

INTERACCIÓN ENTRE MECANISMOS INTERNOS Y EXTERNOS DE GOBIERNO COMO ELEMENTO DETONANDE DE LA CREACIÓN DE VALOR: UN ESTUDIO INTERNACIONAL

Resumen

El presente trabajo analiza la influencia de mecanismos internos de gobierno de la empresa -concentración de propiedad, el consejo de administración y la deuda- sobre la creación de valor, y si estos mecanismos se encuentran condicionados por el entorno institucional. Basados en una muestra de 765 empresas pertenecientes a siete países de la Unión Europea, durante un periodo de cuatro años (2000-03), encontramos evidencia de que la creación de valor tiende a aumentar a medida que se concentra la propiedad, se incrementa la protección legal con la que cuentan los inversores y disminuyen los niveles de endeudamiento, así como el tamaño del consejo de administración. Derivado de lo anterior, en un intento de analizar el efecto conjunto del marco institucional y el gobierno de la empresa, encontramos evidencia de que esta relación entre creación de valor y mecanismos internos de control se encuentra influenciada por el marco legal, contrastándose un efecto sustitución entre mecanismos. Asimismo, nuestros resultados muestran que el efecto de estos mecanismos de gobierno sobre el resultado es mayor cuando se eliminan los ajustes por devengo del mismo.

Palabras Clave: Creación de valor, marco institucional, protección legal, mecanismos de gobierno.

INTERACTION BETWEEN INTERNAL AND EXTERNAL MECHANISMS GOVERNMENT AND FIRM PERFORMANCE: AN INTERNATIONAL STUDY

Abstract

This paper studies the influence of internal corporate governance mechanisms -ownership concentration, board of directors and indebtedness-on firm performance, and if these mechanisms are conditional by the institutional frameworks. Based on a sample of 765 firms from seven countries of the European Union over a four-year period (2000-2003), we found that firm performance tends to increase when as the ownership is concentrated, the investor's protection is strong and decrease the indebtedness levels, as well as the size of the boards of directors. Moreover, we analyze their joint effect of the institutional framework and the mechanism of government; we found evidence that the legal protection offered to investors in each country determines the use of internal governance mechanisms. Also, our findings show that the estimated impact of corporate governance variables on firm performance more than doubles when discretionary accruals are eliminated from measured profitability.

Key Words: Firm performance, institutional framework, legal protection, mechanisms of government.

OS MECANISMOS INTERNOS E EXTERNOS DO GOVERNANÇA CORPORATIVA COMO PROPULSORES NA CRIAÇÃO DE VALOR: UM ESTUDO INTERNACIONAL

Resumo

Este artigo analisa a influência dos mecanismos internos de governança corporativa -a concentração a propriedade, o conselho de administração e dívida sobre a criação de valor, e como esses mecanismos são condicionados pelo ambiente institucional. Com base numa amostra de 765 empresas dos sete países a União Européia ao longo de um período de quatro anos (2000-03), encontramos evidências de que a criação

e valor tende a aumentar à medida que a propriedade é concentrada, aumentando a protecção jurídica para os investidores e reduzindo os níveis a dívida e o tamanho do conselho. Debido ao exposto, na tentativa de analisar o efeito combina do quadro institucional e de governança corporativa, encontramos evidências e que esta relação entre a criação e valor e mecanismos de controle interno são influenciados pelo quadro legal, contrastando com o efeito de substituição entre os mecanismos. Além disso, nossos resulta os mostram que o efeito desses mecanismos de governança sobre o resulta do é maior no exercício discricionário diretivo é removido

Palavras-chave: criação de valor, quadro institucional, protecção jurídica, mecanismos de governança

1. INTRODUCCIÓN

El problema de agencia entre accionistas y directivos planteado por Berle y Means (1932), como consecuencia de la dispersión del accionariado en las grandes empresas norteamericanas, surge cuando los aportantes de los fondos necesarios para financiar las inversiones, asumiendo el riesgo de la actividad y adquiriendo la propiedad de la empresa, se ven obligados a confiar la supervisión y dirección de la misma a alguien que posea las cualificaciones y habilidades necesarias para el desempeño de esta función. Si los accionistas tuvieran información completa sobre las oportunidades de inversión que se le presentan a la organización y sobre la actuación de los gestores de la compañía, podrían diseñar contratos completos que no dieran margen a la discrecionalidad del equipo directivo. Pero esto no es así y las acciones de la dirección y las oportunidades de inversión no son perfectamente observables por los propietarios, por lo que los directivos pueden incurrir en actuaciones contrarias a los intereses de los primeros. Es decir, los directivos tienen incentivos para expropiar beneficios de la empresa emprendiendo proyectos que los benefician, pero que pueden impactar de forma adversa a los accionistas (Jensen y Meckling, 1976; Fama y Jensen, 1983).

