

Influencia de los bancos y cajas como accionistas y acreedores en la manipulación contable de las empresas¹

Jordi SURROCA AGUILAR

Profesor Visitante del Departamento de Economía de la Empresa,
Universidad Carlos III de Madrid

Josep A. TRIBÓ GINÉ²

Profesor Titular del Departamento de Economía de la Empresa,
Universidad Carlos III de Madrid

Resumen: En este trabajo utilizamos una base de datos formada por 2844 empresas españolas para el periodo 1996-2000 y estudiamos el efecto de la presencia de instituciones financieras –bien sea como accionistas o como acreedores– en las prácticas de manipulación de beneficios (earnings management) de las empresas. Encontramos que las instituciones financieras como accionistas estimulan las prácticas de manipulación contable en sus empresas participadas. Sin embargo, si complementan su papel de propietarios con el de acreedores su efecto es menor. Además, al distinguir entre bancos y cajas, encontramos que sólo estas últimas promueven la manipulación en los beneficios de sus empresas participadas. Por último, también hemos obtenido que al aumentar el número de instituciones financieras propietarias de una empresa, se desincentiva la manipulación de sus beneficios. En síntesis, la recomendación para acotar las prácticas de earnings management en las empresas participadas por instituciones financieras es que debe tratarse de promover tanto el número de instituciones financieras con participaciones en la empresa como la dimensión acreedora de las mismas.

Palabras clave: Gobierno de la empresa, Manipulación contable (earnings management), Participaciones bancarias, Acreedores financieros.

JEL Codes: G30, M14, M41

Abstract: In this paper, we study the impact that financial institutions have on a firm's earnings management, when acting as lenders or owners. Making use of a database of 2844 non-financial Spanish firms for the period 1996-2000, we find that when financial institutions are shareholders, they stimulate earnings management practices in participated firms, especially when these institutions are not lenders. Additionally, when we distinguish between banks and S&L institutions, we find that only the latter institutions stimulate earnings manipulation in participated firms. Finally, we find that any increase in the number of financial institutions as owners hinders earnings manipulation. Hence, a reduction in earnings management, for those firms where by financial institutions have holdings, can be achieved by increasing the number of this type of shareholder, as well as by stimulating their creditor role.

Keywords: Corporate governance, earnings management, banks' stake, financial providers.

JEL Codes: G30, M14, M41

1 Los autores quieren agradecer los comentarios de Diego Prior, de Juan María García Lara y de un evaluador de la revista. A su vez, agradecemos el respaldo financiero del Ministerio de Ciencia y Tecnología (proyecto #SEC2003-03797), del Ministerio de Educación y Ciencia (proyecto # SEJ2004-07877-C02-02 y # SEJ2006-09401); y de la Comunidad de Madrid (Proyecto #s-0505/tic/000230). Las opiniones de los autores son de su entera responsabilidad.

2 Autor de contacto.



1. INTRODUCCIÓN

La cifra de beneficios contable constituye un indicador del valor de la empresa y, como tal, accionistas, inversores potenciales, analistas financieros u otros grupos de interés basan gran parte de sus decisiones financieras en dicho indicador. La magnitud de la cifra de beneficios depende, no obstante, del juicio de los directivos de la empresa. En efecto, los propios principios contables admiten cierta flexibilidad en su interpretación y, por ello, los directivos tienen discrecionalidad para reflejar ciertos tipos de transacciones en la contabilidad de la empresa. La estimación de numerosos acontecimientos futuros como la vida útil o los valores residuales de activos a largo plazo, tasas diferidas, o pérdidas por deudas de dudoso cobro, requieren el juicio de los gestores. Es más, para computar las mismas transacciones económicas, también se puede elegir entre diferentes alternativas aceptadas, como en los métodos de amortización o los métodos de valoración de inventarios, por citar algunos ejemplos.

La utilización de la opinión de los directivos para la determinación de los beneficios contables no es necesariamente perjudicial para los usuarios de dicha información. De hecho, algunos autores (Healy y Wahlen, 1999) apuntan que, bajo determinadas circunstancias, esta discrecionalidad directiva a la hora de computar las transacciones económicas en la contabilidad de la empresa mejora la información contenida en los informes financieros. Así, los directivos pueden sacar ventaja de la flexibilidad de los principios contables para señalar información privada que poseen (Healy y Palepu, 1995).

El problema es que la flexibilidad inherente a los principios contables puede ser utilizada interesadamente por los directivos. Así, a la hora de computar las transacciones económicas que tienen lugar en la empresa, los directivos pueden seleccionar aquellos métodos que les permiten disfrutar de mayores beneficios privados. Es así cuando la flexibilidad contable da paso a la manipulación contable (o *earnings management*, en terminología anglosajona)³, que definimos como la alteración intencionada de la cifra reportada de beneficios por parte de los internos (directivos o accionistas de control) con el propósito de ocultar la situación económica real de la empresa o para obtener ventajas en la negociación de ciertos acuerdos contractuales (Healy y Wahlen, 1999). Bajo estas circunstancias, obviamente, los beneficios contables carecen del contenido informativo que se les presupone y, por extensión, decisiones financieras basadas en dicha información serán subóptimas (Yeo et al., 2002). Una consecuencia directa de dichas prácticas ha sido la progresiva pérdida de confianza de los inversores en la información contable.

Como señalan diversos autores (Beasley, 1996; Davidson III et al., 2004; Hsu y Koh, 2005; Park y Shin, 2004; Peasnell et al., 2005; Leuz et al., 2003; Yeo et al., 2002; Xie et al., 2003), la manipulación contable es una manifestación más de los problemas de agencia que caracterizan a la mayoría de organizaciones. Los internos, llámense directivos o accionistas mayoritarios, pueden utilizar el control que tienen sobre la empresa para obtener beneficios privados a costa de otros grupos de interés como accionistas minoritarios, entidades financieras o trabajadores. Obviamente, los internos tienen incentivos para ocultar los beneficios privados de los que disfrutaban, pues si los grupos de interés externos detectasen dichos beneficios, podrían emprender acciones correctoras. Una poderosa forma de ocultar dichos beneficios privados y enmascarar la cifra real de beneficios es la manipulación contable. La flexibilidad de los principios contables permite a los directivos

3 Utilizaremos ambas palabras de forma intercambiable a lo largo del texto.

exagerar los beneficios u ocultar pérdidas y así evitar la interferencia de accionistas minoritarios o acreedores. También pueden ajustar a la baja la cifra de beneficios en tiempo de bonanza para engrosar los beneficios cuando la actividad real decae. En síntesis, los internos intentan ocultar sus beneficios privados y así evitar la intervención de otros grupos de interés a través de la manipulación contable (Leuz et al., 2003).

Si contemplamos las prácticas contables fraudulentas como un tipo de coste de agencia, no es de extrañar que en los últimos tiempos hayan aparecido artículos que relacionan diversos aspectos del gobierno de la empresa con medidas de manipulación contable. Esta literatura, aún en una fase embrionaria, se ha centrado fundamentalmente en estudiar si ciertas dimensiones del gobierno de la empresa contribuyen a restringir la manipulación contable. Las dimensiones de gobierno estudiadas han sido: la composición de los consejos de administración (Beasley, 1996; Park y Shin, 2004; Peasnell et al., 2005; Xie et al., 2003); la presencia de inversores institucionales (Bushee, 1998; Rajgopal et al., 1999; Hsu y Koh, 2005; Yeo et al., 2002; González, 2006); la propiedad en manos de los directivos (Yeo et al., 2002); y la existencia e importancia de comités de auditoría independientes (Bauwhede et al., 2003; Klein, 2002; Xie et al., 2003). La conclusión que se extrae de estos estudios es que la manipulación contable será menor cuando: (i) los comités de auditoría y los consejos de administración sean independientes; (ii) los directivos posean una pequeña parte de la propiedad de la empresa (a partir de un cierto nivel de propiedad, el atrincheramiento directivo se hace patente y, con él, la manipulación contable); y (iii) la empresa tenga grandes accionistas, pues éstos asumirán el papel de controlar a la dirección. En González (2006) se matiza este resultado y se encuentra que existe una relación no lineal en forma de U invertida entre el tamaño de la participación de los grandes accionistas y la manipulación contable.

Siguiendo esta línea de investigación que relaciona el gobierno de la empresa con la manipulación contable, en este artículo estudiamos el efecto que tiene un tipo particular de inversor institucional – las entidades financieras – sobre la propensión de las empresas a llevar a cabo prácticas de manipulación del resultado. Para identificar la presencia de dichas prácticas, hemos seguido la corriente mayoritaria dentro la literatura previa sobre *earnings management* según la cual, los directivos, a través de los ajustes por devengo, tienen gran discrecionalidad a la hora de imputar determinados gastos e ingresos al resultado a lo largo del tiempo – por ejemplo, adelantando el reconocimiento de ingresos en las ventas a crédito o retrasando el reconocimiento de pérdidas posponiendo la constitución de dotaciones de provisiones por posibles pérdidas. No obstante, los ajustes por devengo no son completamente discrecionales, sino que tienen una componente no discrecional que depende de las propias condiciones económicas de la empresa. Por ello, en este trabajo adoptamos tres modelos ampliamente reconocidos en la literatura para aproximar la componente discrecional de los ajustes por devengo. Son los denominados modelos de Jones (Jones, 1991), el modelo modificado de Jones (Dechow et al., 1995), y el modelo no lineal de Jones (Ball y Shivakumar, 2006). Con ello, pretendemos dar robustez a la evidencia empírica encontrada.

La mayoría de los estudios existentes que relacionan el gobierno de la empresa con la manipulación contable (Bushee, 1998; Fan y Wong, 2002; Hsu y Koh, 2005; Rajgopal et al., 1999; Warfield et al., 1995; Yeo et al., 2002) están circunscritos a países pertenecientes al modelo anglosajón (Australia, Singapur, Estados Unidos, Gran Bretaña y Canadá). Sin embargo, en el presente estudio aportamos evidencia empírica en el contexto del marco institucional español, donde las características de la estructura de propiedad y de gobierno de la empresa combinan rasgos de los modelos anglosajón



y continental. En este contexto, dos trabajos recientes aportan algo de luz al problema. García y Gill de Albornoz (2005) encuentran, utilizando una muestra de empresas cotizadas españolas, que existe un efecto desincentivador de la presencia de consejeros representantes de inversores institucionales en la manipulación de los beneficios empresariales, si bien la presencia de consejeros independientes incentiva tales prácticas, lo que está en oposición con resultados de la literatura que ha estudiado este problema en países anglosajones. Por su parte, González (2006), que es el trabajo más cercano al nuestro, analiza específicamente el efecto moderador que tiene las participaciones bancarias en el grado de información de los beneficios. Hay que indicar que este autor se preocupa de posibles efectos no lineales y no estudia si existen prácticas de *earnings managements*, que es el objeto de nuestro estudio, sino si la conexión entre beneficios y rentabilidad relativa de las acciones de empresas cotizadas españolas está moderada por el montante de la participación accionarial. Además, en nuestro caso explotamos la dimensión acreedora de las instituciones financieras, así como la distinción entre bancos y cajas.

Es importante indicar que estudios en países de la órbita no anglosajona tienen su interés ya que permiten observar la importancia que juegan el contexto institucional y el modelo de gobierno a la hora de explicar las prácticas de manipulación de los resultados, tal como han puesto de manifiesto Leuz et al. (2003) y Ball et al. (2000). En el modelo anglosajón de gobierno, el principal problema de agencia es vertical y se sitúa en la relación entre directivos y accionistas. Por ello, la presencia de inversores relevantes incrementará la presión sobre los directivos y amplificará el escrutinio de sus decisiones, reduciendo la posibilidad de prácticas de manipulación de los resultados (Yeo et al., 2002). En el modelo continental, por otro lado, el motivo primordial de preocupación es el conflicto de agencia – horizontal – entre accionistas mayoritarios y el resto de grupos de interés (especialmente, accionistas minoritarios y entidades financieras). Por ello, el papel que pueden jugar los inversores institucionales en la reducción de las prácticas de manipulación contable será menor. De hecho, Leuz et al. (2003) demuestran que en países pertenecientes al modelo continental de gobierno con una propiedad relativamente concentrada, poca protección de los inversores, y mercados de capitales poco desarrollados, las empresas manipulan más los resultados que las empresas pertenecientes al modelo anglosajón.

