciencias Jurídicas y Sociales
Profesor-investigador de la Universidad
Autónoma de Tamaulipas
Centro Universitario Tampico Madero
C.P. 89000, Tampico, Tamaulipas, México
Tel: 00 (52) 833 2 41 20 00 ext. 3323
Email: jsanmartin@uat.edu.mx

La interacción entre mecanismos internos y externos de gobierno corporativo como forma de control de la discrecionalidad directiva: un estudio para la Unión Europea

Resumen

En este trabajo, intentamos exponer, a través de una metodología de datos de panel, un modelo explicativo que nos permita contrastar, para diferentes países, la hipótesis de interacción entre mecanismos de gobierno corporativo, tomando como referencia los sistemas legales emanados del marco institucional, así como su influencia conjunta en la discrecionalidad directiva. El artículo sugiere que el marco legal e institucional del país juega un rol importante en decisiones corporativas, tales como estructura de propiedad, financiamiento y consejo de administración. Nuestros resultados sugieren que la discrecionalidad directiva es menor en países con sistemas legales fuertes como el Ingles, en el cual diferentes mecanismos de gobierno se convierten en superfluos debido a que existe una fuerte protección al inversor.

Palabras Clave: Discrecionalidad Directiva, Mecanismos de Gobierno, Marco Institucional, Protección Legal

1. INTRODUCCIÓN

El problema de agencia entre accionistas y directivos planteado por Berle y Means (1932), como consecuencia de la dispersión del accionariado en las grandes empresas, surge cuando los aportantes de los fondos necesarios para financiar las inversiones, asumiendo el riesgo de la actividad y adquiriendo la propiedad de la empresa, se ven obligados a confiar la supervisión y dirección de la misma a alguien que posea las cualificaciones y habilidades necesarias para el desempeño de esta función. Si los accionistas tuvieran información completa sobre las oportunidades de inversión que se le presentan a la organización y sobre la actuación de los gestores de la compañía, podrían diseñar contratos completos que no dieran margen a la discrecionalidad del equipo directivo. Pero esto no es así y las acciones de la dirección, así como las oportunidades de inversión no son perfectamente observables por los propietarios, por lo que los directivos pueden incurrir en actuaciones contrarias a los intereses de los primeros.

En este contexto contractual, caracterizado por el conflicto de intereses entre accionistas y directivos, el gobierno de la empresa implica diseñar una serie de mecanismos que permitan controlar la discrecionalidad del equipo directivo, tratando de aproximar sus intereses a los de la propiedad, a la vez que se garantiza la creación de valor para los accionistas (Hart, 1995; Mayer, 1996). Se trata de establecer mecanismos de vigilancia y salvaguardia de los contratos, tanto implícitos como explícitos, entre los directivos y los accionistas (Fama y Jensen, 1983), y evitar así que el equipo directivo busque la maximización de su función de utilidad en lugar de maximizar el valor de la empresa para el conjunto de accionistas. Además, recientes investigaciones establecen que los mecanismos de gobierno a disposición de la empresa no funcionan de manera independiente a la hora de controlar a la dirección, sino que se sustituyen o complementan entre sí, por lo tanto su efecto es conjunto (Rediker y Seth, 1995; Barkema y Gómez-Mejía, 1998; Coles *et al.*, 2001; Bhagat y Jefferis, 2002).

Por otra parte, el escenario del gobierno corporativo internacional ya no puede ser entendido sin tener en cuenta las aportaciones de la corriente *law&finance* iniciada por La Porta *et al.*, (1997, 1998 y 2000) quienes han proporcionado una nueva perspectiva en el análisis del gobierno corporativo basada en la idea de que las leyes protectoras de los derechos de los inversores y el grado de cumplimiento efectivo de las mismas son los condicionantes principales del modo en que se desarrolla el gobierno de las empresas en cada país. A partir de este momento, se pone de manifiesto la necesidad del estudio conjunto del gobierno corporativo y el sistema legal, como variable representativa del marco institucional del país donde la actividad de las empresas tiene lugar.

Nuestro trabajo contribuye de manera importante a esta prolífera línea de investigación a través de un análisis conjunto de las influencias de los mecanismos internos de gobierno corporativo y la protección legal sobre la discrecionalidad directiva en siete países de la Unión Europea. Dentro de la empresa, la discrecionalidad directiva se prevé que tenga una relación negativa con la concentración de la propiedad y una relación positiva con el tamaño del consejo de administración y los niveles de deuda. Externamente, se prevé que los ajustes por devengo tengan una relación negativa con el grado de protección legal ofrecido a los inversores. Nuestros resultados sugieren que la relación entre discrecionalidad directiva y

mecanismos de control internos, tales como la estructura de propiedad y deuda, depende del marco legal ya que se puede apreciar un cambio en el sentido de la relación entre éstas, pasando de negativo a positivo en el primero de los casos, mientras que para la deuda la relación pasa de positiva a negativa en entornos institucionales con una mayor protección legal, contrastándose el efecto sustitución entre mecanismos.

PROTECCIÓN LEGAL, MECANISMOS DE GOBIERNO Y DISCRECIONALIDAD DIRECTIVA.

El sistema legal de un país se ha considerado un componente clave de su marco institucional, ya que servirá de base para el posterior establecimiento de cada una de las regulaciones promulgadas en el mismo. Por tanto, como parte del marco institucional que condiciona las transacciones entre agentes económicos, el sistema legal determina en gran medida el sistema de gobierno de las empresas y el puzzle de mecanismos que pueden utilizarse dentro del mismo. Para La Porta *et al.*, (1997, 1998, 2000) las diversas tradiciones legales entre los países son posiblemente la principal causa de diversidad entre sus gobiernos corporativos, siendo pioneros en el análisis conjunto de la protección legal del inversor y la concentración de la propiedad para casi cincuenta países. Concretamente, una mayor protección legal del inversor condicionará el comportamiento directivo, limitando la adquisición de beneficios privados de control por parte de los denominados internos, es decir, el desvío de la riqueza de la empresa hacia aquellas personas con capacidad para influir en las decisiones empresariales, a la vez que mitiga los posibles incentivos para maquillar los resultados (Hart, 1995; Leuz *et al.*, 2002; Djankov *et al.*, 2005).