En este contexto contractual, caracterizado por el conflicto de intereses entre accionistas y directivos, el gobierno de la empresa implica diseñar una serie de mecanismos que permitan controlar la discrecionalidad del equipo directivo, tratando de aproximar sus intereses a los de la propiedad, a la vez que se garantiza la creación de valor para los accionistas (Mayer, 1996), sugiriendo que las firmas con mejor gobierno tendrán un mejor desempeño operativo. Se trata de establecer mecanismos de vigilancia y salvaguardia de los contratos, tanto implícitos como explícitos, entre directivos y accionistas (Fama y Jensen, 1983), y evitar así que el equipo directivo busque la maximización de su función de utilidad en lugar de maximizar el valor de la empresa para los accionistas. Por otra parte, los mecanismos de gobierno a disposición de la empresa no funcionan de manera independiente a la hora de controlar a la dirección, sino que se sustituyen o complementan entre sí, por lo tanto su efecto es conjunto (Coles *et al.*, 2001; Bhagat y Jefferis, 2002). Vemos como el gobierno corporativo de la empresa mantiene una relación indiscutible con la discrecionalidad directiva y el resultado empresarial. Esta es la base de una prolífera corriente de investigación que analiza la relación entre el gobierno de la empresa, la contabilidad y las finanzas.

Por otra parte, el escenario del gobierno corporativo internacional ya no puede ser entendido sin tener en cuenta las aportaciones de la corriente *law&finance* iniciada por La

Porta *et al.*, (1998) quienes han proporcionado una nueva perspectiva en el análisis del gobierno corporativo basada en la idea de que las leyes protectoras de los derechos de los inversores y el grado de cumplimiento efectivo de las mismas son los condicionantes principales del modo en que se desarrolla el gobierno de las empresas en cada país. A partir de este momento, se pone de manifiesto la necesidad del estudio conjunto del gobierno corporativo y el sistema legal, como variable representativa del marco institucional del país donde la actividad de las empresas tiene lugar. Nuestro trabajo contribuye de manera importante a esta prolífera línea de investigación a través de un análisis conjunto de las influencias de dentro y fuera de la empresa sobre la creación de valor en siete países de la Unión Europea. Dentro de la empresa, la creación de valor se prevé que tenga una relación positiva con la concentración de la propiedad y negativa con el tamaño del consejo de administración y los niveles de deuda. Externamente, se espera que la creación de valor tengan una relación positiva con el grado de protección legal ofrecido a los inversores. Si analizamos estas variables de forma conjunta, obtenemos evidencia de que la relación entre creación de valor y mecanismos internos de control como la estructura de propiedad, consejo de administración y deuda se encuentra influenciada por el marco legal, pudiéndose apreciar un cambio de signo entre estas variables, contrastándose el efecto sustitución entre mecanismos. Asimismo, se espera que el efecto de estos mecanismos de gobierno sobre el resultado sea mayor cuando se eliminen los ajustes por devengo del mismo.

2. MECANISMOS DE GOBIERNO, DISCRECIONALIDAD DIRECTIVA Y CREACIÓN DE VALOR

El problema de agencia entre accionistas y directivos surge debido al conflicto de intereses derivado de la separación entre propiedad y control, junto con la incapacidad de diseñar contratos óptimos que garanticen el comportamiento de los gerentes de las empresas. Es decir, surge una relación entre propietarios y directivos de la empresa en virtud de la cual los primeros delegan en los últimos cierta autoridad para la toma de decisiones (Jensen y Meckling, 1976). No obstante, tal y como señala Denis (2001), si bien el objetivo de los accionistas es obtener rentabilidad que permita maximizar su riqueza, el de los directivos es maximizar su propia función de utilidad. Tales circunstancias pueden generar una divergencia de intereses entre ambos grupos y un comportamiento discrecional por parte de los directivos que pudiese conllevar hacia una menor creación de valor en la empresa. En la medida que tienen mayor conocimiento del funcionamiento empresarial y gozan de un alto poder de decisión, los gestores tienen la posibilidad de guiar las decisiones empresariales en búsqueda de sus propios intereses, aún cuando sean inconsistentes con el objetivo de los propietarios (Grabke-Rundell y Gómez-Mejía, 2002).

En este sentido, la separación de propiedad y control, tal y como se presenta en la empresa moderna, tiene como principal problema evitar los posibles comportamientos oportunistas de los gestores que tienden a reducir el valor de la compañía. Ante esta situación, la literatura sobre gobierno corporativo ha hecho hincapié en los problemas que plantea la relación entre accionistas y directivos, estudiando los mecanismos de que disponen los inversores para ejercer control sobre la compañía de tal forma que los problemas se vean minimizados (Shleifer y Vishny, 1997). Estos mecanismos propuestos en la literatura incluyen elementos cuyo diseño está en manos de las propias empresas, tales

como concentración de propiedad, un pequeño consejo de administración y la deuda, así como elementos externos a ésta, como, por ejemplo, la protección legal al inversor.