Una aportación adicional de este trabajo es que, a diferencia de la mayoría de estudios sobre el tema, consideramos la identidad de los inversores, así como su número, como posibles factores relevantes para explicar la manipulación de los beneficios. En este sentido, nuestro estudio es el primero que aborda en profundidad un tipo particular de inversor institucional como son las instituciones financieras, contemplando tanto su número como su dimensión acreedora y/o propietaria, así como su distinción entre bancos y cajas.

A diferencia de otro tipo de inversores, las entidades financieras disponen de un doble canal de influencia sobre la manipulación contable, ya sea en calidad de accionistas relevantes o como acreedores de la empresa. En este trabajo, argumentamos que las entidades financieras como accionistas relevantes intentarán obtener beneficios privados de control y, para ello, recurren a prácticas de manipulación contables; mientras que, si se combina este papel como accionistas con el de acreedores, la expropiación a los minoritarios y las correspondientes manipulaciones contables asociadas tienen ya un coste excesivo puesto que afecta de forma directa a su riesgo crediticio, con lo que se limitará la manipulación. Un segundo resultado que proponemos, y para el que encontramos respaldo empírico, es que las cajas inducen en sus empresas participadas unas superiores prácticas de manipulación contable en comparación con los bancos.

El artículo se ha estructurado del siguiente modo. El siguiente apartado es teórico y contiene el desarrollo de las hipótesis. El apartado 3, describe los datos utilizados, las variables empleadas y el tratamiento de los datos seguido para el contraste de las hipótesis anteriormente formuladas. En el apartado 4 se describen los resultados del estudio y, en el apartado 5, resumimos las principales conclusiones que se derivan de nuestro análisis de las relaciones entre gobierno de la empresa y manipulación contable, señalando algunas implicaciones que se derivan del estudio e indicando líneas de trabajo futuras.

2. EL EFECTO DE LA PARTICIPACIÓN BANCARIA SOBRE LA MANIPULACIÓN CONTABLE

La manipulación de los resultados incluye un rango de prácticas que van desde el propio fraude, que obviamente supone una violación de los principios contables, hasta la gestión o maquillaje de los resultados, conocido habitualmente como *earnings management* (Park y Shin, 2004). Esta segunda acepción del término manipulación, que es la adoptada en este trabajo, no viola la normativa contable aceptada, pero se aprovecha de la flexibilidad inherente a los principios que sustentan dicha normativa para la alteración intencionada de los informes financieros públicos de la empresa (Healy y Wahlen, 1999). Teoh et al. (1998) subrayan que los directivos suelen incrementar (alternativamente, disminuir) los beneficios que reportan mediante la anticipación del reconocimiento de ingresos y el retraso en el reconocimiento de gastos.

Para explicar las razones que llevan a la realización de estas prácticas, Healy *et al.* (1999) aluden a la presión ejercida por los mercados de capitales a la que responden los directivos intentando influir sobre los precios a corto plazo; a la existencia de contratos – básicamente, contratos de incentivos y contratos de deuda – ligados a partidas contables como el beneficio; y a los intentos de los directivos para sortear ciertas normas legales. En todas estas situaciones, los directivos están utilizando la manipulación contable para extraer rentas de otros grupos de interés (Peasnell et al., 2005) y obtener así beneficios privados. Por ejemplo, al aumentar artificialmente el beneficio, los directivos incrementan el montante total de sus emolumentos al tiempo que reducen la probabilidad de ser despedidos, lo que perjudica los intereses de los accionistas.

En este contexto, estudios recientes se han centrado en la identificación de mecanismos de gobierno que contribuyan a mitigar las prácticas de manipulación del beneficio. Así, la evidencia empírica disponible señala los siguientes mecanismos de gobierno: la propiedad en manos de los directivos o la existencia de inversores institucionales; la presencia de comités de auditoría independientes; la realización de auditorías por parte de las grandes firmas del sector o la existencia de consejos de administración de cierta dimensión dominados por externos (Bauwhede et al., 2003; Beasley, 1996; Bushee, 1998; Fan y Wong, 2002; Hsu y Koh, 2005; Klein, 2002; Park y Shin, 2004; Peasnell et al., 2005; Rajgopal et al., 1999; Yeo et al., 2002; Xie et al., 2003).

Es interesante destacar que los trabajos arriba mencionados investigan la asociación entre manipulación contable y gobierno de la empresa en un contexto institucional muy diferente del Español, en el que circunscribimos el presente trabajo. En concreto, en estos trabajos se analiza la relación entre gobierno y manipulación en países como Australia, Singapur, Estados Unidos, Gran Bretaña y Canadá. Este hecho es importante, como ponen de manifiesto Ball et al. (2000) y Leuz et al. (2003). Apoyándose en el trabajo de La Porta et al. (1997), Leuz et al. (2003) concluyen que



la combinación entre protección legal de los inversores y sistemas de gobierno de la empresa está estrechamente relacionada con el nivel de manipulación contable.

Con estos precedentes, en el presente artículo, analizamos el papel que tiene un tipo particular de inversor institucional, las entidades financieras, en el contexto institucional español, y su influencia en la adopción de estas prácticas de manipulación contable. Como se explica a continuación, el papel de los inversores institucionales, y de las entidades financieras en particular, es muy diferente en el contexto europeo en relación al modelo anglosajón de gobierno de la empresa. Este es nuestro punto de partida para proponer unas hipótesis sobre la influencia de las instituciones financieras sobre la manipulación contable de las empresas participadas que resulta contraria a lo encontrado en la literatura previa que postula una relación negativa. En nuestro caso proponemos que la existencia de inversores institucionales incentiva las prácticas manipuladoras de sus empresas participadas.

2.1. Efecto de la participación de las entidades financieras como accionistas sobre la manipulación contable

El modelo anglosajón de gobierno de la empresa, o sistema orientado a los mercados, al que se circunscriben los estudios existentes hasta ahora presenta como principal rasgo la existencia de una distancia considerable entre inversores y empresas, actores que se relacionan de forma impersonal, generándose, a su vez, un importante conflicto de intereses entre directivos y accionistas. Resolver este conflicto requiere un adecuado funcionamiento de los mercados de capitales, que se garantiza a través de la transparencia y a partir de la existencia de un sistema legal (*common law*), eficiente en la protección de los intereses de los inversores. Este tipo de sistema legal hace posible que emerjan estructuras de propiedad más dispersas y que los mercados de capitales estén más desarrollados y sean más efectivos en el control de la gestión de las empresas (La Porta et al., 1997). En este modelo de gobierno, también cabe la posibilidad de que existan grandes inversores (por ejemplo, fondos de pensiones o compañías de seguros), si bien no participan activamente en la gestión de la empresa – más bien gestionan su cartera de inversiones en función de la rentabilidad ofrecida por las distintas compañías (Berglöf, 1997). La evidencia empírica disponible para Estados Unidos sugiere que estos importantes accionistas juegan también un papel importante en el gobierno de la empresa, aun cuando no participan activamente en la gestión de la misma, pues tienen suficientes incentivos para obtener información sobre la gestión de la compañía y supervisar a la dirección y, al mismo tiempo, disponen de derechos de control para reemplazar a los directivos en respuesta a pobres resultados (Shleifer y Vishny, 1997). Esto justifica que la presencia de estos inversores significativos conduzca a una supervisión más cercana de la dirección, lo que restringe los grados de libertad de la dirección para manipular los resultados (Yeo et al., 2002). Estos últimos autores apuntan, aunque no lo contrastan empíricamente, que la capacidad de estos inversores significativos para supervisar a la dirección disminuye cuando éstos participan en el accionariado de las empresas a través de estructuras piramidales o holdings (Yeo et al., 2002). Este punto es analizado en un trabajo reciente (Fan y Wong, 2002) para una muestra de siete países del sureste asiático pertenecientes también al dominio del *common law*. Estos autores obtienen que la concentración de la propiedad, apoyada en estructuras piramidales y participaciones cruzadas, genera conflictos de agencia entre internos y externos y, como consecuencia de ello, los internos reportan información contable para satisfacer sus propios intereses, disminuyendo así la credibilidad de la información para inversores externos.

Cuando nos alejamos de los países pertenecientes al dominio del *common law*, la protección legal de los inversores será menor. Este es el caso de los países cuya normativa tiene origen en el

derecho francés, alemán o escandinavo. El derecho francés, al que pertenece España, es el que peor protege a los inversores, tanto accionistas como acreedores, y el que peor garantiza el cumplimiento y aplicación de las normas legales. En tal caso, la concentración de la propiedad se concibe como una alternativa a la regulación para proteger los intereses de los inversores (La Porta et al., 1997). En virtud de su participación, estos inversores significativos tendrán los incentivos y el poder necesario para controlar de cerca la gestión, lo que tendrá un efecto positivo sobre el valor de la empresa. No obstante, en la medida que dichos inversores relevantes participen en la gestión, y sus representantes formen parte de los consejos de administración de las empresas, su presencia puede tener importantes costes, pues sus intereses no coinciden con los intereses de accionistas minoritarios, acreedores, empleados o directivos (Shleifer y Vishny, 1997). De este modo, en el ejercicio de su poder para maximizar su propia riqueza, los inversores relevantes pueden redistribuir la riqueza que correspondería al resto de grupos de interés, lo que supone una ineficiencia del sistema de gobierno continental. De hecho, como apunta Berglöf (1997), el principal problema de agencia que se establece en estos contextos institucionales es entre los internos (directivos y accionistas de referencia) y los externos (accionistas minoritarios y otros grupos de interés). En este mismo sentido, Crespí y García-Cestona (2002) apuntan que la mayor implicación de grandes accionistas en el gobierno de la empresa europea ha desplazado el problema de control y supervisión de la gestión de la empresa hacia el comportamiento de los accionistas o grupos de control mayoritarios, que a su vez detentan el poder en los órganos de gestión de la empresa.

El modelo español de gobierno es relativamente similar al que domina en los países del centro y sur de Europa. Su sistema legal, influenciado por el derecho francés, confiere poca protección a los inversores, lo que explica el elevado grado de concentración accionarial (Salas, 2002). Sin embargo, aunque se constata una elevada concentración accionarial de las empresas, ésta es ligeramente inferior a la experimentada por la mayoría de países europeos (Crespí y García-Cestona, 2001). En cualquier caso, el control efectivo de las empresas está en manos de accionistas significativos, sin que pueda hablarse de separación entre propiedad y control. Esto significa que el conflicto de interés al que se debe prestar más atención es al que puede producirse entre los accionistas de control y los accionistas minoritarios, dando lugar a rentas de control injustificadas (Salas, 2002).

En este contexto de extracción de rentas de los accionistas minoritarios por parte de los accionistas significativos se debe situar el estudio del efecto de la presencia accionarial de las entidades financieras para las empresas participadas. Así, Giner y Salas (1997) observan que la q de Tobin es menor en aquellas empresas en que participan entidades financieras en su accionariado, resultado que puede estar indicando que las entidades financieras cobran unos tipos de interés más elevados por la deuda que proveen a las empresas. Esta interpretación de los resultados de Giner y Salas (1997) obtiene apoyo empírico en el trabajo de Cuervo-Cazurra (1999). Este autor detecta que la presencia de un banco entre los tres principales accionistas de la empresa está positivamente relacionada con el nivel de endeudamiento de la empresa y negativamente con los resultados; evidencia que sugiere la existencia de conflictos de intereses entre bancos y resto de inversores financieros de la empresa. Esta misma evidencia ha sido encontrada para empresas japonesas (Weinstein y Yafeh, 1998).