Tradicionalmente se distinguen dos sistemas legales básicos de los que han emanado otros secundarios, el sistema basado en la *civil law* y el sistema basado en la *common law* (David y Brierly, 1985), propios de los países de Europa continental, los primeros, y de los países anglosajones, los segundos. En los países adscritos a la *common law*, la protección legal del inversor es mayor que en los que pertenecen al ámbito del derecho romano (La Porta *et al.*, 1997, 1998), de tal manera que los derechos de los accionistas minoritarios se ven arrojados en mayor medida. Estas diferencias en el grado de protección accionarial son el origen de otras de naturaleza corporativa, como son las existentes en el grado de concentración de la

propiedad, las cuales, a su vez, generan diferentes problemas de agencia que deben resolverse de distinta manera a través del resto de mecanismos de gobierno.

Dado que los problemas de agencia a resolver en cada caso dependerán de las condiciones ambientales, el patrón de gobierno corporativo diseñado para mitigarlos, se verá condicionado de la misma manera. En los países del ámbito anglosajón, donde existe una mayor dispersión del capital social, el conflicto de intereses se produce entre accionistas y directivos; por contra, en los países donde impera un sistema legal basado en *civil law* y donde la concentración de la propiedad es mayor, el conflicto se genera cuando los intereses de los grandes accionistas chocan con los de los accionistas minoritarios (La Porta *et al.*, 1997; Johnson *et al.*, 2000).

Una estructura accionarial concentrada, propia de los países de Europa Continental, donde el capital social de la empresa se encuentra repartido entre uno o varios accionistas importantes, supone un importante mecanismo de supervisión y control de la actuación del equipo directivo, ya que poseen mayores incentivos y mayor poder para evaluar a los gestores que los grupos de accionistas minoritarios. El tamaño de su inversión y los beneficios que pueden obtener compensan los costes de información y de control en que tienen que incurrir. La pasividad del pequeño accionista es inevitable. Los accionistas minoritarios poseen escasos incentivos para supervisar y evaluar la labor de los gestores ya que las ganancias esperadas de la supervisión no superan a los costes asociados, ni compensan el esfuerzo de coordinación que supone la actuación colectiva de todos ellos (Black, 1997).

La principal razón por la que los inversores proporcionan financiación externa a la empresa es porque reciben a cambio derechos de control sobre ella. Sin embargo, el marco institucional y el sistema legal de cada país determinan la protección legal que se da a los inversores, por tanto, cuando el sistema legal no proporciona la protección legal suficiente a los accionistas minoritarios, la mejor forma de conseguir derechos de control efectivo, a través de los derechos de voto, es convertirse en accionistas principales adquiriendo paquetes importantes de acciones. Shleifer y Vishny, (1997) concluyen que la concentración de propiedad y la protección al inversor son elementos complementarios para conseguir un sistema de gobierno corporativo eficiente y el éxito de los sistemas depende de una combinación eficiente de ambos. Por tanto, de acuerdo con La Porta *et al.*, (1998) y Roe (2000), la concentración de

propiedad reemplaza la pobre protección legal de los pequeños accionistas en aquellos países donde la protección al inversor es insuficiente.

En definitiva, la presencia de grandes accionistas dentro de la estructura de propiedad de la empresa compensa la falta de protección legal y limita el ejercicio de la discrecionalidad directiva (Brickley *et al.*, 1987), incidiendo positivamente sobre el valor a largo plazo de la empresa, y permite superar el problema *free rider* que se presenta en las operaciones de oferta pública de adquisición de acciones (Shleifer y Vishny, 1986; Morck *et al.*, 1989; Franks y Mayer, 1997).

El consejo de administración es un órgano de gobierno de primer orden, en el que los accionistas han delegado la supervisión del equipo directivo (Jensen, 1993), por lo que se considera un punto intermedio entre propietarios y gestores, cuyos miembros son elegidos por los primeros para supervisar y limitar la discrecionalidad decisoria de los segundos. La efectividad del consejo de administración está relacionada con el tamaño del mismo, desde una doble perspectiva. Por una parte, parece lógico pensar que aquellos consejos de administración con un número elevado de consejeros realicen de una forma más eficiente las tareas de supervisión y control sobre la dirección, a la vez que supone un mayor número de relaciones con el exterior de la organización y una mayor especialización de funciones en el interior del consejo, favoreciéndose así una mejor toma de decisiones (Bainbridge, 2002); sin embargo, por otro lado, las mayores necesidades de coordinación y los problemas derivados del procesamiento de la información pueden generar el efecto contrario (Jensen, 1993), ya que los consejos de administración de gran tamaño tienden a fragmentarse, reduciéndose así su capacidad colectiva para controlar a la dirección a la vez que se incrementa el número de consejeros que no participan activamente en el consejo (Bainbridge, 2002).

El grado de endeudamiento también es considerado un factor determinante en el ejercicio de la discrecionalidad directiva. La deuda implica realizar unos pagos periódicos a lo largo del tiempo, intereses pactados y devolución del principal, por lo que se reducen los fondos de libre disposición para los directivos, pues una parte de ellos debe destinarse a pagar dichas cuotas, así como los comportamientos de tipo discrecional (Jensen, 1986; Grossman y Hart, 1980).

Sin embargo, también puede ser la causa de una mayor manipulación de los resultados, basados en la hipótesis del convenio de deuda (*debt covenant hypothesis*) la cual establece que empresas con altos niveles de endeudamiento se encontraran muy cerca o en el límite de violar dichos contratos de deuda, por lo que habrá una mayor probabilidad de que el equipo directivo altere el resultado para evitar incumplir con dicho convenio (Defond y Jambalvo, 1994; Gul *et al.*, 2002).

Por tanto, vemos como la protección legal del inversor, la concentración de la propiedad, el consejo de administración y la estructura de capital, mantienen una estrecha relación con la discrecionalidad directiva, siendo piezas de un mismo puzzle. Basándonos en el marco teórico expuesto planteamos las siguientes hipótesis sobre la relación entre la discrecionalidad directiva, el gobierno de la empresa y la protección legal.

H1: Hay una relación negativa entre la discrecionalidad directiva y la concentración de la propiedad.

H2: Hay una relación positiva entre el tamaño del consejo de administración y la discrecionalidad directiva.

H3: Hay una relación positiva entre la discrecionalidad directiva y el nivel de deuda.