Una estructura accionarial concentrada, propia de los países de Europa Continental, donde el capital social de la empresa se encuentra repartido entre uno o varios accionistas importantes, supone un importante mecanismo de supervisión y control de la actuación del equipo directivo, ya que poseen mayores incentivos y mayor poder para evaluar a los gestores que los grupos de accionistas minoritarios. El tamaño de su inversión y los beneficios que pueden obtener compensan los costos de información y de control en que tienen que incurrir. La pasividad del pequeño accionista es inevitable. Los accionistas minoritarios poseen escasos incentivos para supervisar y evaluar la labor de los gestores ya que las ganancias esperadas de la supervisión no superan a los costos asociados, ni compensan el esfuerzo de coordinación que supone la actuación colectiva de todos ellos (Black, 1997). Berle y Means, (1932) ya sugerían una correlación inversa entre accionistas atomizados y el funcionamiento de la empresa, ya que una alta concentración de acciones tiende a crear una mayor presión sobre la dirección para comportarse de forma que maximice el valor de la compañía. Shleifer y Vishny, (1986) establecen que los grandes accionistas tienen un interés general en la maximización del valor de la compañía y suficiente control sobre los activos de ésta para hacer valer su propio interés, de tal forma que el incremento en la supervisión por parte de los accionistas mayoritarios mitiga los problemas de agencia entre gestores y propietarios, lo que conduce hacia una mayor creación de valor. En este sentido, encontramos trabajos como los de Shleifer y Vishny (1997) y La Porta *et al.*, (2002) los cuales establecen que la presencia de grandes accionistas dentro de la estructura de propiedad de la empresa limita el ejercicio de la discrecionalidad directiva, incidiendo positivamente sobre el valor a largo plazo de la empresa.

El consejo de administración es considerado un mecanismo clave en el buen funcionamiento del gobierno corporativo en la compañía, ya que es la manera a través de la cual los accionistas ejercen control sobre la empresa. Existe un gran número de estudios empíricos que exploran la relación de varios aspectos del consejo de administración con el funcionamiento de la empresa. La parte central de esos trabajos es la efectividad del consejo como supervisor en el proceso de maximización de valor de la compañía. El tamaño del consejo es una de las principales características a través de la cual el consejo ha sido estudiado en la literatura como determinante de la creación de valor. La mayor parte de la evidencia empírica pone de manifiesto una relación negativa entre el tamaño del consejo y el valor de la empresa. En este sentido, autores como Jensen, (1993) encuentran que pequeños consejos están positivamente relacionados con un alto valor de la compañía. De igual forma, Yermack (1996), provee evidencia que apunta hacia una clara relación inversa entre valor de la empresa y tamaño del consejo de administración. Asimismo, Andrés *et al.*, (2005) encuentran una relación inversa entre el valor de la empresa y el tamaño del consejo de administración, sugiriendo que los problemas de coordinación y comunicación parecen tener un mayor peso que los beneficios derivados de una mayor supervisión y control por parte de consejos numerosos.

En cuanto al apalancamiento financiero de la empresa, es necesario destacar que la función de las entidades financieras no queda limitada a la de mero intermediario, sino que dentro de la empresa juegan un importante papel cuando actúan como accionistas de la misma. En este sentido, Pound (1988) propone tres hipótesis sobre la relación entre la propiedad institucional y el valor de la empresa: 1) la hipótesis de supervisión eficiente; 2) la hipótesis de conflicto de intereses y 3) la hipótesis de alineamiento estratégico. De acuerdo con la hipótesis de supervisión eficiente, los inversores institucionales tienen mayores conocimientos y pueden supervisar a los directivos a un costo inferior al que estarían sometidos los pequeños accionistas. Por tanto, esta hipótesis predice una relación positiva entre la propiedad institucional y el valor de la empresa. Sin embargo, tanto la hipótesis de conflicto de intereses, como la hipótesis de alineamiento estratégico, sugieren la cooperación entre inversores institucionales y directivos, apuntando hacia una relación negativa entre la propiedad institucional y el valor de la compañía. Evidencia a favor de la hipótesis de supervisión eficiente de la propiedad institucional y, en particular, del porcentaje accionarial en manos de los bancos ha sido encontrada en varios países tales como Japón (Lichtenberg y Pushner, 1992), Alemania (Cable, 1985) y Estados Unidos (McConnell y Servaes, 1990). En España, la evidencia encontrada en los últimos años ha sido de carácter mixto, por una parte, se ha podido afirmar el importante papel que la propiedad bancaria representa sobre los resultados de la empresa (Canals, 1998 y Zoido, 1998), mientras que por otra parte, se ha puesto de manifiesto la hipótesis de expropiación, que considera el beneficio privado que persigue el principal accionista de la empresa a expensas del resto de los inversores dando lugar a un efecto negativo sobre el resultado (Cuervo Cazorra, 1999).

Finalmente, el sistema legal de un país es considerado un componente clave de su marco institucional, ya que servirá de base para el posterior establecimiento de cada una de las regulaciones promulgadas en el mismo. Por tanto, como parte del marco institucional que condiciona las transacciones entre agentes económicos, el sistema legal determina en gran medida el sistema de gobierno de las empresas y el *puzzle* de mecanismos que pueden utilizarse dentro del mismo. Trabajos como el de La Porta *et al.*, (2002) sugieren que el grado de protección legal con el que cuentan los inversionistas en un país es un determinante importante del desarrollo de sus mercados financieros, ya que en lugares donde la ley arropa en mayor medida a los inversores externos, además de hacerse efectivo el cumplimiento de dichas leyes, genera incentivos para que los inversores estén dispuestos a invertir, dando lugar a mercados financieros más amplios y con mayor valor. Esta mayor inversión se genera debido a que, con una mejor protección legal, un mayor número de beneficios de la compañía volverán a ellos en forma de interés o dividendos disminuyendo la probabilidad de ser expropiados por la dirección. Así, a medida que se limita la expropiación, la ley incrementa el valor de las empresas derivado de la mayor seguridad o certidumbre en los mercados, de tal forma, que podrá argumentarse que una mayor protección del accionista se asocia a una mayor valoración de los activos corporativos.