De la evidencia anterior se deduce, por tanto, que los accionistas significativos (internos), y dentro de ellos las entidades financieras, disfrutaban a veces de beneficios privados del control a costa del resto de grupos de interés (externos). En esta línea, Casasola y Tribó (2004) muestran el efecto expropiador de los bancos como grandes accionistas para una muestra de empresas españolas. Este



efecto es particularmente importante si el principal accionista es un banco en lugar de otro tipo de accionista. Sin duda, una consecuencia razonable es que los internos tratarán de ocultar dichos beneficios para que los externos no lo detecten y tomen medidas disciplinarias (Shleifer y Vishny, 1997). Además, si los accionistas significativos controlan efectivamente la empresa, también disponen de capacidad de control sobre la producción de información contable. Por extensión, en su afán por ocultar sus beneficios privados, los internos tendrán incentivos en manipular el verdadero resultado de la empresa. Es decir, que la manipulación del resultado formará parte de la estrategia de expropiación de las instituciones financieras.

Por último, cabe incorporar en este análisis un último matiz que está asociado el número de instituciones financieras que participan accionarialmente en una empresa. Al incrementarse este número, la literatura (Gomes y Novaes, 2005) describe que emerge un efecto negociador –*bargaining effect*– que limita las estrategias expropiadoras de los minoritarios. Este efecto se explica por las mayores dificultades en alcanzar acuerdos por parte de accionistas cuando se incrementa el número de agentes con los que se debe de negociar. Esto, en última instancia, bloquea las diversas iniciativas de expropiación, lo que se traducirá en unos menores incentivos para la manipulación de los beneficios. De ahí que propongamos como nuestra primera hipótesis:

Hipótesis 1: *La participación de las entidades financieras como accionistas incentiva la manipulación del resultado contable de las empresas participadas. Sin embargo, el número de instituciones financieras que participan desincentiva estas prácticas.*

2.2. Efecto de la participación de las entidades financieras como acreedores sobre la manipulación contable

Es extensa la literatura que estudia la financiación relacional y, en particular, el papel que tiene la participación de las entidades financieras como acreedores en el gobierno de la empresa. Este sistema relacional centrado en los bancos puede ser una forma adecuada de canalización del ahorro privado hacia las oportunidades rentables de inversión cuando el sistema legal no funciona eficientemente, como ocurre en los sistemas legales heredados del derecho francés – caso de España –, o cuando el mercado de activos financieros carece de niveles adecuados de transparencia. También es un sistema adecuado cuando existe incertidumbre sobre la viabilidad de los proyectos, y es necesaria una cierta flexibilidad y visión a largo plazo por parte de los proveedores de capital (Petersen y Rajan, 1994). El buen funcionamiento de este sistema de financiación está apoyado en dos pilares. Primero, la entidad financiera realiza una estrecha tarea de supervisión y recolección de información en el transcurso de su relación con la empresa. Esto facilitará el acceso de las empresas a recursos con que acometer proyectos que no obtendrían financiación fuera de este modelo relacional ya que otro tipo de inversores no podrían evaluar adecuadamente los proyectos. El segundo pilar tiene que ver con el monopolio de la información generada durante la relación crediticia. En esencia, la financiación relacional precisa que la información generada a lo largo de la relación entre acreedor y empresa sea propiedad del primero y no resulte observable ni transferible a terceras partes. Bajo esta premisa, el acreedor dispone de una posición de monopolio informativo que le será de utilidad para compensar en el futuro las pérdidas incurridas en las etapas iniciales.

El estudio empírico de las consecuencias de la financiación bancaria ha revelado que, a pesar del riesgo de abuso del poder del monopolio informativo (Weinstein y Yafeh, 1998), la financiación bancaria es un instrumento de gobierno efectivo. La deuda bancaria, a diferencia de otro tipo de

endeudamiento, lleva asociado el papel supervisor ejercido por las entidades financieras. Buena prueba de ello son los resultados obtenidos por James y Wier (1987) para Estados Unidos. En dicho trabajo, los autores observan que el mercado de capitales reacciona más positivamente a anuncios de endeudamiento bancario que a empréstitos. Arrondo (2003) y González (1997) han obtenido los mismos resultados para España.

Por tanto, si financiación bancaria implica una mayor supervisión por parte de las entidades financieras, los internos tendrán menores posibilidades de realizar prácticas de manipulación de los resultados contables. Si bien es cierto, no obstante, que la literatura sobre *earnings management* ha apuntado que las empresas sujetas a restricciones financieras o aquellas empresas que atraviesan dificultades económicas y que generalmente acuden a los bancos para financiarse, tienen un poderoso incentivo a inflar sus beneficios, puesto que revelar sus problemas reales podría conducirlos a una violación del contrato de deuda (Healy y Wahlen, 1999). Teniendo en cuenta estos dos posibles efectos de la deuda, Park y Shin (2004) concluyen que el efecto supervisión acaba dominando al efecto financiación y que, por tanto, la financiación bancaria reduce las prácticas de manipulación contable. La evidencia presentada por Hsu y Koh (2005) da soporte al papel supervisor de la deuda, del mismo modo que Fan y Wong (2002), obtienen que el endeudamiento tiende a mejorar la calidad informativa de los resultados; mientras que el endeudamiento no tiene efecto sobre las medidas de manipulación en Peasnell et al. (2005).

Es preciso apuntar, por último, que en la medida que existan diversas instituciones financieras, el anterior efecto negativo asociado al abuso de la posición dominante, que dificulta la financiación bancaria, se verá reducido y con ello el riesgo crediticio de las empresas, con lo que éstas van a tener menos incentivos a manipular los beneficios. Esto nos lleva a formular la segunda de nuestras hipótesis:

Hipótesis 2: *La presencia de las entidades financieras como acreedores desincentiva las prácticas de manipulación del resultado contable en las empresas participadas. Además, esperamos que este efecto desincentivador sea más fuerte cuando existan diversas instituciones financieras.*

2.3. Efecto de la participación de las entidades financieras como accionistas y acreedores sobre la manipulación contable

El contexto institucional europeo es propicio para que las entidades financieras ejerzan un doble papel en la empresa como acreedores y accionistas de referencia (Franks y Mayer, 1997; Kroszner y Strahan, 2001). De hecho, tal como señala Puri (1996), el mercado de capitales interpreta la decisión de un banco de participar en la propiedad de la empresa como una señal de la información privada que ha acumulado como acreedor.

Varios argumentos justifican que este doble rol de las entidades financieras tiene un efecto positivo sobre el valor de la empresa.

En primer lugar, como poseedoras de los derechos de propiedad y control, las entidades financieras mejoran sus incentivos para ejercer una vigilancia exhaustiva de la gestión de la empresa (Asquith et al., 1994). Operando exclusivamente como acreedores, las mejoras de gobierno derivadas de su actuación servirían para asegurarse la devolución del principal y la remuneración fijada contractualmente (que no depende del resultado). Como accionistas significativos y acreedores a



la vez, las mejoras de gobierno seguidas por mejoras en la gestión, acabarían generando mayores resultados que serán repartidos acorde con la distribución de los derechos sobre la renta residual, siendo las entidades financieras uno de los grupos más beneficiados por su participación significativa.

En segundo lugar, la participación accionarial de las entidades financieras puede contribuir a generar valor a largo plazo cuando la empresa pasa por dificultades financieras (Berlin *et al.*, 1996). Al estar en peligro la supervivencia de la empresa, las entidades financieras pueden acceder a renegociar la deuda y convertirla en capital, pasando a ser accionistas importantes. Al tomar esta decisión, la entidad financiera también exigirá al resto de acreedores que renegocien su deuda. Pero todo este proceso de reordenación del pasivo de la empresa sólo tendrá lugar cuando la entidad financiera identifique oportunidades de negocio a largo plazo. Así, el papel combinado de accionista y acreedores reduce la ineficiencia de la liquidación de empresas con potencial futuro de creación de valor.

En tercer lugar, si previamente se ha argumentado que los accionistas relevantes tienden a coludir con los directivos para expropiar a los externos, desde el momento que la entidad financiera combina el papel de interno (accionista relevante) y externo (acreedor), ésta reducirá sus incentivos a expropiar al resto de grupos de interés.

Por tanto, los bancos al combinar su condición de accionistas con la de acreedores, no sólo tienen los máximos incentivos para supervisar la gerencia, sino que tienen menos incentivos en expropiar a los minoritarios ya que internalizan en mayor medida los costes de esta expropiación. La razón es que si implementan estas prácticas, acaban afectando al valor total de la empresa, con lo que disminuyen las probabilidades de cobrar sus créditos. Es decir, que el conflicto que surge entre el banco accionista y el banco acreedor acaba protegiendo a los minoritarios y reduce las prácticas expropiadoras lo que, en el contexto que estamos analizando, hace menos necesario el enmascarar estas prácticas a través de la manipulación contable. Por tanto, nuestra tercera hipótesis se enuncia como sigue:

Hipótesis 3: *La participación de las entidades financieras como accionistas y acreedores tiene un menor efecto en la manipulación del resultado en comparación con el caso en el que las instituciones financieras son exclusivamente propietarias*

2.4. Diferencias entre cajas de ahorros y bancos

Una de las particularidades del sistema financiero español es la fuerte presencia de las cajas de ahorros, entidades que presentan importantes peculiaridades en su forma jurídica, estructura de gobierno y segmento de negocio, frente a lo que muestran los bancos privados o las cooperativas de crédito.

En términos del negocio bancario, las cajas están legitimadas, especialmente desde que se equiparó su actividad financiera a la de los bancos, para adoptar aquellas decisiones en su actividad de intermediación que les permitan conseguir la máxima eficiencia económica. Así, las cajas de ahorros están también sujetas a la disciplina de los mercados de depósitos y créditos en los que, por otra parte, han tenido gran éxito tal como se desprende del estudio realizado por Analistas Financieros Internacionales (2003). En concreto, de este estudio se desprende que las cajas de ahorros en los últimos tiempos han ido capturando clientes de la banca privada, mejorando así

progresivamente sus cuotas de mercado, especialmente en el segmento minorista. Esto confirma la presencia de un importante grado de especialización productiva.

Sin embargo, a pesar de su especialización en el segmento minorista, las cajas también han ido jugando un papel relevante en la financiación de las empresas, tanto a través de su actividad crediticia como a través de la adquisición de capital. En su dimensión acreedora, y debido a sus objetivos fundacionales y propósito social, estas instituciones juegan un papel importante en la captación de depósitos y la concesión de créditos preferentemente a pequeñas y medianas empresas que no disponen, o tienen muy limitado, el acceso a otras alternativas de financiación como los mercados de valores. Aparte del crédito, las cajas contribuyen a la financiación empresarial a través de su toma de posición en el capital de las empresas, reduciendo su tradicional papel en la renta fija privada (herencia de la época en que estas entidades estaban sujetas a elevados coeficientes de inversión obligatoria).

A estas características operativas se unen unas características institucionales muy singulares. Las cajas son fundaciones de naturaleza privada (o fundación-empresa) y como tales se les atribuye la función social de destinar parte de sus beneficios a la realización de actividades que repercutan en el bienestar de la comunidad donde están presentes. Además, aunque las cajas son entidades sometidas al derecho privado, en ellas confluyen diferentes grupos de interés o stakeholders, lo que confiere a las cajas un estatus de organización orientada a los interesados (Crespí et al., 2004). En determinadas ocasiones, ciertos grupos de interés han acumulado una proporción importante de los votos en los órganos de gobierno de las cajas (asamblea general, consejo de dirección y comisión de control). En efecto, García-Cestona y Surroca (2006) identifican dos estructuras de propiedad alternativas en el sector de las cajas de ahorro. El primer tipo de estructura está dominada por las administraciones públicas, mientras que el segundo asigna el control a los internos, directivos y trabajadores. Según estos autores, la estructura de propiedad tiene una incidencia sobre el comportamiento de los directivos de las cajas de tal forma que éstos asegurarán sus puestos de trabajo sesgando la actuación de las cajas hacia la consecución de los objetivos de aquellos grupos sobrerrepresentados en los órganos de gobierno. Este hecho, combinado con los resultados de Crespí et al. (2004) según los cuales la rotación de los máximos ejecutivos de las cajas tiene lugar preferentemente cuando hay un cambio en la composición de la estructura de propiedad (por ejemplo, mediante fusiones entre cajas o cambios en el ciclo político), sugieren la existencia de un importante atrincheramiento directivo.