H4: Hay una relación negativa entre la protección legal ofrecida al inversor por un determinado sistema legal y la discrecionalidad directiva en las empresas que desarrollan su actividad en ese marco institucional.

Por último, en un intento de analizar el efecto conjunto del marco institucional y los mecanismos a disposición de la empresa, tratamos de medir el impacto de estos mecanismos de gobierno sobre la discrecionalidad directiva, pero sin dejar de considerar el entorno institucional en el que se encuentra inmersa la compañía, ya que es posible que exista interdependencia entre estos mecanismos. De este modo, planteamos una quinta hipótesis:

H5: El efecto de los mecanismos de gobierno sobre la discrecionalidad directiva dependerá del marco institucional en el que la empresa desarrolle su actividad.

MODELO DE REGRESIÓN Y VARIABLES.

El objetivo del análisis empírico propuesto es contrastar, a través de una regresión de datos de panel, la asociación entre la discrecionalidad directiva y los mecanismos de gobierno articulados por las empresas, contemplando a la vez el entorno institucional.

La variable dependiente |ADD| del modelo de regresión está determinada por el valor absoluto de los ajustes por devengo discrecionales obtenidos del modelo de Jones. Para la elección de la variables explicativas, hemos tomado como referencia los trabajos de Warfield *et al.*, (1995); Chen y Jaggi (2000); Brown y Higgins (2001); Leuz *et al.*, (2002); Gul *et al.*, (2002) y Delgado (2003), quienes analizan las repercusiones de las mismas en la discrecionalidad directiva. CP1, CP2 y CP3 están definidas como el porcentaje de participación accionarial del primero, segundo y tercer principal accionista de la compañía respectivamente. PL es la protección legal ofrecida a los inversores en cada país medida a través del *anti-self-dealing Index* desarrollado por Djankov *et al.*, (2005). Los autores proporcionan un índice de protección a los accionistas minoritarios que mide el grado en que se pueden evitar legalmente las transacciones encubiertas en beneficio propio por las personas que controlan la empresa. Se mide de 0 a 1, de tal forma que se añaden 0,25 puntos según aumentan las posibles sanciones existentes en cada país ante transacciones encubiertas, reflejando una mayor protección al inversor cuanto más se aproxime a 1. LNCON es el tamaño del consejo de administración representado por el logaritmo del número de consejeros. DEUD es la variable que refleja el endeudamiento de la empresa, medido por el pasivo exigible sobre el pasivo total. Además, también consideramos la interacción de las variables de gobierno (CP, NCONS, DEUD) con los orígenes legales de cada marco institucional: Alemán, Francés, Inglés y Escandinavo (Djankov *et al.*, 2005).

Con respecto a las variables de control y con base en lo realizado en trabajos previos, hemos incluido el *cash flow* de la compañía (CF), así como el tamaño y la rentabilidad de la empresa (TAM, ROA).

Discrecionalidad Directiva

Para contrastar las hipótesis planteadas en la sección anterior, es necesario definir una medida de la discrecionalidad directiva. De esta forma, y siguiendo la mayoría de la literatura sobre este tema, en este trabajo nos centramos en los ajustes por devengo como medida de la discrecionalidad directiva.

En un trabajo que puede considerarse pionero en la línea de investigación sobre este tema, Jones (1991), propone un modelo de expectativas para separar los componentes discrecionales y no discrecionales de los ajustes por devengo totales. En nuestro caso, partiremos de este modelo formulado por Jones (1991), para el cálculo total de los ajustes. El modelo propuesto por Jones, que se presenta en la expresión (1), regresa los ajustes por devengo observados (ADT) sobre dos variables: cambio en las ventas (ΔREV) que controla el componente normal de los ajustes por devengo del circulante; y el nivel de Inmovilizado Bruto (GPPE), que modeliza el componente no discrecional del gasto por depreciación y amortización del periodo. De esta forma, los ajustes por devengo no discrecionales (ADND) son las predicciones de la estimación por Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) de la regresión (1), mientras que los ajustes por devengo discrecionales (ADD) son los residuos de la misma.

$$ADT = \frac{\beta_0}{A_{it-1}} + \beta_1 \left(\frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{GPPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Para llevar a cabo la estimación del modelo de Jones presentado previamente, es necesaria la información de las variables contables que intervienen en el mismo para el mayor número de empresas posibles para el año en cuestión y sector de actividad. De acuerdo con García y Gill (2007), para llevar a cabo la estimación es necesario disponer de al menos 6 observaciones para cada sector¹.

¹ García y Gill (2007) en su trabajo sobre las prácticas de *earnings management*, hacen una amplia revisión de la literatura sobre este tema estableciendo que al menos 6 observaciones por sector y año es lo habitual.

Fuentes de Información, Muestra y Estadística Descriptiva

La fuente de información utilizada en este trabajo de investigación es la base de datos *Amadeus*, la cual nos ha permitido obtener la información económico-financiera, así como relativa a la propiedad y el control de las empresas de nuestra muestra. Dicha muestra se ha construido tomando como referencia tanto empresas cotizadas como no cotizadas en bolsa pertenecientes a siete países de la Unión Europea (Alemania, Bélgica, España, Grecia, Italia, Reino Unido y Suecia) con un tamaño igual o superior a 50 trabajadores y con una cifra de activo igual o superior a 27.000 euros para cada año. La muestra final consta de 765 empresas por año, pertenecientes a 7 países con un total de 87 empresas cotizadas y 678 no cotizadas para el periodo 2000-2003. El panel A y B de la tabla 1 presentan el número de observaciones empresa-año por país, así como la estadística descriptiva para las compañías de la muestra.

TABLA 1

Panel A: Tamaño de las empresas que conforman la muestra utilizada para la estimación del modelo

Años	N° de Empresas	Activo*
2000	765	4081.88
2001	765	4280.23
2002	765	4344.37
2003	765	4515.14
Media	3060 (total)	4305.40

* En millones de Euros

TABLA 1 (Continuación)
Panel B: Número de empresas por país que conforman la muestra utilizada para la estimación del modelo propuesto

Países	N° de Empresas por País
Alemania	113
Bélgica	101
España	111
Grecia	116
Italia	115
Reino Unido	105
Suecia	104
Total Anual	765
Cotizadas	87
No Cotizadas	678

En el panel A de la tabla 2 aparece la estadística descriptiva de los ADT y ADD estimados para la muestra objeto de análisis. Al igual que en otros trabajos (Warfield *et al.*, 1995; Delgado, 2003; Wang, 2006; García y Gill, 2007), la media de los ajustes por devengo totales adopta un valor negativo (4%), mientras que como podía esperarse, la media de los ajustes por devengo discrecionales para la muestra utilizada en la estimación es cero.