Por tanto, vemos como la concentración de la propiedad, el consejo de administración, la estructura de capital y el marco institucional mantienen una estrecha relación con la creación de valor siendo piezas de un mismo rompecabezas, de tal forma que una menor creación de valor en la empresa, debería ir acompañada de una mayor probabilidad de supervisión con el fin de incrementarla, idea que se desprende de la

relación positiva que en varios trabajos se ha demostrado que existe entre la creación de valor y los mecanismos de control corporativo -por ejemplo, Lang *et al.*, (1989) y Servaes, (1991)-.

3. METODOLOGÍA, VARIABLES Y MUESTRA.

El objetivo del análisis empírico es contrastar a través de una regresión por medio de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO), la asociación entre los mecanismos de gobierno y la creación de valor y si esta asociación es diferente una vez que la discrecionalidad directiva es removida. El modelo de regresión múltiple es el siguiente:

$$CV_{it} = \beta_0 + \beta_1 PL_{it} + \beta_2 CP_{it} + \beta_3 PLCP_{it} + \beta_4 LNCON_{it} + \beta_5 PLLNCON_{it} + \beta_6 DEUDA_{it} + \beta_7 PLDEUDA_{it} + \beta_8 LTAM_{it} + \varepsilon_{it}$$

Donde:

CV	Cash flow de las operaciones/activo total.
CP	Porcentaje de propiedad en manos del principal accionista de la compañía.
PL	Índice de protección legal.
LNCONS	Tamaño del consejo, determinado por el logaritmo del número de consejeros.
DEUDA	Endeudamiento de la empresa, medido por el pasivo exigible sobre el pasivo total.
PLCP	Interacción entre la concentración de propiedad y la protección legal ofrecida por el marco institucional.
PLLNCON	Interacción entre el tamaño del consejo de administración y la protección legal ofrecida por el marco institucional.
PLENDEU	Interacción entre el endeudamiento y la protección legal ofrecida por el marco institucional.
LTAM	Logaritmo del activo total.

La variable dependiente es creación de valor (CV) y creación de valor libre de discrecionalidad (CVU). Por tanto, se hace necesario definir una medida de creación de valor libre de la discrecionalidad. Para ello, nos basamos en la medida denominada “*unmanaged earnings*” estimada por Millon *et al.*, (2006) la cual se obtiene al eliminar de la medida de creación de valor los ajustes por devengos discrecionales obtenidos del modelo de Jones (1991). Para la selección de las variables explicativas consideramos diferentes mecanismos internos de gobierno y la protección legal, para lo cual tomamos como referencia los trabajos de Nenova, (2000); Leuz *et al.*, (2002); Millon *et al.*, (2006). CP es el porcentaje de participación accionarial del principal accionista. LNCON es el tamaño del consejo de administración representado por el logaritmo del número de consejeros. PL es la protección legal ofrecida a los inversores en cada país medida a través del *anti-self-dealing Index* desarrollado por Djankov *et al.*, (2005)ⁱ. DEUDA es la variable que refleja el endeudamiento de la empresa, medido por el pasivo exigible sobre el pasivo total. Finalmente, hemos incluido también las interacciones entre los mecanismos internos de gobierno y la protección legal ofrecida al inversor. Con respecto a las variables de

control y con base en lo realizado en trabajos previos, hemos incluido el tamaño de la empresa (LAT), la cual está definida como el logaritmo del activo total de la compañía

3.1 Creación de Valor y Discrecionalidad Directiva

En cuanto a la medida de la creación de valor utilizada es necesario hacer algunas matizaciones, ya que son muy diversas las medidas de la creación de valor que los estudios previos han empleado para su aproximación, pudiéndose dividir éstos en dos grupos: por un lado aquellos trabajos que centran su análisis en medidas contables y, por otro, los que emplean la aproximación a la q de Tobin. En este trabajo, nos centramos en las primeras, concretamente, en las medidas contables como *proxy* de la creación de valor. Siguiendo a Millon *et al.*, (2006), la creación de valor es medida como el *cash flow* de las operaciones dividido por el activo total, lo que estos autores denominan como CFROAⁱⁱ (CV). La razón de estimar la creación de valor mediante esta medida contable y no mediante la tradicional q de Tobin utilizada en la mayoría de literatura sobre el tema, se debe fundamentalmente a que la disponibilidad de datos de mercado se restringe al conjunto de empresas que cotizan en los mercados de valores. Sin embargo, nuestra muestra al contar con empresas tanto cotizadas como no cotizadas, ocasiona que la estimación de la q de Tobin resulte complicada.