Por tanto, la combinación de la falta de especialización productiva de las cajas en el segmento de la banca de inversión con la estrategia de sus directivos para atrincherarse en su puesto de trabajo extrayendo rentas de diferentes grupos de interés para otorgarlas a los grupos sobrerrepresentados en los órganos de gobierno de estas entidades financieras, nos conduce a la conclusión de que las cajas de ahorros intentarán extraer también rentas en las empresas en las que participan y que dicha extracción de rentas será superior a la de los bancos. En este contexto, si una forma de esconder dicha extracción de rentas al resto de grupos de interés (externos) es, como se ha argumentado en apartados previos, a través de la manipulación contable, esperaremos que las cajas tendrán mayores incentivos a la realización de prácticas de maquillaje de los resultados en sus empresas participadas en comparación con los bancos.

Por último, es importante indicar que las propias cajas de ahorros realizan ellas mismas más manipulación contable que la banca privada (Salas, 1999). Saurina (1999) explica este resultado



en términos del superior alisamiento de beneficios que se produce en este tipo de entidad fruto de la inexistencia de unos accionistas a los que rendir cuentas. Además, las cajas tienen otro incentivo a ajustar al alza sus niveles reportados de beneficio puesto que así pueden presentarse delante de la sociedad como entidades solventes y socialmente comprometidas en la medida que la cifra dedicada a obra social está determinada como un porcentaje de los beneficios contables (Blasco y Pelegrín, 2005). Por tanto, es de esperar que las cajas extiendan estas prácticas de *earnings management* a sus empresas participadas, entre otras cosas porque de esta forma tendrán más grados de libertad con los que poder manipular sus resultados consolidados al incorporar los activos en los que participen accionarialmente.

Los anteriores argumentos nos sirven para proponer la siguiente hipótesis:

Hipótesis 4: *La participación de las cajas de ahorros como accionistas y/o acreedores tendrá en efecto comparativamente mayor que los bancos privados sobre la manipulación de los resultados contables de las empresas participadas.*

3. ANÁLISIS EMPÍRICO

3.1. La muestra

La base de datos que utilizamos para realizar este estudio es la base SABI que está confeccionada y mantenida por Bureau van Dijk (BvD) a partir de información contable que suministran las empresas al Registro Mercantil. Para realizar nuestro estudio contamos con información financiera detallada, que también incluye las características de la estructura de propiedad de empresas manufactureras españolas. La base sobre la que trabajamos para computar los ajustes por devengo, que tal como comentaremos más adelante es nuestra proxy de *earnings management*, está formada por 7076 observaciones que corresponden a 2844 empresas españolas con la forma societaria de Sociedad Anónima para el periodo 1996-2000. Este es el resultado de depurar de forma extensiva la muestra de empresas para las que exigimos que tengan un activo mínimo de 1 millón de euros con objeto de tener confianza en los datos proporcionados. A su vez, exigimos que den información sobre todas las variables que definen la especificación básica (ver expresión [7]). Esta es la información necesaria para calcular los ajustes por devengo anormales, así como la estructura de propiedad (magnitud de las participaciones y tipo), el número de acreedores financieros, las inversiones en I+D, la estructura financiera, el tamaño, edad y beneficios. Además, hemos aplicado una serie de filtros naturales de regularización que nos han llevado a eliminar aquellas empresas que tengan deudas, empleados ventas o inmovilizados negativos. Por último, hemos eliminado *outliers* aplicando la metodología desarrollada por Hadi (1992 y 1994).⁴ De este conjunto de empresas hay 69 (que corresponden a 157 observaciones) en las que aparece una institución financiera como accionista, las cuales tienen una participación media del 8% (ver Tabla 2, Columna 5), siendo 1.02 el número medio de instituciones financieras que aparecen como propietarias y de 3.5 el número que aparece como acreedoras dentro del conjunto de empresas participada por instituciones financieras. Por último, indicar que hay 61 empresas cotizadas, de las cuales hay 31 participadas por instituciones financieras (un 45% del total de empresas participadas).

⁴ Esta metodología mide la distancia entre las distintas observaciones y de una forma iterativa elimina aquellas que son más distantes. En nuestro caso, se eliminan 240 observaciones.

3.2. VARIABLES

A/ Los ajustes por devengo

La variable central que pretendemos explicar es la de manipulación de los beneficios. Para aproximar esta variable, utilizamos como referencia los ajustes por devengo anormales *-discretionary accruals-* (Healy y Wahlen, 1999). Para calcular estos ajustes, se precisa, en primer lugar, computar los ajustes de devengo totales (ADT), tal como son descritos en la literatura (Jones, 1991; Dechow *et al.*, 1995). Para ello, utilizamos información contable presente en los balances de las empresas, y aplicamos la siguiente expresión:

$$ADT = (\Delta ACTLIQ - \Delta CASH) - (\Delta PASLIQ - \Delta DEUDACP) - DEPREC \quad [1]$$

Donde $\Delta ACTLIQ$ representan las variaciones en el activo líquido, $\Delta Cash$ son las variaciones de tesorería, $\Delta PASLIQ$ son las variaciones en el pasivo líquido, $\Delta DEUDACP$ son las variaciones en la deuda a corto plazo, y $DEPREC$ corresponden a las depreciaciones del inmovilizado material.

Una vez calculados los ADT, utilizaremos diversos modelos de predicción de éstos basados tanto en características externas de la empresa tales como la estructura del sector, el momento del ciclo, así como en características internas de la empresa tales como la proporción de activos tangibles o el crecimiento de la empresa. Esto nos va a permitir obtener los ajustes por devengo no discrecionales (ADND), que serían el nivel esperado de ADT teniendo en cuenta estas características. La diferencia entre los ADT y los ADND, serían los ajustes por devengo no esperados o ajustes por devengo discrecionales (ADD), que se asociarían a la manipulación de los beneficios llevada a cabo por la gerencia.

En este trabajo vamos a utilizar 3 modelos para computar los ADD. Estos son: 1) el modelo de Jones (1991); 2) el modelo modificado de Jones (Dechow *et al.*, 1995), y 3) el modelo no lineal de Jones (Ball y Shivakumar, 2006). De esta forma, se van a definir las variables *Manip_Benef1*, *Manip_Benef2*, *Manip_Benef3* respectivamente a partir de los ADD obtenidos a partir de cada modelo.

El modelo de Jones regresa los ADT en función de dos variables: la primera corresponde a las variaciones en las ventas ($\Delta Ventas$), que es la fuente natural de ajustes por devengo de circulante o a corto plazo (García y Gill de Albornoz, 2005). La segunda variable es el inmovilizado material bruto (*Inmovil_Material*), la cual es una medida del gasto no discrecional asociado a las amortizaciones, que es la principal componente de los ajustes por devengo a largo plazo. A su vez, y siguiendo la aproximación estándar en esta literatura, deflactamos las variables por los activos totales en el periodo anterior con objeto de reducir los problemas de heteroscedasticidad. Es decir, estimamos la siguiente regresión para las diversas empresas i que pertenecen al sector I y año t :

$$\frac{ADT_{it}}{A_{it-1}} = \hat{\alpha}_{it}^J + \hat{\beta}_{it}^J \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \hat{\gamma}_{it}^J \left(\frac{\Delta Ventas_{it}}{A_{it-1}} \right) + \hat{\delta}_{it}^J \left(\frac{Inmovil_Material_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad [2]$$



Donde A_{it-1} son los activos totales de la empresa en el periodo t-1 (el superíndice J significa modelo de Jones).

La propuesta original de Jones realiza la estimación de [2] utilizando la serie temporal por empresa lo más larga posible. Sin embargo, en este trabajo, teniendo en cuenta las características de nuestro panel, hemos optado por seguir el trabajo de DeFond y Jiambalvo (1994), así como la recomendación de Kothari et al, (2005) según la cual se consigue una mejor potencia en este tipo de modelos si las empresas se emparejan por ROA. Esto nos lleva a estimar el modelo [2] utilizando datos de corte transversal distribuidos por cuartil de ROA en el sector (1 dígito de la clasificación CNAE93) y año correspondiente. Además, la literatura más reciente (Gaver et al., 1995; Peasnell et al., 2000), muestra que la estimación de sección cruzada da mejores resultados al permitir la variabilidad de los coeficientes a lo largo del tiempo, a diferencia de la estimación de serie temporal por empresa. Seguiremos, por tanto, esta estrategia en todos los modelos.

Siguiendo con el proceso de cálculo, una vez hemos estimado la ecuación [2], y hemos computado los parámetros $(\hat{\alpha}_{CIt}^J, \hat{\beta}_{CIt}^J, \hat{\gamma}_{CIt}^J, \hat{\delta}_{CIt}^J)$ para cada cuartil C, sector I y año t, calculamos los ADD para la empresa i que pertenece al cuartil C del sector I en el año t de la siguiente forma:

$$\frac{ADD_{it}}{A_{it-1}} = \frac{ADT_{it}}{A_{it-1}} - (\hat{\alpha}_{CIt}^J + \hat{\beta}_{CIt}^J \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \hat{\gamma}_{CIt}^J \left(\frac{\Delta Ventas_{it}}{A_{it-1}} \right) + \hat{\delta}_{CIt}^J \left(\frac{Inmovil - Material_{it}}{A_{it-1}} \right)) \quad [3]$$

Un supuesto implícito en el modelo del Jones es que los ingresos no son discrecionales. Este supuesto ha sido cuestionado por diversos autores como Dechow et al. (1995) ya que los gerentes pueden alterar la secuencia de los mismos a través de ajustes contables basados en, por ejemplo, anticipar las ventas (este hecho se vería reflejado en un incremento en la partida de deudores). Esta circunstancia llevó a Dechow et al. (1995) a proponer que en el computo de los ADND, se utilizasen los coeficientes obtenidos en el modelo de Jones $(\hat{\alpha}_{CIt}^J, \hat{\beta}_{CIt}^J, \hat{\gamma}_{CIt}^J, \hat{\delta}_{CIt}^J)$, pero en lugar de multiplicar $\hat{\gamma}_{CIt}^J$ por las variaciones en las ventas, se detrajese de éstas las variaciones en la cuenta de deudores netos entre el periodo t y t-1 ($\Delta Deudores _ Netos$). Es decir, que los ADD según este modelo quedarían:

$$\frac{ADD_{it}}{A_{it-1}} = \frac{ADT_{it}}{A_{it-1}} - (\hat{\alpha}_{CIt}^J + \hat{\beta}_{CIt}^J \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \hat{\gamma}_{CIt}^J \left(\frac{(\Delta Ventas - \Delta Deudores)_{it}}{A_{it-1}} \right) + \hat{\delta}_{CIt}^J \left(\frac{Inmovil - Material_{it}}{A_{it-1}} \right)) \quad [4]$$

El último modelo que contemplamos, toma como referencia un reciente trabajo de Ball y Shivakumar (2006). Estos autores identifican una fuente adicional de mala especificación en los modelos del tipo Jones, que está relacionada con el comportamiento asimétrico que se observa en las empresas en su reconocimiento de ganancias, por un lado, y pérdidas, por el otro. En general, las empresas muestran elevadas reticencias en el reconocimiento de las pérdidas, lo que sugiere que la relación entre los ADT y el cash-flow no es lineal. La propuesta de Ball y Shivakumar (2006) es incorporar en la especificación del modelo de Jones una serie de términos que dependen del cash-flow de una forma truncada (así se rompe la linealidad). En concreto, la especificación que consideran es la siguiente (el superíndice B denota Ball y Shivakumar):

$$\frac{ADT_{it}}{A_{it-1}} = \hat{\alpha}_{CIt}^B + \hat{\beta}_{CIt}^B \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \hat{\gamma}_{CIt}^B \left(\frac{\Delta Ventas_{it}}{A_{it-1}} \right) + \hat{\delta}_{CIt}^B \left(\frac{Inmovil_Material_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{CIt}^B (Var)_{it} + \varphi_{CIt}^B (dummyVar)_{it} + \eta_{CIt}^B (Var) \times (dummyVar)_{it} + \mu_{it} \quad [6]$$

Donde *Var* es una proxy de ganancia o pérdida del cash-flow respecto a una referencia. En el artículo de Ball y Shivakumar, (2006) hay diversas posibles referencias para definir esta variable. Una de ellas, que es la que consideramos en este trabajo, es la diferencia entre el cash-flow de la empresa y el del sector correspondiente en el año de la observación. Por otra parte, *dummyVar* es una variable dicotómica que vale 1 si *Var* es negativa, y 0 en los otros casos.