TABLA 2
Panel A: Estadística descriptiva de los ajustes por devengo discrecionales estimados con el Modelo de Jones

Variable	Media	Desv. Típica	Mínimo	Máximo
Ajustes Totales	-0.04	0.08	-0.66	0.48
Ajustes Discrecionales	0.000	0.08	-0.52	0.55

El panel B de la tabla 2 muestra la estadística descriptiva de las características institucionales de cada país de la muestra. Para la elaboración de estas variables se toma como referencia el trabajo realizado por Djankov *et al.*, (2005). Los orígenes legales usados se presentan en la columna dos del panel B. La proxy de protección legal de los derechos de los inversores externos es el “*Anti-self-dealing*” index (PL). El Panel C presenta la estadística descriptiva del resto de las variables usadas para la estimación empírica, donde se muestran la media, desviación típica, así como los mínimos y máximos de las variables de nuestro modelo.

Tabla 2 (continuación)
Panel B: Características institucionales de los países que conforman la muestra

La clasificación de los orígenes legales y la tradición legal están basados en el trabajo de Djankov *et al.*, (2005). El ANTI-SELF-DEALING INDEX es un índice de protección legal a los accionistas minoritarios creado por Djankov *et al.*, (2005) y mide el grado en que se pueden evitar legalmente las transacciones encubiertas en beneficio propio por las personas que controlan la empresa. Se mide de 0 a 1, reflejando una mayor protección al inversor cuando se aproxima más a 1, de tal forma que se añaden 0,25 puntos según aumentan las posibles sanciones existentes en cada país ante transacciones encubiertas.

Variable	Origen Legal	Anti-Self-Dealing Index
Alemania	Alemán	0.28
Bélgica	Francés	0.54
España	Francés	0.37
Grecia	Francés	0.23
Italia	Francés	0.39
Reino Unido	Inglés	0.93
Suecia	Escandinavo	0.34

Tabla 2 (continuación)
Panel C: Estadística Descriptiva de los parámetros estimados en el modelo

Las variables han sido calculadas a partir de 765 observaciones empresa-año; para el periodo 2000-03 en siete países. Los datos fueron obtenidos de la base de datos Amadeus. |ADD| es el valor absoluto de los *accruals* discretos obtenidos a través del modelo de Jones. CP1, CP2 y CP3 representan el porcentaje de acciones en manos del primero, segundo y tercer principal accionista de la compañía, respectivamente. PL es la protección legal ofrecida a los inversores en cada país medida a través del *anti-self-dealing Index* desarrollado por Djankov *et al.*, (2005). LNCON es el tamaño del consejo de administración representado por el logaritmo del número de consejeros. DEUD es la variable que refleja el apalancamiento de la compañía, medido por el pasivo exigible sobre el pasivo total. CF es el *cash flow* del periodo sobre el activo total al comienzo del ejercicio. LTAM está definido como el logaritmo del activo total de la empresa. ROA es la rentabilidad de la compañía.

Variable	Media	Desviación Estándar	Mínimo	Máximo
ADD	0.056	0.059	0	0.55
PL	0.46	0.21	0.23	0.93
CP1	0.37	0.26	0.01	0.99
CP2	0.42	0.23	0.01	0.99
CP3	0.45	0.21	0.01	0.99
DEUD	0.62	0.23	0.02	2.68
LNCON	6.28	3.30	1	17
ROA	0.07	0.10	-0.60	0.70
LTAM	12.49	0.99	9.13	15.64
CF	0.11	0.11	-0.72	0.84

Resultados del Análisis de Regresión

Nuestro análisis de regresión múltiple examina la relación entre discrecionalidad directiva, estructura de propiedad, protección al inversor, consejo de administración y deuda. El panel A de la tabla 3 muestra los resultados de la estimación usando los ajustes por devengo discrecionales como variable dependiente. El análisis previo sugería que la discrecionalidad directiva se encuentra sistemáticamente relacionado a las características institucionales del país, por lo que postulamos que a mayor protección del inversor, menor uso discrecionalidad de los ajustes por devengo habrá, debido a que los gestores de la compañía disfrutaban de menores beneficio de control privado y, por tanto, tendrán un menor incentivo a enmascarar el desempeño de la empresa a los inversores externos. Esta hipótesis de protección al inversor como elemento de control de la discrecionalidad directiva es una cuestión que se ha venido estudiando durante los últimos años y que recientemente se ha visto reforzada por trabajos como los de Nenova (2000); Dyck y Zingales (2004); Leuz *et al.*, (2002) y Gul *et al.*, (2002) sugiriendo que los márgenes para ejercer la discrecionalidad directiva decrecen con el nivel de protección al inversor. Consistente con esta literatura, podemos apreciar una asociación negativa y significativa entre discrecionalidad directiva y protección legal. Además, nuestros resultados muestran que la concentración de propiedad, medida en sus diferentes niveles, presenta una relación negativa con los ajustes por devengo discrecionales. Por otra parte, el tamaño del consejo y la deuda, denotan una relación positiva y significativa con la discrecionalidad directiva. Estos resultados contrastan la mayoría de nuestras hipótesis.

Intentamos contrastar la H5 con el objetivo de obtener evidencia directa sobre la interacción entre mecanismos de gobierno y el entorno institucional en el cual la empresa desarrolla su actividad, como factor determinante del mayor o menor margen de libertad a los directivos para ejercer la discrecionalidad. En regresiones anteriores, utilizamos de forma aislada la variable de protección al inversor como proxy del entorno institucional. Una aproximación alternativa es considerar la interacción entre los orígenes legales de los países y los mecanismos internos de gobierno como factor de control de la discrecionalidad directiva. De acuerdo con esto, tal y como puede apreciarse en el panel B de la tabla 3, nuestros resultados presentan una relación negativa y significativa entre la discrecionalidad directiva y la interacción de la variable concentración de propiedad con los orígenes legales Alemán,

Francés y Escandinavo. Sin embargo, cuando generamos la interacción considerando el sistema legal Inglés, la variable cambia de signo, pasando de negativo a positivo, dejándonos ver la importancia de la concentración de propiedad en países con una débil protección al inversor. Asimismo, en países con una fuerte protección legal a los inversores como el Reino Unido, la concentración de propiedad se convierte en un mecanismo de supervisión superfluo el cual lejos de contribuir a mitigar la discrecionalidad directiva tiende a fomentarla.