Por otra parte, para llevar a cabo el análisis del efecto de estos mecanismos de gobierno sobre la creación de valor libre de manipulación, es necesario definir una medida de la discrecionalidad gerencial. De esta forma, y siguiendo la mayoría de la literatura sobre este tema, en este trabajo nos centramos en los ajustes por devengo como medida de la discrecionalidad directiva. Los ajustes por devengo no son discrecionales en su totalidad, sino que parte de estos depende de una serie de elementos ajenos al control de la dirección, como la propia normativa contable o los cambios en el entorno económico de la empresa. En un trabajo que puede considerarse pionero en la línea de investigación sobre este tema, Jones (1991), propone un modelo de expectativas para separar los componentes discrecionales y no discrecionales de los ajustes por devengo totales. El modelo propuesto por Jones, que se presenta en la expresión (1), regresa los ajustes por devengo observados (ADT) sobre dos variables: cambio en las ventas (ΔREV) que controla el componente normal de los ajustes por devengo del circulante; y el nivel de Inmovilizado Bruto (GPPE), que modeliza el componente no discrecional del gasto por depreciación y amortización del periodo. Los ajustes por devengo no discrecionales (ADND) son las predicciones de la estimación por Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) de la regresión (1), mientras que los ajustes por devengo discrecionales (ADD) son los residuos de la misma. En nuestro caso, partiremos de este modelo para el cálculo total de los ajustes.

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

3.2 Fuentes de Información y Muestra

La fuente de información utilizada en el presente trabajo de investigación es la base de datos *AMADEUS* (*Analyze Major Databases from European Sources*), la cual nos ha permitido obtener la información económico-financiera, así como relativa a la propiedad y el control de las empresas de nuestra muestra. Hemos incluido en nuestra muestra empresas cotizadas y no cotizadas en bolsa pertenecientes a siete países de la Unión Europea (Alemania, Bélgica, España, Grecia, Italia, Reino Unido y Suecia). La muestra final consta de 765 empresas por año con un total de 87 empresas cotizadas y 678 no cotizadas para los años fiscales 2000-03. Las tablas 1 y 2 presentan el número de observaciones empresa-año por país, así como también la estadística descriptiva de las empresas de la muestra. Para llevar a cabo una comparación empresa-tamaño a través de los diferentes años, la media de los activos de las empresas (en miles de euros) es mostrada para cada año.

Tabla 1
Tamaño de las empresas que conforman la muestra utilizada para la estimación del modelo propuesto

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

Fuente: Amadeus

Tabla 2
Número de empresas por país que conforman la muestra utilizada para la estimación del modelo propuesto

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

Fuente: Amadeus

* En millones de Euros

3.3. Estadística Descriptiva

La estadística descriptiva de las variables usadas para la estimación empírica se presenta en la tabla 3, donde se muestran la media, la desviación típica, así como los mínimos y máximos de las variables de nuestro modelo. El índice de protección legal (PL), el cual representa el grado en que se pueden evitar legalmente las transacciones encubiertas en beneficio propio por personas que controlan la empresa, presenta un promedio de 0,56 y considerando que este índice fluctúa entre los valores de 0 y 1, nos deja ver que, en promedio, la protección legal con la que cuentan los países que conforman la muestra presentan un nivel medio de protección legal. En cuanto a concentración de propiedad, la media general de participación del principal accionista es de 37%, mostrándonos, de forma general, la importancia del papel que juega la concentración de propiedad en los países de la muestra. El endeudamiento medio (DEUDA) de las empresas en el periodo de análisis es de 62% sobre el total de la financiación, pudiéndose observar la relevancia de esta forma de financiación para las empresas estudiadas. En cuanto la variable del consejo de administración, número de consejeros (NCONS) dejando aún lado su transformación logarítmica, el número medio de consejeros es de 6,28. Por último, la variable de control logaritmo del activo total de la empresa (LTAM) es de 12,49.

Tabla 3: Estadística descriptiva de las variables del análisis de regresión

Variable	Media	Desviación Típica	Mínimo	Máximo
PL	0,57	0,34	0	1
CP	0,37	0,26	0,01	0,99
DEUDA	0,62	0,23	0,02	2,68
NCONS	6,28	3,30	1	17
LTAM	12,49	0,99	9,13	15,64

4. RESULTADOS DEL ANÁLISIS DE REGRESIÓN

Una vez obtenidos los ajustes por devengo discrecionales y estimada la medida de creación de valor libre de discrecionalidad, hemos procedido a estimar la incidencia de la estructura de propiedad, el consejo de administración, la deuda y la protección legal sobre el desempeño de las empresas, junto con las variables de control, recogiendo los resultados en la tabla 4.

Tabla 4. Resultados de la estimación del modelo de creación de valor

La primera columna corresponde a la estimación con la variable creación de valor (CV) como variable dependiente y la segunda a la estimación con la variable creación de valor una vez eliminada la discrecionalidad directiva (CVU) como variable dependiente, ambos modelos fueron estimados por

medio de MCO. Las variables explicativas son la protección legal (PL), la concentración de la propiedad (CP), el tamaño del consejo de administración (LNCON), la deuda (DEUDA), la interacción entre PL y CP, LNCON y DEUDA y el logaritmo del activo total (LTAM).