Una vez estimada la especificación [6] para cada uno de los cuartiles de los 10 sectores CNAE93 a 1 dígito y de los 5 años de la muestra, se hallan los ADND como el valor esperado que resulta de suponer nulo el término de error, y a partir de la diferencia de ADT y ADND, se puede hallar los ADD. Es importante indicar que en todos los modelos, la medida final que tomamos para caracterizar los ajustes por devengo anormales es el valor absoluto de los ADD.⁵ Esto hace que en caso de ADD negativos, cuando se produce una reducción de los ajustes por devengo al alza para acercarse al valor esperado, la medida debe señalar un decremento en la manipulación y no un incremento que es lo que mostraría si se tomase como proxy los ADD sin valor absoluto (se reducirían los ADD negativos, lo que supondría erróneamente un incremento en la manipulación).

Por tanto, tenemos tres medidas de manipulación contable de los beneficios, cuya distribución por sector se presenta a continuación:

Tabla 1: Distribución de la Variable de Manipulación de Beneficios por Sector

La variable Manip_Benef1 son los ajustes por devengo discrecionales en valor absoluto que resultan de aplicar el modelo de Jones (1991), Manip_Benef2 son los ajustes por devengo discrecional en valor absoluto tras aplicar el modelo modificado de Jones, y Manip_Benef3 es el resultado de aplicar el modelo no lineal de Ball y Shivakumar (2006). En los sectores Transporte, Agencias de Viaje, Correos (sector 7 en la clasificación CNAE93 a 1 dígito) y Publicidad, Alquileres (sector 8 en la clasificación CNAE93 a 1 dígito), el número de observaciones por cuartil de ROA y año considerado no ha sido suficiente para realizar predicciones fiables de los ajustes por devengo, de ahí que sólo se trabaje con 8 sectores.

		Manip_Benef1	Manip_Benef1	Manip_Benef2	Manip_Benef2	Manip_Benef3	Manip_Benef3
Sector CNAE 93 (1 dígito)	Observ.	Media	D. S.	Media	D. S.	Media	D. S.
Agricultura y ganadería (0)	82	0.046	0.040	0.051	0.044	0.031	0.040
Extracciones, Materias primas y Gas (1)	989	0.082	0.074	0.084	0.077	0.084	0.073

5 Agradecemos a un evaluador esta sugerencia.

		Manip_Benef1	Manip_Benef1	Manip_Benef2	Manip_Benef2	Manip_Benef3	Manip_Benef3
Material de construcción, Cemento, Químicas (2)	1843	0.078	0.070	0.079	0.070	0.078	0.070
Metal elaborado, Mecánica (3)	456	0.085	0.077	0.086	0.076	0.086	0.074
Artes gráficas, edición, Tabaco, Joyería (4)	583	0.104	0.085	0.102	0.085	0.103	0.082
Obra pública, Construcción inmuebles (5)	2650	0.091	0.086	0.091	0.086	0.090	0.085
Textil, madera, muebles, bebidas (6)	362	0.083	0.072	0.082	0.070	0.079	0.065
Sanitario, Turismo, Cine (9)	111	0.077	0.065	0.073	0.066	0.070	0.066

B/ Las variables explicativas

Una vez caracterizada la variable dependiente que aproxima la manipulación de los beneficios, a continuación definimos el conjunto de variables independientes.

Variables de estructura de propiedad

Prop_InstFin es la propiedad en manos de bancos y cajas. Esta variable la descompondremos en diversas con objeto de discriminar entre bancos y cajas así como entre instituciones financieras propietarias y acreedoras e instituciones financieras que sólo son propietarias. Con tal objeto definimos las variables *Prop_Banco_NoAcreed* que es la propiedad de los bancos cuando ninguno de ellos es acreedor y *Prop_Banco_Acreed* que es la propiedad de los bancos cuando hay alguno que es acreedor. Siguiendo la misma lógica para cajas definimos las variables *Prop_Caja_NoAcreed* y *Prop_Caja_Acreed*.

Complementamos las anteriores variables de propiedad de instituciones financieras con otras con objeto de enriquecer la caracterización de la estructura de propiedad de las empresas y poder testar parte de nuestras hipótesis:

Num_InstFinProp es el número de bancos y cajas propietarios. Con esta variable podemos testar la segunda parte de la Hipótesis 1.

Particip_Blockholder es la participación total de los accionistas que tienen un mínimo de un 5%. Con esta variable se recoge la información de la presencia de otros accionistas significativos al margen de las instituciones financieras.

Variables de estructura financiera

Con objeto de capturar la dimensión acreedora de las instituciones financieras, utilizamos las siguientes variables:

Deuda_InstFin es la deuda por intereses que paga la empresa a las instituciones financieras.

Siguiendo la misma lógica respecto de las variables de propiedad, complementamos esta variable financiera con dos variables adicionales para poder discriminar el efecto de los bancos del de las cajas en su papel como acreedores.

Num_InstFin es el número de instituciones financieras. Esta variable en algunas especificaciones se descompone en *Num_Bancos* es el número de acreedores bancarios y *Num_Caja* es el número de cajas. Con estas variables podremos testar la segunda parte de la Hipótesis 2.

Otros controles

Tamaño es el logaritmo del total de activos; *Edad* es directamente la edad de la empresa. Sin duda, ambas variables pueden afectar a los incentivos para realizar manipulación de beneficios ya que las mayores empresas y/o las más viejas poseen una mayor cantidad de mecanismos a través de los cuales poder llevar a cabo tales manipulaciones. Además, este tipo de empresas tienen el suficiente poder de negociación en frente de determinados agentes tales como sus proveedores y pueden imponer un esquema de pagos lo suficientemente retrasado como para afectar de forma notable los ADT, con lo que el riesgo de ajuste discrecional de éstos es mayor.

Solvencia Financiera es el ratio de cobertura definido como el cociente entre beneficios antes de intereses e impuestos respecto de los gastos financieros. La incorporación de esta variable pretende controlar por el factor riesgo financiero que soporta la empresa que puede incentivar prácticas de manipulación de beneficios para obtener, eventualmente, unas mejores condiciones en las refinanciaciones y con ello disminuir la presión financiera que sufren estas empresas.

I+D es el ratio entre los gastos de I+D y las ventas de la empresa y es una medida natural de las expectativas de crecimiento de la empresa. Diversos trabajos, tales como Oswald y Zarowin (2005) o Schipper (1989) muestran la relación entre la manipulación de los beneficios y actividades de I+D.

Desviación Beneficios es la diferencia entre los beneficios obtenidos y el promedio de beneficios que ha obtenido la empresa a lo largo del período considerado. Esta es una variable que mide la presión que soporta la empresa fruto de la desviación entre los beneficios generados durante un año y los beneficios promedio de la serie. Conforme se produzcan desajustes entre ambas cantidades, la empresa puede tener mayor presión para manipular los beneficios y eliminar estas divergencias.

A continuación presentamos diversas tablas de descriptivos con los valores de las variables relevantes. En la Tabla 2, mostramos la media, la mediana y la desviación estándar de las variables objeto de estudio. A su vez, separamos las medias distinguiendo entre empresas participadas y no participadas. De la observación de la tabla no podemos extraer conclusiones significativas respecto de la relación entre los ajustes de devengo anormales y la participación en el accionariado por parte de instituciones financieras. Por otra parte, se observa que las empresas participadas tienen un mayor número de acreedores financieros, son mayores, tienen más edad, y es más probable que sean sociedades cotizadas.

Tabla 2: Tabla descriptiva inicial, separando entre Empresas participadas y no participadas

Estadísticas de las variables principales. En columnas 4 y 5 se presenta el contraste de medias separando entre empresas participadas por instituciones financieras y las que no lo están. El conjunto de variables están definidas en el texto.

Variables	Media	Mediana	Desv. Estand.	No particip.	Participadas (Media)	p-valor ¹
<i>Manip_Benef1</i>	0.086	0.063	0.079	0.085	0.092	-0.426 (0.670)
<i>Manip_Benef2</i>	0.086	0.064	0.079	0.086	0.093	-0.433 (0.665)
<i>Manip_Benef3</i>	0.085	0.063	0.078	0.085	0.081	0.298 (0.765)
<i>Prop_InstFin</i>	0.322	0.000	4.155	0.000	7.988	-50.539 (0.000)
<i>Prop_Caja_NoAcreed</i>	0.083	0.000	2.376	0.000	3.754	-20.123 (0.000)
<i>Prop_Caja_Acreed</i>	0.001	0.000	0.110	0.000	0.059	-6.659 (0.000)
<i>Prop_Banco_NoAcreed</i>	0.079	0.000	1.609	0.000	3.572	-29.102 (0.000)
<i>Prop_Banco_Acreed</i>	0.013	0.000	0.524	0.000	0.603	-14.466 (0.000)
<i>Particip_Blockholder</i>	62.533	95.255	44.646	62.421	67.497	-1.409 (0.159)
<i>Num_InstFinProp</i>	0.024	0.000	0.195	0.001	1.019	-100 (0.000)
<i>Num_InstFin</i>	2.952	3.000	2.286	2.940	3.503	-3.056 (0.002)
<i>Num_Cajas</i>	0.562	0.000	0.793	0.562	0.599	-0.586 (0.558)
<i>Num_Bancos</i>	2.390	2.000	1.989	2.378	2.904	-3.280 (0.001)
<i>Deuda_InstFin</i>	5931.676	0.000	71882.840	4262.098	79510.080	-13.126 (0.000)
<i>Ventas</i>	5045096	1840148	27600000	3975961	52200000	-22.387 (0.000)
<i>Tamaño (log activo)</i>	14.248	14.072	1.049	14.206	16.099	-23.208 (0.000)
<i>Fondos propios</i>	1727298	427708	9796154	1347344	18500000	-22.413 (0.000)

Variables	Media	Mediana	Desv. Estand.	No particip.	Participadas (Media)	p-valor ¹
<i>Cotizacion</i>	0.020	0.000	0.142	0.011	0.446	-42.651 (0.000)
<i>Edad</i>	22.160	18.577	14.549	21.886	34.226	-10.592 (0.000)
<i>Desviación_Beneficios</i>	0.583	-0.040	53.557	0.578	0.802	-0.052 (0.959)
<i>Solvencia_Financiera</i>	25.863	3.000	653.578	26.060	17.159	0.169 (0.866)
<i>I+D (exp-8)</i>	1.18	0	32.9	0.228	22.7	-8.340 (0.000)
<i>Numero Observa</i>	7076			6919	157	

¹Test de medias (Mann-Whitney). P-valores entre paréntesis.