Los resultados con respecto al consejo de administración y endeudamiento, se encuentran en la misma dirección, ya que el primero, tal y como podemos apreciar en el panel C de la tabla 3 muestra una relación positiva con la discrecionalidad. Esta relación positiva se mantiene cuando consideramos la interacción entre el tamaño del consejo de administración y los orígenes legales Alemán, Francés y Escandinavo. Sin embargo, cuando interactúa con el sistema Inglés, la variable cambia de signo pasando de positivo a negativo, permitiéndonos observar los efectos benéficos de un consejo numeroso, siempre y cuando, éste venga acompañado de una adecuada supervisión.

Por lo que respecta a la relación entre deuda y discrecionalidad directiva, nuestros resultados indican una relación positiva y significativa entre estas dos variables, lo cual se encuentra en concordancia con la hipótesis de la deuda planteada previamente, la cual sugiere que empresas con altos ratios de endeudamiento (y, por ende, con una mayor probabilidad de violar los convenios de deuda) estarán asociadas a una mayor discrecionalidad directiva. Sin embargo, cuando consideramos su interacción con sistemas legales que ofrecen una mayor protección legal al inversor como el Inglés, la variable cambia de signo de positivo a negativo, además de ser estadísticamente significativa (ver panel D de la tabla 3). Por tanto, nuestros resultados sugieren que la relación positiva entre endeudamiento y discrecionalidad directiva es menor para empresas que se encuentran en países con un mayor nivel de protección legal a los inversores.

Finalmente, por lo que respecta a la influencia del tamaño de la empresa (LTAM), existe una relación positiva entre el tamaño y la discrecionalidad directiva, la cual puede venir explicada por la agudización de los conflictos de agencia en las grandes empresas y las mayores

dificultades vinculadas a la supervisión directiva en ese contexto como consecuencia del espectro más amplio de decisiones susceptibles de utilización interesada (Ozkan, 2002). Asimismo, el resto de las variables de control *cash flow* y rentabilidad de los activos, tienen un coeficiente positivo, además de ser significativos, lo que pone de manifiesto su relación con la discrecionalidad directiva, así como también la necesidad de su inclusión.

Tabla 3

Panel A: Estimación considerando diferentes niveles de estructura de propiedad, así como también la protección legal al inversor

La variable dependiente es |ADD|. Las variables explicativas son el porcentaje de acciones del primero, segundo y tercer principal accionista, respectivamente (CP1,CP2,CP3); el tamaño del consejo (LNCON); la protección legal (PL); endeudamiento (DEUD); el tamaño de la empresa (LTAM); *cash flow* (CF), y la rentabilidad (ROA). Hemos incluido n-1 variables *dummies* por año con el fin de controlar los efectos temporales de la estimación.

	ADD	ADD	ADD
CP1	-0.013 2.47**		
CP2		-0.016 2.36**	
CP3			-0.018 2.47**
PL	-0.011 1.67+	-0.012 1.89*	-0.013 2.03*
LNCON	0.008 2.00*	0.008 1.94*	0.008 1.89+
DEUD	0.027 4.48**	0.027 4.57**	0.027 4.56**
CF	0.080 4.63**	0.080 4.62**	0.080 4.63**
LTAM	0.002 1.55	0.002 1.57	0.002 1.61
ROA	0.080 4.12**	0.080 4.13**	0.080 4.14**
año2000	0.006 2.18*	0.006 2.18*	0.006 2.18*
año2001	0.006 2.32*	0.006 2.32*	0.006 2.31*
año2002	0.003 1.10	0.003 1.10	0.003 1.10
Constante	0.066 3.85**	0.072 4.13**	0.076 4.26**
Observaciones	3060	3060	3060
Número de ident	765	765	765
Hausman	10.36	10.63	10.63
	0.16	0.15	0.15

Valor absoluto del estadístico z en paréntesis
 + significativo al 10%; * significativo al 5%; ** significativo al 1%

Tabla 3
Panel B: Estimación considerando la interacción entre concentración de propiedad
(principal accionista) y diferentes orígenes legales

La variable dependiente es |ADD|. Las variables explicativas son el porcentaje de acciones del principal accionista (CPI); la interacción entre concentración de propiedad y los sistemas legales Alemán, Francés, Inglés y Escandinavo (CP1GO, CP1FO, CP1EO, CP1SO); tamaño del consejo (LNCON); endeudamiento (DEUD); el tamaño de la empresa (LTAM); *cash flow* (CF), y rentabilidad (ROA). Hemos incluido n-1 variables *dummies* por año para controlar los efectos temporales de la estimación.

	ADD	ADD	ADD	ADD	ADD
CPI	-0.011				
	2.00*				
CP1GO		-0.009			
		2.44*			
CP1FO			-0.007		
			2.04*		
CP1EO				0.011	
				2.59**	
CP1SO					-0.020
					4.81**
LNCON	0.004	0.005	0.003	0.004	0.003
	1.67+	2.06*	1.16	1.64	1.13
DEUD	0.027	0.021	0.022	0.023	0.022
	4.48**	3.64**	3.81**	4.06**	3.79**
CF	0.080	0.083	0.081	0.081	0.080
	4.63**	4.78**	4.65**	4.65**	4.64**
LTAM	0.002	0.003	0.003	0.003	0.004
	1.55	2.25*	2.21*	1.83	2.83**
ROA	0.080	0.083	0.083	0.082	0.078
	4.12**	4.32**	4.30**	4.25**	4.07**
año2000	0.006	0.006	0.006	0.006	0.005
	2.18*	2.12*	2.13*	2.16*	2.08*
año2001	0.006	0.006	0.006	0.006	0.006
	2.32*	2.29*	2.30*	2.31*	2.27*
año2002	0.003	0.003	0.003	0.003	0.003
	1.10	1.09	1.09	1.10	1.07
Constante	0.066	0.064	0.066	0.061	0.082
	3.85**	3.74**	3.86**	3.52**	4.73**
Observaciones	3060	3060	3060	3060	3060
Número de ident	765	765	765	765	765
Hausman	10.31	9.71	9.97	9.85	9.95
	0.17	0.20	0.19	0.19	0.19