	(1)	(2)
PL	0.057	0.116
	(1.08)	(1.83)*
CP	0.126	0.187
	(7.79)***	(9.61)***
PLCP	-0.348	-0.242
	(6.16)***	(7.36)***
LNCON	-0.013	-0.024
	(1.62)	(2.42)**
PLLNCON	0.036	0.069
	(1.84)*	(2.93)**
ENDEU	-0.181	-0.179
	(11.87)***	(9.74)***
PLENDEU	0.155	0.167
	(3.79)***	(4.92)***
LTAM	0.006	0.005
	(0.32)	(0.25)
Constante	0.140	0.114
	(4.72)***	(3.21)***
R ²	0.06	0.07

Valor absoluto del t estadístico en paréntesis
 * Significativo al 10%
 ** Significativo al 5%
 *** Significativo al 1%

La tabla 4 muestra el resultado de la estimación usando la creación de valor y creación de valor libre de discrecionalidad como variables dependientes. El análisis previo sugería que la creación de valor puede encontrarse relacionada con la protección legal ofrecida al inversor. Postulamos que a mayor protección al inversor una mayor creación de valor habrá ya que los directivos disfrutan de menores beneficios de control privados y, por tanto, tienen menores incentivos a expropiar riqueza de los accionistas. Consistente con la literatura previa, encontramos una relación positiva, sin llegar a ser significativa entre creación de valor y protección legal (ver columna 1, tabla 4).

En cuanto a la variable concentración de propiedad, y en concordancia con la literatura (Shleifer y Vishny, 1986; La Porta et al., 2002; Claessens et al., 2002; Morck et al., 1988; Gorton y Schmid 1996; Shleifer y Vishny 1997; Himmelberg et al., 1999; Faccio et al., 2001), muestran que la concentración de propiedad esta correlacionada de forma positiva con la creación de valor, con un coeficiente de (0,126) y un alto nivel de significatividad (al 1%). Asimismo, podemos observar como el signo de la variable cambia a negativo cuando generamos la interacción con la protección legal al inversor. Dado este resultado, se puede afirmar, de acuerdo con investigaciones previas, que la concentración de propiedad es un factor asociado con una mejora en la creación de valor, sin embargo, esta relación positiva entre estas variables se debilita a medida que se da una mayor protección legal al inversor.

La variable de endeudamiento muestra un coeficiente negativo de (-0,181) y altamente significativo –al 1%-. En consecuencia, tenemos evidencia a favor de que incrementos en el endeudamiento de la empresa conlleven hacia una menor creación de valor. Asimismo, encontramos evidencia de que la asociación negativa entre endeudamiento y creación de valor es más débil en entornos legales con una mayor protección al inversor. Por lo que concierne a la variable sobre tamaño del consejo, ésta presenta un coeficiente de (-0,013) y no significativo. Este resultado se torna interesante ya que a pesar de la falta de significatividad de la variable, el coeficiente nos deja ver la influencia negativa que consejos de administración de tamaño numeroso tienen sobre la creación de valor. No obstante, el resultado que obtenemos cuando consideramos la interacción entre tamaño del consejo y protección legal muestra un cambio de signo pasando de negativo a positivo con un valor de (0,36), además de ser estadísticamente significativo, con lo que tenemos evidencia empírica que muestra que la creación de valor tiende a aumentar a medida que se aumenta el tamaño del consejo a la vez que se incrementa la protección legal. Es decir, encontramos evidencia de que consejos numerosos pueden conducir hacia una mayor creación de valor derivado de la mejor supervisión y control sobre la dirección proveniente del mayor número de efectivos humanos dedicados a esta tarea, siempre que este incremento venga acompañado de un elevado nivel de protección legal al inversor que permita tener una mayor confianza en las labores encomendadas al consejo. Finalmente, en cuanto a la variable de control, ésta resulta ser no significativa.

En suma, los resultados mostrados en la columna (1) de la tabla 4 nos dejan ver que la presencia de mecanismos internos de gobierno como la concentración de propiedad, el consejo de administración, el endeudamiento, así como su interacción con mecanismos de control externos como lo es la protección legal, parecen ser elementos relevantes en la creación de valor de la compañía. De igual forma, en la columna (2) de la tabla 4, repetimos en el análisis pero ahora considerando como variable dependiente la creación de valor una vez eliminada la discrecionalidad directiva. Es decir, a través de la variable CVU, la cual es calculada usando la medida de creación de valor menos los ajustes por devengos discrecionales obtenidos a través del modelo de Jones. La variable de protección legal presenta un coeficiente de (0,116), que es más del doble del valor que tenía en la estimación realizada en la columna 1 de la tabla 4 (0,057). Además, la variable se vuelve significativa poniendo de manifiesto la mayor influencia de esta variable sobre la creación de valor en ausencia de la discrecionalidad directiva. Esta relación entre protección al inversor y creación de valor es una cuestión que se ha venido estudiando durante los últimos años y que recientemente se ha visto reforzada por trabajos como los de Nenova (2000); Leuz *et al.*, (2002); Gul *et al.*, (2002) y Dyck y Zingales (2004), los cuales se enmarcan dentro de la línea de investigación desarrollada por La Porta *et al.*, (1997, 1998, 1999, 2000), donde se pone de manifiesto las diferencias existentes entre los distintos entornos económicos internacionales, así como la relevancia del marco institucional a la hora de tomar decisiones en el seno de la organización, ya que los problemas de gobierno corporativo difieren en función del contexto en que tengan lugar y sus posibles soluciones también (López de Foronda, 2004).