Con objeto de estudiar en mayor profundidad la interacción entre la participación de instituciones financieras y la manipulación de los beneficios, presentamos las Tablas 3A y 3B. En la primera separamos las empresas atendiendo a la participación en su accionariado de instituciones financieras. Dentro de cada grupo comparamos, por una parte, las empresas cuyos ajustes por devengo anormales, sean mayores que la mediana para el cuartil de ROA en el sector y año correspondiente (DManip_Benef3=1) y, por otra parte, las empresas en las que los ajustes por devengo anormales sean menores que la mediana anterior (DManip_Benef3=0). La Tabla 3B es complementaria de la anterior y separa las empresas según DManip_Benef3 sea igual a 1 o igual a 0, y compara las empresas participadas con las que no lo están. En ambas tablas el modelo que utilizamos para computar los ajustes por devengo anormales es el de Ball y Shivakumar (2006). Inspeccionando la Tabla 3A, observamos que dentro de las empresas participadas, aquellas cuyos ajustes por devengo anormales son superiores a la mediana del cuartil para el sector y año correspondiente (DManip_Benef3=1) presentan una mayor participación por parte de cajas siempre que éstas no sean acreedoras. Esto va en la línea de las hipótesis teóricas del trabajo en el que las instituciones financieras, particularmente cajas que no sean acreedoras, estimulan las manipulaciones contables en las empresas participadas (Hipótesis 1 y 4). A su vez, se ha encontrado que las empresas no participadas que manipulan en mayor medida los beneficios son también las empresas que presentan un menor endeudamiento bancario por intereses. Esto va en la línea de las hipótesis 2 y 3 que relacionan inversamente la presencia de instituciones financieras como acreedores con la manipulación de beneficios. Por último, cabe resaltar que las empresas cotizadas presentan una menor propensión a la manipulación de beneficios, particularmente en empresas no participadas por instituciones financieras.

**Tabla 3A: Estadísticos de las diversas variables
Condicionados a la presencia de instituciones financieras**

DManip_Benef3=1 es una variable dummy que vale 1 (0) si los ajustes por devengo discrecionales en valor absoluto que se obtienen con el modelo de Ball y Shivakumar (2006) son mayores (menores) que los correspondientes a la mediana del cuartil de ROA en el sector y año correspondiente. El resto de variables están definidas en el texto

	No participadas	No participadas	No participadas	Participadas	Participadas	Participadas
	DManip_Benef3=0	DManip_Benef3=1	Estadist-T ¹	DManip_Benef3=0	DManip_Benef3=1	Estadist-T ¹
<i>Manip_Benef1</i>	0.039	0.135	-63.390***	0.039	0.109	-6.985***
<i>Manip_Benef2</i>	0.036	0.137	-68.611***	0.042	0.118	-7.261***
<i>Manip_Benef3</i>	0.032	0.140	-80.731***	0.029	0.124	-10.763***
<i>Prop_InstFin</i>				5.179	12.187	-1.600*
<i>Prop_Caja_NoAcreeed</i>				0.994	7.871	-2.771***
<i>Prop_Caja_Acreeed</i>				0.098	0.010	0.818
<i>Prop_Banco_NoAcreeed</i>				3.528	3.638	-0.060
<i>Prop_Banco_Acreeed</i>				0.559	0.668	-0.191
<i>Particip_Blockholder</i>	63.244	61.585	1.537	67.122	68.056	-0.182
<i>Num_InstFinProp</i>	0.001	0.001	-0.728	1.074	0.937	1.043
<i>Num_InstFin</i>	2.951	2.928	0.428	3.692	3.222	1.115
<i>Num_Cajas</i>	0.550	0.573	-1.179	0.681	0.476	1.452
<i>Num_Bancos</i>	2.401	2.355	0.964	3.011	2.746	0.699
<i>Deuda_InstFin</i>	5386.386	3121.113	1.786**	100277.400	48523.920	0.979
<i>Ventas</i>	3973064	3978901	0.000***	53300000	50400000	0.113
<i>Tamaño (log activo)</i>	14.242	14.169	3.077***	16.302	15.797	1.736*
<i>Fondos propios</i>	1584686	1106476	2.575***	20300000	15800000	0.726
<i>Cotizacion</i>	0.013	0.008	2.142**	0.500	0.365	1.671*
<i>Edad</i>	22.806	20.952	5.406***	33.757	34.927	-0.362
<i>Desviación_Beneficios</i>	1.116	0.032	0.833	-0.028	2.042	-0.971
<i>Solvencia_Financiera</i>	21.795	30.389	-0.541	15.096	20.238	-0.613
<i>I+D (exp-8)</i>	3.63E-09	1.02E-08	-1.4453*	0.000	0.000	-1.420

	No participadas	No participadas	No participadas	Participadas	Participadas	Participadas
Numero Observaciones	3485	3434		94	63	

¹ Test de medias (Mann-Whitney). ***p-valor 0.01, ** p-valor 0.05, *p-valor 0.10.

Una vez analizada la información proporcionada en la Tabla 3B, se confirma que al fijarse en empresas que cumplen $DManip_Benef3=0$, y comparar empresas participadas por instituciones financieras con no participadas, se obtiene que las primeras manipulan más los beneficios que las segundas al utilizar la medida que da el modelo de Jones modificado. Este resultado también se cumple, para todas las medidas, al centrarse en empresas cuyos ajustes por devengo anormales son superiores a la mediana del cuartil para el sector y año considerado ($DManip_Benef3=1$). Por tanto, parece que el efecto de la propiedad de las instituciones financieras sobre la manipulación de los beneficios no depende de la magnitud de la manipulación (no hay efectos no lineales). Por último, respecto del resto de variables no parece que exista un patrón diferenciado entre empresas con alta y baja manipulación de beneficios al realizar la correspondiente comparativa entre empresas participadas por instituciones financieras y no participadas por ellas. Sólo cabe mencionar que las instituciones financieras prefieren invertir en empresas cotizadas.

En las siguientes secciones estudiaremos con mayor profundidad la relación entre manipulación de beneficios y participación de instituciones financieras haciendo uso de las técnicas asociadas a los datos de panel (estimación por efectos fijos).

**Tabla 3B: Estadísticos de las diversas variables
Condicionados a la existencia de manipulación de beneficios**

$DManip_Benef3=1$ es una variable dummy que vale 1 (0) si los ajustes por devengo discrecionales en valor absoluto que se obtienen con el modelo de Ball y Shivakumar (2006) son mayores (menores) que los correspondientes a la mediana del cuartil de ROA en el sector y año correspondiente. El resto de variables están definidas en el texto.

	$DManip_Benef3=0$	$DManip_Benef3=0$	$DManip_Benef3=0$	$DManip_Benef3=1$	$DManip_Benef3=1$	$DManip_Benef3=1$
	No participadas	Participadas	Estadist-T ¹	No participadas	Participadas	Estadist-T ¹
<i>Manip_Benef1</i>	0.039	0.039	-0.172	0.135	0.180	-1.738*
<i>Manip_Benef2</i>	0.036	0.042	-1.816**	0.137	0.175	-1.444*
<i>Manip_Benef3</i>	0.039	0.040	-0.287	0.140	0.169	0.226*
<i>Prop_InstFin</i>	0.000	6.962	-36.323***	0.000	10.111	-36.409***
<i>Prop_Caja_NoAcree</i>	0.000	2.763	-14.575***	0.000	5.233	-15.149***

	DManip_ Benef3=0	DManip_ Benef3=0	DManip_ Benef3=0	DManip_ Benef3=1	DManip_ Benef3=1	DManip_ Benef3=1
<i>Prop_Caja_Acreed</i>	0.000	0.099	-6.120***	0.000	0.591	-6.658***
<i>Prop_Banco_NoAcreed</i>	0.000	3.925	-20.003***	0.000	3.045	-23.202***
<i>Prop_Banco_Acreed</i>	0.000	0.175	-7.429***	0.000	1.242	-14.161***
<i>Particip_Blockholder</i>	63.244	67.122	-0.840	61.585	68.056	-1.128
<i>Num_InstFinProp</i>	0.001	1.074	-82.478***	0.001	0.937	-58.767***
<i>Num_InstFin</i>	2.951	3.692	-3.096***	2.928	3.222	-1.015
<i>Num_Cajas</i>	0.550	0.681	-1.591*	0.573	0.476	0.947
<i>Num_Bancos</i>	2.401	3.011	-2.924***	2.355	2.746	-1.553
<i>Deuda_InstFin</i>	5386.386	100277.400	-10.511***	3121.113	48523.920	-7.079***
<i>Ventas</i>	3973064	53300000	-17.231***	3978901	50400000	-14.105***
<i>Tamaño (log activo)</i>	14.242	16.302	-19.210***	14.169	15.797	-12.896***
<i>Fondos propios</i>	1584686	20300000	-15.755***	1106476	15800000	-16.442***
<i>Cotizacion</i>	0.013	0.500	-33.305***	0.008	0.365	-25.496***
<i>Edad</i>	22.806	33.757	-7.031***	20.952	34.927	-7.915***
<i>Desviación_Beneficios</i>	1.116	-0.028	0.151	0.032	2.042	-0.792
<i>Solvencia_Financiera</i>	21.795	15.096	0.256	30.389	20.238	0.089
<i>I+D (exp-8)</i>	0.000	0.000	-7.261***	0.000	0.000	-8.010***
Numero Observaciones	3485	94		3434	63	

1 Test de medias (Mann-Whitney). ***p-valor 0.01, ** p-valor 0.05, *p-valor 0.10.

3.3. Metodología de estimación de las hipótesis

Con objeto de realizar el contraste de nuestras hipótesis, presentamos la especificación básica con la que pretendemos explicar las manipulaciones de beneficios en función de la presencia de instituciones financieras. Para ello, adaptamos la especificación de Yeo *et al.* (2002), e incorporamos

un conjunto de variables que permitan caracterizar la presencia de las instituciones financieras en las empresas, distinguiendo entre bancos y cajas, así como entre accionistas que no son acreedores de los que sí lo son. En concreto, la especificación básica que utilizamos es la siguiente:

$$\begin{aligned} Manip_Benef_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 Prop_Caja_NoAcreed_{i,t} + \\ & \alpha_2 Prop_Caja_Acreed_{i,t} - \alpha_3 Prop_Banco_NoAcreed_{i,t} + \\ & \alpha_4 Prop_Banco_Acreed_{i,t} - \alpha_5 Num_InstFinProp_{i,t} + \\ & \alpha_6 Particip_Blockholder + \alpha_7 Deuda_TotFin_{i,t} + \\ & \alpha_8 Num_Cajas_{i,t} + \alpha_9 Num_Bancos_{i,t} - \alpha_{10} Tamaño_{i,t} - \alpha_{11} Edad_{i,t} + \\ & \alpha_{12} Solvencia_Financiera_{i,t} + \alpha_{13} D_{i,t} + \alpha_{14} Desviacion_Beneficios_{i,t} + \eta_{i,t} - \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad [7]$$

Además, en la especificación incorporaremos las correspondientes variables dummy sectoriales y temporales.

A partir de la especificación [7], podremos contrastar la Hipótesis 1 observando que los coeficientes entre α_2 y α_4 sean positivos. La segunda parte de la Hipótesis 1 precisa que $\alpha_3 < 0$. Además, esperaremos, a partir de la Hipótesis 4, que los coeficientes α_2 y α_4 deberían de ser mayores que los de α_3 y α_5 . El contraste de la Hipótesis 2 se realiza a partir del análisis de $\alpha_8 < 0$ y/o $\alpha_9 < 0$ y/o $\alpha_{10} < 0$. Es decir, a partir del montante de la deuda bancaria o a través de la presencia en número de bancos y cajas acreedores. Por último, el contraste de la Hipótesis 3, requiere que $\alpha_2 > \alpha_3$ y/o $\alpha_4 > \alpha_5$. Es decir, la hipótesis se confirma si los coeficientes de las variables de participación de instituciones financieras que no sean acreedoras son mayores que los correspondientes a la participación de las instituciones financieras que son también acreedoras.

Es importante indicar que en la anterior especificación reconocemos un problema de endogeneidad. Esto es así ya que pueden existir una serie de inobservables que dependan de la empresa, tales como las características del gerente, que puede explicar no sólo las manipulaciones contables en términos, por ejemplo, de un atrincheramiento gerencial (González, 2006), sino que pueden condicionar la estructura de propiedad de la empresa y la potencial presencia de instituciones financieras, las cuales conocedoras del historial pasado de este gerente pueden estar particularmente interesadas en participar en la empresa. Este tipo de características gerenciales, en principio invariantes temporalmente, están caracterizadas en la anterior especificación por el término $\eta_{i,t}$, el cual puede estar correlacionado con alguna de las variables independientes de la anterior especificación –en concreto con las de propiedad-. Esto genera un grave problema de sesgo en las estimaciones, el cual trataremos de forma adecuada a partir de la utilización de estimaciones de efectos fijos –estimaciones en diferencias, que eliminan $\eta_{i,t}$.