Valor absoluto del estadístico z en paréntesis

+ significativo al 10%; * significativo al 5%; ** significativo al 1%

Tabla 3
Panel C: Estimación considerando la interacción entre tamaño del consejo y diferentes orígenes legales

La variable dependiente es |ADD|. Las variables explicativas son el porcentaje de acciones del principal accionista (CPI); tamaño del consejo (LNCON); la interacción entre tamaño del consejo y los sistemas legales Alemán, Francés, Inglés y Escandinavo (LNCONGO, LNCONFO, LNCONEO, LNCONSO); endeudamiento (DEUD); el tamaño de la empresa (LTAM); *cash flow* (CF), y rentabilidad (ROA). Hemos incluido n-1 variables *dummies* por año para controlar los efectos temporales de la estimación.

	ADD	ADD	ADD	ADD	ADD
CPI	-0.011	-0.014	-0.009	-0.012	-0.007
	2.00*	2.60**	1.67+	2.33*	1.25
LNCON	0.004				
	1.67+				
LNCONGO		0.003			
		1.54			
LNCONFO			0.005		
			3.23**		
LNCONEO				-0.005	
				2.27*	
LNCONSO					0.012
					4.28**
DEUD	0.027	0.026	0.026	0.027	0.024
	4.48**	4.43**	4.43**	4.68**	4.10**
LTAM	0.002	0.002	0.002	0.002	0.003
	1.55	1.57	1.70	1.25	2.24*
CF	0.080	0.082	0.079	0.080	0.080
	4.63**	4.70**	4.55**	4.59**	4.60**
ROA	0.080	0.080	0.079	0.078	-0.077
	4.12**	4.16**	4.10**	4.05**	4.02**
año2000	0.006	0.006	0.006	0.006	0.006
	2.18*	2.17*	2.18*	2.21*	2.13*
año2001	0.006	0.006	0.006	0.006	0.006
	2.32*	2.31*	2.32*	2.33*	2.29*
año2002	0.003	0.003	0.003	0.003	0.003
	1.10	1.10	1.10	1.10	1.09
Constante	0.066	0.069	0.065	0.064	0.080
	3.85**	4.03**	3.81**	3.72**	4.64**
Observaciones	3060	3060	3060	3060	3060
Número de ident	765	765	765	765	765
Hausman	10.31	10.19	10.17	10.23	9.83
	0.17	0.17	0.17	0.17	0.19

Valor absoluto del estadístico z en paréntesis
+ significativo al 10%; * significativo al 5%; ** significativo al 1%

Tabla 3
Panel D: Estimación considerando la interacción entre endeudamiento y diferentes orígenes legales

La variable dependiente es |ADD|. Las variables explicativas son el porcentaje de acciones del principal accionista (CPI); tamaño del consejo (LNCON); endeudamiento (DEUD); la interacción entre deuda y los sistemas legales Alemán, Francés, Inglés y Escandinavo (DEUDGO, DEUDFO, DEUDEO, DEUDSO); el tamaño de la empresa (LTAM); *cash flow* (CF), y rentabilidad (ROA). Hemos incluido n-1 variables *dummies* por año para controlar los efectos temporales de la estimación.

	ADD	ADD	ADD	ADD	ADD
CPI	-0.011	-0.009	-0.005	-0.003	-0.003
	2.00*	1.75+	0.90	1.45	0.56
LNCON	0.004	0.006	0.003	0.005	0.004
	1.67+	2.36*	1.03	2.03*	1.60
DEUD	0.027				
	4.48**				
DEUDGO		0.012			
		2.65**			
DEUDFO			0.016		
			3.83**		
DEUDEO				-0.010	
				1.70+	
DEUDSO					0.025
					3.77**
LTAM	0.002	0.002	0.002	0.002	0.003
	1.55	1.58	1.56	1.39	2.03*
CF	0.080	0.080	0.078	0.080	0.078
	4.63**	4.58**	4.48**	4.58**	4.51**
ROA	0.080	0.089	0.088	0.091	0.090
	4.12**	4.60**	4.58**	4.73**	4.67**
año2000	0.006	0.006	0.006	0.006	0.006
	2.18*	2.15*	2.28*	2.21*	2.17*
año2001	0.006	0.006	0.006	0.006	0.006
	2.32*	2.33*	2.40*	2.37*	2.37*
año2002	0.003	0.003	0.003	0.003	0.003
	1.10	1.10	1.13	1.12	1.12
Constante	0.066	0.073	0.072	0.068	0.083
	3.85**	4.23**	4.19**	3.92**	4.79**
Observaciones	3060	3060	3060	3060	3060
Número de ident	765	765	765	765	765
Hausman	10.31	8.44	6.59	7.10	10.46
	0.17	0.29	0.47	0.31	0.16

Valor absoluto del estadístico z en paréntesis
+ significativo al 10%; * significativo al 5%; ** significativo al 1%

CONCLUSIONES

En los últimos años hemos sido testigos de un creciente interés por los sistemas de dirección y control de las sociedades, el cual se pone de manifiesto en los múltiples trabajos que han proliferado sobre gobierno corporativo. Sin embargo, hasta no hace mucho tiempo, la mayoría de los trabajos que investigaban sobre este tema se habían centrado en el análisis de algunos mecanismos de gobierno, fundamentalmente internos, y en particular los relacionados con la estructura de propiedad y control (concentración accionarial, participación accionarial de la dirección, etc.) y con los consejos de administración (composición, tamaño o estructura en comités), y se circunscribían a un único país. Sin embargo, la evidencia obtenida pone de manifiesto la existencia de importantes diferencias en el gobierno de las empresas en los distintos países, pero la excesiva fragmentación de esta corriente investigadora no nos permite comprender por qué existen diferencias en los sistemas de gobierno, ya que para ello se precisa examinar distintos países conjuntamente. Por ejemplo, se evidencia empíricamente la existencia de estructuras de propiedad más concentradas en la mayoría de los países que en Estados Unidos, teniendo esta mayor concentración un efecto positivo en el valor de la empresa.