La concentración de propiedad, que presentaba un coeficiente de 0,126 en la columna uno, ahora es de 0,187, además que su nivel de significatividad se mantiene a

niveles del 1%, con lo que el impacto de esta variable sobre la creación de valor se incrementa de forma considerable, poniendo en evidencia la relevancia de la concentración de propiedad en la creación de valor. Asimismo, podemos observar como la variable de interacción entre protección legal y concentración de propiedad que en la columna (1) muestra un valor de (-0.348), en la columna dos presenta un valor de (-0.242), además de mantener su nivel de significatividad al 1%. Obtenemos evidencia de que una mayor concentración de propiedad acompañada de una mayor protección al inversor continúa ejerciendo un efecto negativo sobre la creación de valor sin importar que la discrecionalidad directiva haya sido eliminada (es necesario destacar que el impacto negativo es menor). Esto nos arroja un resultado interesante, ya que nos muestra que entre mayor sea la protección legal con la que cuentan los inversores, la concentración de propiedad se convierte en un mecanismo de supervisión redundante que en lugar de contribuir a incrementar la creación de valor de la empresa, limita su desempeño.

El coeficiente de la variable endeudamiento pasa de un valor de (-0,181) en la columna 1, a un coeficiente de (-0,179) en la columna dos de la tabla 2, manteniendo su significatividad a niveles del 1%, lo que nos deja ver que el hecho de incrementar el endeudamiento de la empresa, aun eliminando el factor de la discrecionalidad, sigue generando un efecto negativo sobre la creación de valor, sin embargo, tal y como podemos apreciar en los coeficientes obtenidos, el impacto negativo que el hecho de aumentar el apalancamiento financiero de la empresa genera sobre la creación de valor disminuye sensiblemente una vez que la discrecionalidad directiva es eliminada. La variable de interacción entre protección legal y deuda que en la columna (1) muestra un valor de (0.155), mientras que en la columna dos presenta un valor de (0.167), además de mantener su nivel de significatividad al 1%. Así pues, los resultados parecen mostrar que incrementos en la deuda puede generar un impacto benéfico sobre la creación de valor de la compañía una vez que la discrecionalidad directiva es eliminada, siempre y cuando se cuenta con un mayor nivel de protección legal al inversor.

Finalmente, con respecto a la variable de tamaño del consejo, tal y como podemos apreciar en la tabla 4, esta pasa de tener un coeficiente de (-0.013) y ser no significativa, a tener un coeficiente de (-0.024) con un nivel de significancia del 5%. Nuestro resultado sustenta la mayor efectividad que sobre el resultado de la empresa tiene el hecho de contar con consejos de administración pequeños, siendo este efecto mayor una vez que la discrecionalidad es eliminada. De igual forma, podemos observar como la variable sobre interacción entre consejo de administración y protección legal continua manteniendo un signo positivo, pasando de tener un coeficiente de (0.036) y un nivel de significatividad del 10%, a tener un coeficiente de (0.069) con un nivel de significatividad de 5%, poniendo de relieve el hecho de que contar con consejos numerosos puede impactar de forma positiva al resultado de la compañía siempre que existe una mayor protección legal al inversor y que ese hecho puede mejorar sensiblemente si la discrecionalidad es eliminada. Parece oportuno terminar la exposición de los resultados con algunos comentarios referentes a la robustez de los mismos. Hemos efectuado estimaciones adicionales considerando la variable de creación de valor libre de los ajustes por devengo discrecionales obtenidos a través del modelo de Jones Modificado, los resultados de las variables no difieren de los mostrados aquí (ver Anexo).

5.- SECCIÓN DE DISCUSIÓN

La mayoría de los trabajos sobre gobierno corporativo se han centrado, por lo regular, en el análisis de algunos mecanismos de gobierno, limitándose, casi siempre, a analizar su efecto de manera unilateral. Sin embargo, recientes estudios, como por ejemplo los de Kini *et al.* (1995), Agrawal y Knoeber (1996), Coles *et al.* (2001) y Bushman y Smith (2001), parecen situarnos en una nueva generación de investigación en gobierno corporativo, en la cual se reconoce de forma explícita la interacción entre los mecanismos de gobierno. En esta nueva línea, se trata de profundizar en la posible interacción entre dichos mecanismos poniendo de manifiesto la capacidad de la empresa para diseñar un sistema de gobierno corporativo eficiente a través de la selección de diferentes mecanismos, que se sustituyen o complementan. Dado este efecto de sustitución o complementariedad, pueden usarse diferentes alternativas para controlar los problemas de agencia en la empresa de tal manera que el uso de cada uno de los mecanismos depende del uso que se haga de los demás, por lo que pierde importancia el efecto individual de cada uno de ellos sobre la creación de valor de la empresa en relación con el efecto conjunto de todos los mecanismos elegidos (Agrawal y Knoeber, 1996). Es en este punto precisamente donde se encuentra la contribución de nuestro trabajo, ya que analizamos el efecto de diferentes mecanismos como estructura de propiedad, consejo de administración y endeudamiento sobre la creación de valor, atendiendo al hecho de que éstos pueden tener diferentes impactos, dependiendo del marco institucional en el cual opere la compañía, ya que los países alrededor del mundo se caracterizan por tener sistemas de gobierno corporativo alternativos, por lo cual será necesario tener en cuenta estas diferencias a la hora de articular los sistemas de gobierno (Shleifer y Vishny, 1997 y La Porta *et al.*, 2000). Hablamos de contribuir al desarrollo de la discusión en una línea de investigación poco explorada como es el estudio de la interacción entre mecanismos de gobierno que permitan a las empresas hacer un mejor uso de estos mecanismos, al tener en cuenta elementos fundamentales como lo es el marco institucional en el que opera la empresa, con el fin de que alcance la consecución del objetivo fundamental para cualquier compañía: la creación de valor. Es decir, sabemos que el tema de gobierno corporativo es valorado por los mercados de capitales y, por ende, por las empresas alrededor del mundo. A pesar de esto, todavía tenemos muchas preguntas sin respuesta acerca del funcionamiento de los mecanismos de gobierno en diferentes entornos institucionales, por lo que creemos que este trabajo puede proporcionar cierta luz con respecto a ello, ya que si la pregunta se plantea en diferentes contextos, las soluciones también deberían ser diferentes.