4. RESULTADOS

En la Tabla 4, realizamos la estimación de las 3 medidas de manipulación de beneficios que hemos definido a partir de los modelos de Jones (1991) -Manip_Benef1-; de Dechow *et al.* (1995) -Manip_Benef2-; y de Ball y Shivakumar (2006) -Manip_Benef3-, en función de las variables agregadas de participación de las instituciones financieras.



Tabla 4: Determinantes de la manipulación de Beneficios.

La variable Manip_Benef1 son los ajustes por devengo discrecionales en valor absoluto que resultan de aplicar el modelo de Jones (1991), Manip_Benef2 son los ajustes por devengo discrecional en valor absoluto tras aplicar el modelo modificado de Jones (Dechow et al., 1995), y Manip_Benef3 es el resultado de aplicar el modelo no lineal de Ball y Shivakumar (2006). El resto de variables están definidas en el texto.

Variable Dependiente	Manip_Benef1	Manip_Benef2	Manip_Benef3
<i>Prop_InstFin</i>	0.015*** (3.480)	0.016*** (3.770)	0.013*** (3.080)
<i>Num_InstFinProp</i>	-0.044*** (-3.140)	-0.043*** (-3.060)	-0.043*** (-3.070)
<i>Particip_Blockholder</i>	0.001 (0.370)	0.002 (0.870)	0.002 (0.830)
<i>Deuda_InstFin</i>	-0.012*** (-2.960)	-0.011*** (-2.740)	-0.010*** (-2.430)
<i>Num_InstFin</i>	0.001 (0.360)	0.001 (0.400)	0.003 (0.810)
<i>Tamaño</i>	0.101*** (8.340)	0.106*** (8.740)	0.089*** (7.420)
<i>Edad</i>	-0.004 (-0.590)	-0.001 (-0.190)	-0.002 (-0.250)
<i>Solvencia_Financiera</i>	0.007 (0.170)	-0.004 (-0.090)	-0.008 (-0.200)
<i>I+D</i>	0.001 (1.180)	0.001 (0.720)	0.001 (1.210)
<i>Desviación_Beneficios</i>	-0.012 (-0.210)	-0.027 (-0.460)	-0.026 (-0.440)
Constante	0.301** (2.100)	0.244* (1.690)	0.238* (1.670)
Número de observaciones	7076	7076	7076
R ²	2.62%	2.81%	2.33%
Test de bondad de ajuste	5.98 (0.000)	6.43 (0.000)	5.30 (0.000)
Test de Hausman	110.90 (0.000)	117.42 (0.000)	100.02 (0.000)

1***p-valor 0.01, ** p-valor 0.05, *p-valor 0.10. En paréntesis los t-estadísticos de los coeficientes estimados

Los resultados de esta tabla indican claramente que la presencia de las instituciones financieras estimula las prácticas de manipulaciones de beneficios por parte de las empresas participadas. Además, el número de instituciones financieras accionistas tienen un efecto desincentivador respecto de la implementación de tales prácticas de manipulación de beneficios. Esto apoya plenamente la

Hipótesis 1, y es una constatación de la existencia del referido efecto de negociación –*bargaining effect*- (Gomes y Novaes, 2005). Este efecto previene iniciativas de expropiación -que son un claro determinante de *earnings management*- por parte de los accionistas mayoritarios a los minoritarios, ya que el acuerdo es más difícil cuando existe un mayor número de accionistas.

Cuando analizamos la dimensión acreedora de las entidades financieras, encontramos que la presencia de entidades de crédito –medida a través de la deuda bancaria por intereses- tiene un efecto negativo en los *earnings management*. Esto daría soporte a la Hipótesis 2. Si bien el número de acreedores no tiene el efecto negativo esperado.

Con objeto de contrastar el resto de hipótesis y realizar un análisis más detallado de las características de las entidades financieras, en la Tabla 5 presentamos los resultados de estimar la especificación [7], en la que se separan bancos y cajas, así como entidades financieras que además de propietarias son también acreedoras respecto de las que sólo son propietarias.

**Tabla 5: Determinantes de la manipulación de Beneficios.
Desagregación entre Propietarios y Acreedores, así como Bancos y Cajas**

La variable Manip_Benef1 son los ajustes por devengo discrecionales en valor absoluto que resultan de aplicar el modelo de Jones (1991), Manip_Benef2 son los ajustes por devengo discrecional en valor absoluto tras aplicar el modelo modificado de Jones (Dechow et al., 1995), Manip_Benef3 son los correspondientes al modelo no lineal de Ball y Shivakumar (2006). El resto de variables están definidas en el texto.

Variable Dependiente	Manip_Benef1	Manip_Benef2	Manip_Benef3
<i>Prop_Caja_NoAcreed</i>	0.007*** (3.74)	0.007*** (3.83)	0.006*** (3.2)
<i>Prop_Caja_Acreed</i>	0.002*** (2.38)	0.002*** (2.73)	0.002*** (2.24)
<i>Prop_Banco_NoAcreed</i>	-0.003 (-0.35)	0.001 (0.12)	0.001 (0.17)
<i>Prop_Banco_Acreed</i>	-0.001 (-0.35)	0.000 (0.15)	0.001 (0.27)
<i>Num_InstFinProp</i>	-0.030** (-1.760)	-0.034** (-1.960)	-0.036** (-2.110)
<i>Particip_Blockholder</i>	0.001 (0.350)	0.002 (0.840)	0.002 (0.800)
<i>Deuda_InstFin</i>	-0.012*** (-2.840)	-0.011*** (-2.660)	-0.010*** (-2.370)
<i>Num_Cajas</i>	0.001 (0.250)	0.000 (-0.130)	0.000 (0.000)
<i>Num_Bancos</i>	0.001 (0.270)	0.002 (0.550)	0.003 (0.910)



Variable Dependiente	Manip_Benef1	Manip_Benef2	Manip_Benef3
<i>Tamaño</i>	0.101*** (8.360)	0.106*** (8.750)	0.089*** (7.420)
<i>Edad</i>	-0.004 (-0.600)	-0.001 (-0.190)	-0.002 (-0.250)
<i>Solvencia_Financiera</i>	0.007 (0.170)	-0.004 (-0.090)	-0.008 (-0.200)
<i>I+D</i>	0.001 (1.120)	0.001 (0.680)	0.001 (1.180)
<i>Desviación_Beneficios</i>	-0.012 (-0.210)	-0.027 (-0.460)	-0.025 (-0.430)
Constante	0.303** (2.110)	0.244* (1.690)	0.237* (1.660)
Número de observaciones	7076	7076	7076
R ²	2.68%	2.85%	2.37%
Test de bondad de ajuste	5.05 (0.000)	5.38 (0.000)	4.45 (0.000)
Test de Hausman	109.78 (0.000)	128.92 (0.000)	95.74 (0.000)

1***p-valor 0.01, ** p-valor 0.05, *p-valor 0.10. En paréntesis los t-estadísticos de los coeficientes estimados.

Los resultados indican que las cajas, a diferencia de los bancos, son las instituciones que estimulan las prácticas de manipulación de beneficios de sus empresas participadas. Esto confirma la Hipótesis 4. Además, esto es particularmente evidente cuando las cajas son sólo propietarias y no acreedoras. Para ello se ha realizado un contraste sobre la significatividad de la diferencia de los coeficientes *Prop_Caja_NoAcreed* y *Prop_Caja_Acreed*, y esta diferencia ha resultado significativa al 1%. Esto confirma la Hipótesis 3, si bien sólo para el caso de las cajas, ya que en el caso de la participación bancaria el efecto es neutro independientemente de si son acreedores o no. Podemos pensar que en el caso de los bancos, el superior control por parte de diversos mecanismos de gobierno corporativo al que están sometidos éstos, principalmente su estructura de propiedad, no incentiva las manipulaciones de beneficios en sus empresas participadas y, además, hace que el efecto de su *role* como acreedores sea marginal respecto de la promoción en sus empresas participadas de los ajustes por devengo anormales.

Respecto de la dimensión acreedora, la variable deuda tiene un efecto negativo, lo que va en la línea de la Hipótesis 2, según la cual la faceta acreedora de las instituciones financieras desincentiva las prácticas de manipulación contable en empresas participadas. Sin embargo, el número de instituciones financieras no afecta a los ajustes por devengo anormales. Quizá un posible efecto de free-riding en la supervisión por parte de diversas instituciones financieras acreedoras compense el efecto negativo esperado sobre la manipulación de los beneficios. En suma, estos resultados parecen indicar que las cajas son “peores” que los bancos, particularmente si las primeras no son acreedoras de las empresas participadas.

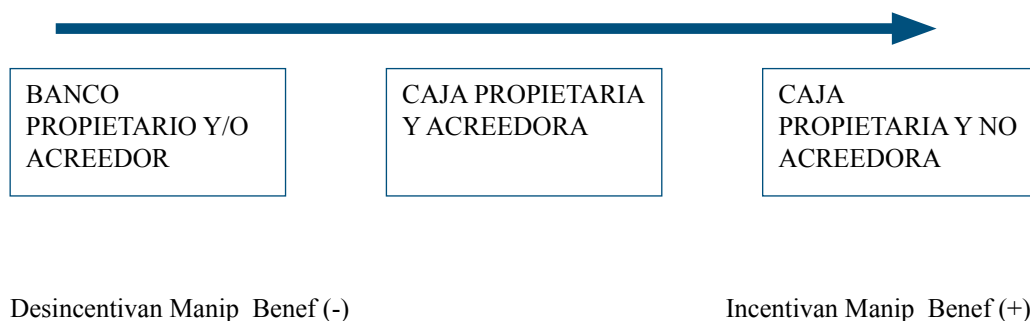
Por último, analizando el resto de variables de control podemos concluir que las mayores empresas son las que manipulan en mayor medida sus beneficios.

5. CONCLUSIONES E INVESTIGACIONES FUTURAS

En este trabajo hemos investigado el efecto de las entidades financieras en la promoción de prácticas de manipulación de beneficios en las empresas con las que tienen una relación, bien sea de participación accionarial o de tipo crediticio. Además, en un segundo nivel, hemos distinguido entre bancos y cajas con objeto de estudiar la existencia de posibles efectos diferenciales.

La teoría que hemos desarrollado nos lleva a postular que en el contexto de países de tipo europeo-continental, en los que el principal problema de agencia que surge en la empresa es entre los accionistas mayoritarios y minoritarios, la presencia de entidades financieras exacerba este problema. Esto tiene como consecuencia unas superiores prácticas de manipulaciones de beneficios con objeto de poder enmascarar estas prácticas e implementar con menos restricciones las estrategias expropiadoras. Sin embargo, si nos centramos en su dimensión acreedora, las instituciones financieras tienen todos los incentivos para supervisar a la gerencia y con ella evitar estas prácticas de manipulación de beneficios ya que incrementan el riesgo de impago a largo plazo. Por otra parte si las instituciones financieras combinan su role propietario con el de acreedor, entonces el efecto incentivador de los *earnings management* fruto de su dimensión como propietarios se ve disminuida ya que los costes de la expropiación y de la manipulación de beneficios, que afecta al conjunto de *stakeholders* de la empresa son más elevados; lo que desincentivaría tales prácticas. Por último, el menor control en sus formas de gobierno de las cajas en comparación con los bancos, explicaría sus superiores impulsos para incentivar las manipulaciones de beneficios en sus empresas participadas.