Recientes trabajos parecen situarnos en una nueva generación de investigación en gobierno corporativo internacional que se basa, por un lado, en el reconocimiento del importante impacto que las diferencias en los sistemas legales entre países puede tener en la estructura y eficiencia del gobierno corporativo, y, en consecuencia, la relevancia que en esta nueva etapa se otorga a los mecanismos externos de mercado (Denis y McConnell, 2003). Y por otro, tal y como apuntan Bushman y Smith (2001), en la idea de que una mejor comprensión del papel del gobierno corporativo requiere de nuevas investigaciones en las que se reconozca de una forma explícita la interacción entre los mecanismos de gobierno, tanto internos como externos.

Nosotros apostamos por esta nueva línea de investigación que trata, no solamente de explorar, sino de valorar el impacto de los mecanismos de control en la discrecionalidad cedida a los gestores o directores de las empresas, pero teniendo en cuenta el entorno institucional en el que la empresa desarrolla su actividad. Los diferentes mecanismos de gobierno varían de unos

países a otros y será precisamente estas diferencias las que serán utilizadas en la investigación empírica para valorar el impacto de las mismas en el resultado de las empresas. Para ello, planteamos un modelo que permita contrastar la hipótesis de interacción entre mecanismos externos de gobierno corporativo, tomando como medida la influencia de la protección legal propia del marco institucional de cada país, y los mecanismos internos, y la repercusión que dicha interacción puede tener sobre el ejercicio de la discrecionalidad. Así, basados en una muestra de 765 empresas de siete países de la Unión Europea durante el periodo 2000-2003, encontramos que la discrecionalidad directiva tiende a disminuir a medida que se concentra la propiedad, de tal forma, que la evidencia obtenida muestra como el problema del *free rider* es solventado a través de esta concentración accionarial, al encontrar una fuerte correlación negativa entre ésta y los ajustes por devengo discrecionales. Asimismo, nuestros resultados indican que a mayor protección legal ofrecida a los inversores, habrá un menor margen para que la dirección pueda ejercer dicha discrecionalidad. Por otra parte, nuestros resultados apuntan hacia una clara relación positiva del uso de ajustes por devengo discrecionales cuanto mayor sean los niveles de apalancamiento en los que se encuentra la empresa, lo que puede explicarse a través de la hipótesis de endeudamiento, la cual establece que empresas con elevados niveles de deuda (y por tanto con una mayor probabilidad de violar los convenios de deuda) estarán asociadas a una mayor discrecionalidad directiva. Finalmente, en cuanto al consejo de administración, la evidencia muestra que en consejos con un elevado número de miembros, los beneficios relativos a la mayor diversidad de opiniones se ven superados por los costos relativos a la menor operatividad y flexibilidad a la hora de la toma de decisiones y la mayor posibilidad por parte de los gestores de ejercer la discrecionalidad directiva. Derivado de lo anterior, en un intento por analizar el efecto conjunto del marco institucional y los mecanismos a disposición de la empresa, encontramos evidencia de que la asociación negativa entre concentración de propiedad y discrecionalidad directiva se vuelve más débil en entornos institucionales que ofrecen una mayor protección al inversor. Asimismo, nuestros resultados muestran que la relación positiva entre el nivel de endeudamiento y el tamaño del consejo con la discrecionalidad directiva es más débil cuando consideramos sistemas legales como el Ingles, en el cual los inversionistas cuentan con una mayor protección que aquellos sistemas basado en el *Civil Law*. Nuestros resultados muestran que países con sistemas legales fuertes como el Ingles, los mecanismos de gobierno, tales como estructura de propiedad, consejo de

administración y deuda, se convierten en mecanismos de supervisión superfluos, ya que cuando existe una fuerte protección al inversor, los gestores de la compañía disfrutan de menores beneficios de control privados y, consecuentemente, los incentivos para enmascarar los resultados de la compañía son mitigados. El análisis sugiere que entornos institucionales con una relativa dispersión de propiedad y elevados niveles de protección al inversor exhiben una menor discrecionalidad directiva que países con altos niveles de concentración de propiedad y débil protección al inversor. Por tanto, los sistemas de gobierno de las empresas deberán ser articulados utilizando los mecanismos de control y supervisión más adecuados, de acuerdo con las características del marco institucional imperante.

Estos resultados obtenidos no evaden el reconocimiento de algunas limitaciones de que padece este trabajo, como la incorporación de otros mecanismos de gobierno que, también con un carácter general, pudiesen tener importantes implicaciones en la discrecionalidad directiva. Asimismo, sería importante tener en cuenta análisis temporales más amplios, ya que modelos con base de datos más extensas podrían incorporar efectos temporales en la estimación, lo que nos proporcionaría una visión más amplia de los resultados.

Además de estas limitaciones, es necesario recalcar las diversas líneas de investigación que podrían derivarse del presente estudio. En este sentido, me parece importante avanzar en el desarrollo de estos temas a nivel Latinoamérica, es decir, ahondar en una línea de investigación relativamente reciente y poco explorada en nuestra región como es el estudio no sólo de los diferentes mecanismos de gobierno comparativo y sus impactos en aspectos de suma relevancia para la empresa como el ejercicio de la discrecionalidad por parte de directivos o la creación de valor de la misma, sino ahondar en temas relativamente nuevos como la interrelación entre estos mecanismos, ya que de acuerdo al tema central de esta asamblea que es la búsqueda de modelos educativos para la formación académica en contaduría y administración, a nosotros nos gustaría participar con nuestro pequeño grano de arena, que es fomentar dentro de los modelos educativos y, particularmente, en las líneas de investigación que de ellos se desprendan, el análisis del binomio gobierno corporativo-discrecionalidad directiva, además de coadyuvar a madurar el planteamiento sobre interacción, ya que a medida que se fomente el desarrollo de este tipo de trabajos en la región, podremos

caminar hacia nuevos horizontes en los que la investigación sobre gobierno de la empresa incorpore en sus desarrollos tanto teóricos como empíricos esa consideración de interdependencia o interacción entre los distintos mecanismos, que nos permitirá obtener nuevas conclusiones sobre su funcionamiento.

BIBLIOGRAFÍA

Agrawal, A. y Knoeber, C.R. (1996) Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (3), 377-397.

Bainbridge, S.M. (2002) Why a board? Group Decisionmaking in Corporate Governance, *Vanderbilt Law Review*, 55(1), 1-55.

Barkema, H.G. y Gómez-Mejía, L.R. (1998) Managerial Compensation and Firm Performance: A General Research Framework, *Academy of Management Journal*, 41(2), 135-145.

Berle, A. y Means, G. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. Commerce Clearing House, New York.

Berry, T.K., Fields, L.P. y Wilkins, M.S. (2006) The Interaction Among Multiple Governance Mechanisms in Young Newly Public Firms, *Journal of Corporate Finance*, 12, 449-466.

Bhagat, S. y Jefferis, R.H. Jr. (2002) *The Econometrics of Corporate Governance Studies*. Massachusetts Institute of Technology, The MIT Press.

Black, B.S. (1997) Institutional investors and corporate governance: The case for institutional voice. In Chew D.H. (ed.) *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems. A Comparison of the U.S., Japan, & Europe*. Oxford University Press.

Brown, L.D. y Higgins, H.N. (2001) Managing Earnings Surprises in the US versus 12 other Countries, *Journal of Accounting and Public Policy*, 20, 373-398.

Bushman, R.M. y Smith A.J. (2001) Financial accounting information and corporate governance, *Journal of Accounting and Economics*, 32, 237-333.

Chen, J.P. y Jaggi, B. (2000) Association between independent nonexecutive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong, *Journal of Accounting and Public Policy*, 19, pp. 285-310.

- Coles, J.W., McWilliams, V.B. y Sen, N. (2001) An Examination of the Relationship of Governance Mechanisms to Performance, *Journal of Management*, 27, 23-50.
- David, R. y Brierley, J.E. (1985) *Major Legal Systems in the World Today. An Introduction to the Comparative Study of Law*. Stevens&sons, London.
- DeFond, M.L. y Jiambalvo, J. (1994) Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals, *Journal of Accounting and Economics*, 17, 145-176.
- Delgado, M.M. (2003) Factores Determinantes de la Discrecionalidad Directiva en Materia Contable: Una Aplicación Empírica a las Empresas Cotizadas Españolas. University of Burgos.
- Djankov, S., La Porta, R., López-De-Silanes, F. y Shleifer, A. (2005) The Law and Economics of Self-Dealing, NBER Working Paper Series, Working Paper 11883, National Bureau of Economic Research.
- Dyck, A. y Zingales, L. (2004) Private benefits of control: An international comparison, *Journal of Finance*, 59, 537-600.
- Fernández, C. y Arrondo, R. (2005) Alternative internal controls as substitutes of the board of directors Corporate Governance: An International Review, 13, 856-866.
- Firth, M., Fung, P.M.Y. y Rui, O.M. (2002) Simultaneous Relationships Among Ownership, Corporate Governance, and Financial Performance, SSRN Working Paper Series, The Hong Kong Polytechnic University.
- Franks, J.R. y Mayer, C. (1997) Corporate Ownership and Control in the U.K., Germany and France, en Chew D.H. (ed.), *Studies in international corporate finance and governance systems. A comparison of the U.S., Japan, & Europe*. Oxford University Press.
- García, O. y Gill, B. (2007) The effect of the board composition and its monitoring committees on earnings management: Evidence from Spain, *Corporate Governance: An International Review*, 15, 1413-1428.
- Grossman, S. y Hart, O. (1980) Takeover Bids, the Free-Rider Problem and the Theory of the Corporation, *Bell Journal of Economy*, 11, 42-64.
- Gul, F. A., Tsui, J. S.L., Su, X. y Rong, M. (2002) Legal Protection, Enforceability and Tests of the Debt Hypothesis: An International Study. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=304539>.
- Hart, O.D. (1995) *Firms, Contracts, and Financial Structure*. Oxford University Press, London.

- Jensen, C.M. (1993) The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, *Journal of Finance*, 48: 831-880.
- Jensen, M.C. (1986) Agency Costs of Free Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Johnson, S., La Porta, R., López de Silanes, F. y Shleifer, A. (2000) Tunnelling, *American Economic Review Papers and Proceedings*, 90, 22-27.
- Jones, J. (1991) Earnings Management During Import Relief Investigations, *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.
- La Porta, R., López de Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. (1997) Legal determinants of external finance, *The Journal of Finance*, LII (3), 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F. Shleifer, A. y Vishny, R. (1998) Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 52(3), 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F. Shleifer, A. y Vishny, R. (2000) Investors Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F. y Shleifer, A. (1999) Corporate Governance Around the World, *The Journal of Finance*, 24(2), 471-517.
- Leuz, C., Nanda, D. y Wysocki, P.D. (2002): "Investor Protection and Earnings Management: And International Comparison", *Journal of Financial Economics*, 69, 505-27.
- Mayer, C. (1996) Corporate governance, competition and performance, OCDE/GD Working Paper 34709.
- Morck, R., Shleifer, A. y Vishny, R.W. (1989) Alternative Mechanisms for Corporate Control, *American Economic Review*, 79, 842-852.
- Nenova, T. (2003) The value of corporate votes and control benefits: A cross-country analysis, *Journal of Financial Economics*, 68, 325-351.
- Ozkan, A. (2002) The determinants of corporate debt maturity: evidence from UK firms, *Applied Financial Economics*, 12, 19-24.
- Rediker, K.J. y Seth, A. (1995) Boards of Directors and Substitution Effects of Alternative Governance Mechanisms, *Strategic Management Journal*, 16, 85-99.
- Roe, M.J. (2000) Political Foundations for Separating Ownership from Corporate Control, *Stanford Law Review*, 53, 539-606.

Shleifer, A. y Vishny, R. (1986) Large Shareholders and Corporate Control, Journal of Political Economy, 94(3), 461-488.

Shleifer, A. y Vishny, R. (1997) A Survey of Corporate Governance, The Journal of Finance, LII(2), 737-783.

Wang, D. (2006) Founding family ownership and earnings quality, Journal of Accounting Research, 44, 619.

Warfield, T.D.; Wild, J.J. y Wild, K.L. (1995) Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings, Journal of Accounting and Economics, 16, 61-91.