El contraste de esta teoría se realiza utilizando una base de datos de 2844 empresas españolas para el periodo 1996-2000. El resultado de los tests empíricos implementados, permiten concluir que existe la siguiente gradación respecto del incentivo a la manipulación de beneficios en las empresas participadas por instituciones financieras:



Es decir, que entre las entidades financieras, particularmente las cajas, que participan como accionistas de referencia (*blockholders*), debería de tratar de promoverse su condición de acreedoras. Esto actuaría como un freno natural a las prácticas de manipulaciones contables de beneficios en sus empresas participadas. Obviamente, esta estrategia tiene sus riesgos ya que al dotar a las entidades



financieras de mayores canales expropiadores (a través de la relación propietaria así como acreedora), las instituciones financieras también pueden expropiar a los minoritarios prestando a tipos de interés por encima del nivel del mercado y después pueden tratar de manipular los beneficios con objeto de enmascarar estas prácticas. Un posible remedio a esto, y que es un resultado que también hemos encontrado en el trabajo, consiste en estimular el número de entidades financieras propietarias. Este hecho desincentiva la implementación de estrategias de expropiación por la existencia de un efecto de negociación que dificulta la concreción de una estrategia de expropiación cuando se incrementa el número de agentes con los que hay que negociar.

Nuestro trabajo obtiene un resultado que es opuesto a algunos trabajos como (Xie *et al.* 2003) donde obtienen una relación negativa entre presencia de consejeros procedentes de instituciones financieras y manipulación de beneficios en las empresas participadas. Argumentamos esta discrepancia en términos de la clara distinción entre los países de tipo europeo-continental y los de tipo anglosajón. Nuestro estudio se centra en un país de tipo europeo continental en el que el principal problema de agencia en el seno de la empresa, debido a la alta concentración de la propiedad, es el que existe entre accionistas mayoritarios y accionistas minoritarios. Esto difiere de la situación en países de corte anglosajón donde se han llevado a cabo este tipo de estudios, en los que el principal problema de agencia es entre accionistas y gerentes. Lo relevante es que la presencia de instituciones financieras exacerba el primer tipo de problema de agencia mientras que reduce el segundo. Esto justifica que el efecto de la presencia bancaria en la manipulación de los beneficios, que no es más que la consecuencia de problemas de agencia existentes en la empresa, sea positiva en los países, como España, de tipo Europeo continental y sea negativa en los países de tipo anglosajón.

Por último, y como mensaje final de este trabajo, pensamos que no sólo se debe de tratar de conjuntar las dimensiones de propietario y acreedor de las entidades financieras así como de estimular la presencia de un mayor número de entidades financieras en cada empresa, sino que se debe de tratar de mejorar el gobierno corporativo de las propias entidades financieras, ya que esto, en última instancia, desincentivará la implementación de malas prácticas en las empresas participadas. No es casualidad que hayamos obtenido que las cajas como propietarias sean peores que los bancos respecto de la promoción de prácticas de manipulación de beneficios. Las malas prácticas de gobierno de las cajas, fruto de su falta de escrutinio por parte de los accionistas, tienen un reflejo en las malas prácticas en sus empresas participadas. Investigar con mayor detenimiento como se lleva a cabo la transmisión de estos comportamientos entre instituciones financieras y empresas participadas será la materia para investigaciones futuras.

6. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Analistas Financieros Internacionales, AFI (2003): El presente y el futuro de las cajas de ahorros, Serie de Estudios Sectoriales, Fundación Caixa Galicia, La Coruña.
- Arrondo, R., 2002. Efectos riqueza asociados al empleo de activos financieros: asimetría informativa y costes de agencia, Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa 15, 137-156.
- Asquith, P., Gertner, R., y D. Scharfstein, 1994. Anatomy of financial distress: an examination of Junk-Bond issuers, Quarterly Journal of Economics 109, 625-658.

-
- Ball, R., Kothari, S., A. Robin, 2000. The effect of institutional factors on properties of accounting earnings, *Journal of Accounting & Economics* 29, 1-51.
 - Ball, R., y L. Shivakumar, 2006. The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition, *Journal of Accounting Research* 44(2), 207-242.
 - Bauwhede, H., Willekens, M., y A. Gaeremynck, 2003. Audit firm size, public ownership, and firms' discretionary accruals management, *The International Journal of Accounting* 38, 1-22.
 - Beasley, M.S., 1996. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud, *Accounting Review* 71, 443-465.
 - Berglöf, E., 1997. Reforming corporate governance: redirecting the European agenda. *Economic Policy* (April), 93-123.
 - Berlin, M, John, K., y A. Saunders, 1996. Bank equity stakes in borrowing firms and financial distress, *Review of Financial Studies* 9, 889-919.
 - Blasco, N., y V. Pelegrín, 2005. El alisamiento de beneficios en las cajas de ahorros españolas: cuantificación e instrumentos, *Moneda y Crédito* 221, 69-104.
 - Bushee, B.J., (1998) The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior, *The Accounting Review* 73, 305-333.
 - Casasola, M. y Tribó, J. (2004) Banks as blockholders, WP 04-01 (01) Business Economics Series de la Universidad Carlos III.
 - Crespí, R. y M.A García-Cestona, 2001. Ownership and control of Spanish listed firms, en F. Barca y M. Becht (editores), *The control of corporate Europe*, 207-227, Oxford University Press, Oxford.
 - Crespí, R. y M.A García-Cestona, 2002. Propiedad y control: una perspectiva europea, *Ekonomiaz* 50(2), 110-137.
 - Crespí, R., García-Cestona, M.A., y V. Salas, 2004. Governance mechanisms in Spanish banks. Does ownership matter?, *Journal of Banking & Finance* 28, 2311-2330.
 - 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.
 - Davidson III, W. N., Jiraporn, P., Kim, Y. S. y C. Nemeč, 2004. Earnings management following duality-creating successions: ethnostatistics, impression management, and agency theory, *Academy of Management Journal* 47(2), 267-275.
 - Dechow, P., Sloan, R., y A. Sweeney, 1995. Detecting earnings management, *The Accounting Review* 70, 193-225.



- DeFond, M.L., Jiambalvo, J. 1994. Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics* 17, 145-176.
- Fan, J.P.H., y T.J. Wong, 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia, *Journal of Accounting and Economics* 33, 401-425.
- Franks, J., y C. Mayer, 1997. Corporate ownership and control in the UK, Germany and France, en D.H. Chew (editor), *Studies in international corporate governance and governance systems*, Oxford University Press, New York.
- García Osma, B. y Gill de Albornoz, B. 2005. El Gobierno Corporativo y las prácticas de Earnings Management: Evidencia Empírica para España. Documento de Trabajo IVIE (WP-EC 2005-11).
- García-Cestona, M.A., y J. Surroca, 2006. Evaluación de la eficiencia con múltiples fines: una aplicación a las cajas de ahorro, *Revista de Economía Aplicada* 40, 67-89.
- Gaver, J.J., Gaver, K. y Austin, J. 1995. “Additional evidence on bonus plans and income management”, *Journal of Accounting and Economics*, vol.19, núm.1: 3-28
- Giner, E., y V. Salas, 1997. Sensibilidad de la inversión a las variables financieras: la hipótesis de sobreinversión, *Revista Española de Economía* 14, 215-227.
- Gomes, A. R., Novaes, W., 2005. Sharing of control as a corporate governance mechanism, PIER Working Paper No 1-12.
- González, V. M. 2006. Bank ownership and informativeness of earnings. Fundación de las Cajas de Ahorro, Documento de Trabajo 234/2006
- González, V.M., 1997. La valoración por el mercado de capitales español de la financiación bancaria y de las emisiones de obligaciones, *Investigaciones Económicas* 21, 111-128.
- Hadi, A. S. (1992) Identifying Multiple Outliers in Multivariate Data. *Journal of the Royal Statistical Society* 54(3), pp. 761-771.
- Hadi, A. S. (1994) A Modification of a Method for the Detection of Outliers in Multivariate Samples. *Journal of the Royal Statistical Society* 56(2), pp. 393-396.
- Healy, P., y K. Palepu, 1995. The challenges of investor communication: the case of CUC International, Inc., *Journal of Accounting and Economics* 38, 111-140.
- Healy, P.; Hutton, A.; Palepu, K. (1999) “Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Increases in Disclosure”. *Contemporary Accounting Research* 16; 485-520.
- Healy, P.M., y J.M. Wahlen, 1999. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting, *Accounting Horizons* 13, 365-383.

-
- Hsu, G., y P. Koh, 2005. Does the presence of institutional investors influence accruals management? Evidence from Australia, *Corporate Governance: An International Review* 13(6), 809-823.
 - James, C.M., y P. Wier, 1987. Returns to acquirers and competition in the acquisition market: the case of banking, *Journal of Political Economy* 95, 355-370.
 - Jones, J., 1991. Earnings management during import relief investigations, *Journal of Accounting Research* 29, 193-228.
 - Klein, A., 2002. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management, *Journal of Accounting and Economics* 33, 375-400.
 - Kothari, S.P., Leone, A.J., y C.E. Wasley, 2005. Performance matched discretionary accrual measures, *Journal of Accounting and Economics* 39, 163-197.
 - Kroszner, R. y Strahan, A., 2001. Bankers on boards: Monitoring, conflicts of interests, and lender liability, *Journal of Financial Economics*, 62, pp. 415-452.
 - La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A., y R. Vishny, 1997. Legal determinants of external finance, *The Journal of Finance* 52, 1131-1150.
 - Leuz, C., Nanda, D., y P. Wysocki, 2003. Earnings management and investors protection: an international comparison, *Journal of Financial Economics* 69, 505-527.
 - Oswald, D. R. and Zarowin, P. 2005. Capitalization vs expending of R&D and earnings management, Working Paper London Business School.
 - Park, Y.W., y H. Shin, 2004. Board composition and earnings management in Canada, *Journal of Corporate Finance* 10, 431-457.
 - Peasnell, K.V., Pope, P.F. y Young, S. 2000. Accrual management to meet earnings targets: UK evidence Pre- and Post- Cadbury, *British Accounting Review*, vol.32, núm.4: 415-445.
 - Peasnell, K.V., Pope, P.F., y S. Young, 2005. Board monitoring and earnings management: do outside directors influence abnormal accruals?, *Journal of Business Finance and Accounting* 32(7), 1311-1346.
 - Petersen, M.A., y R.G. Rajan, 1994. The benefits of lending relationships: evidence from small business data, *Journal of Finance* 49, 3-37.
 - Puri, M., 1996. Commercial banks in investment banking. Conflict of interests or certification role?, *Journal of Financial Economics* 40, 373-401.
 - Rajgopal, S., Venkatachalam, M., y J. Jimbalvo, 1999. Is institutional ownership associated with earnings management and the extent to which stock prices reflect future earnings?, documento de trabajo, University of Washington.



- Salas, J. S., 1999. ¿Existe alisamiento del beneficio en las cajas de ahorros españolas? *Moneda y Crédito*, 209, pp.161-193.
- Salas, V., 2002. *El Gobierno de la Empresa*, Colección Estudios Económicos nº 29, Servicio de Estudios de la Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona, Barcelona.
- Saurina, J., 1999. ¿Existe alisamiento del beneficio en las cajas de ahorros españolas?, *Moneda y Crédito* 209, 161-193.
- Schipper, K. (1989) Commentary on earnings management, *Accounting Horizons*, 3, 91-102.
- Shleifer, A., y R.W. Vishny, 1997. A survey of corporate governance, *The Journal of Finance* 52(2), 737-783.
- Teoh, S. H., Welch, I., y T.J. Wong, 1998. Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings, *Journal of Financial Economics* 50, 63.
- Warfield, T.D., Wild, J.J., y K.L. Wild, 1995. Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings, *Journal of Accounting and Economics* 20, 61.
- Weinstein, D.E. y Y. Yafeh, 1998. On the costs of a bank-centered financial system: evidence from the changing mainbank relations in Japan, *Journal of Finance* 53, 635-672.
- Xie, B.; Davidson, W. N. DaDalt, P. J. (2003) Earnings management and corporate governance: The role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance* 9, 295-316.
- Yeo, G.H.H., Tan, P.M.S., Ho, K.W., y S. Chen, 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of earnings, *Journal of Business Finance and Accounting* 29(7), 1022-1046.
- Zoido, E., 1998. Un estudio de participaciones accionariales de los bancos en empresas españolas, *Investigaciones Económicas* 22, 427-467.