6. CONCLUSIONES

Actualmente, diferentes líneas de investigación se caracterizan por estudiar los distintos mecanismos de gobiernos que ayudan a mitigar los conflictos de agencia derivados de la separación entre propiedad y control. Estas líneas de investigación argumentan que el análisis de estos mecanismos no resulta efectivo de forma aislada. Autores como Agrawal y Knoeber (1996); Firth *et al.*, (2002) y Berry *et al.*, (2006), reconocen la interacción entre los mecanismos de gobierno, es decir, la empresa puede diseñar un sistema de gobierno a través de la selección de diferentes mecanismos, los cuales se sustituyen o complementan. Nuestro artículo adopta esta visión, ya que debido a este efecto de sustitución o complementariedad, mecanismos de control alternativos pueden

ser usados para controlar los problemas de agencia entre directivos y accionistas en la empresa, de tal manera que el uso de un mecanismo puede depender del uso que se haga de los demás. De esta forma, el objetivo de este trabajo ha sido analizar la relación entre los mecanismos de gobierno de la empresa y la creación de valor, si ésta es mayor en ausencia de discrecionalidad directiva y si los mecanismos se encuentran condicionados por el entorno institucional en el que la empresa desarrolla su actividad. Nuestro análisis se ha centrado en cuatro mecanismos de gobierno fundamentalmente: la estructura de propiedad, el consejo de administración, el nivel de endeudamiento de la empresa y el marco institucional, basados en una muestra de 765 empresas de siete países de la Unión Europea durante el periodo 2000-2003. En concordancia con la literatura previa, los resultados muestran un funcionamiento diferente de los mecanismos de gobierno sobre el resultado de la compañía dependiendo de la protección legal al invasor, además de que el efecto que éstos tiene sobre la creación de valor es mayor cuando la discrecionalidad directiva es eliminada. Es decir, la presencia de mecanismos como la concertación de propiedad y la protección legal conducen hacia una mayor creación de valor en la compañía, mientras que incrementos en variables como el tamaño del consejo y el endeudamiento lejos de contribuir a mejorar el resultado de la empresa presentan una correlación inversa con ésta (la cual se agudiza cuando la discrecionalidad directiva -a través de los *accruals* discrecionales- es excluida). Sin embargo, nuestros resultados cambian de forma importante cuando consideramos la interacción entre estos mecanismos internos de gobierno y la protección legal de los inversores, ya que la evidencia obtenida muestra, por ejemplo, que la concentración de la propiedad no tiene el mismo efecto sobre la creación de valor cuando se considera a la vez un mayor nivel de protección legal, ya que el signo de esta variable pasa de ser positivo a negativo, lo que nos indica, en cierta medida, que la concentración de propiedad se vuelve un mecanismo de gobierno redundante una vez que se cuenta con una mayor nivel de protección al inversor, la cual lejos de contribuir a mejorar el resultado de la compañía genera un efecto negativo sobre ésta. Asimismo, la deuda cambia radicalmente cuando se considera la interacción con la protección legal, ya que pasa de mostrar una relación negativa con la creación de valor, a tener una correlación positiva una vez que se considera en conjunto con la protección legal, dejando ver que mayores niveles de endeudamiento pueden coadyuvar a generar una mayor creación de valor en la empresa si existe un marco institucional que asegure que los gestores de la compañía efectuarán un uso eficiente de los recursos cedidos por los prestamistas. Además de la concentración de propiedad y la deuda hemos analizado la influencia de mecanismos de gobierno adicionales como lo es el tamaño del consejo de administración. En cuanto a esta variable, los resultados son sumamente interesantes, ya que la evidencia obtenida muestra una relación inversa entre la mayor dimensión de este órgano de gobierno y la creación de valor. Sin embargo, cuando consideramos la interacción entre ésta y la protección legal, la variable cambia de signo negativo a positivo, además de mantener altos niveles de significatividad, indicando una mayor creación de valor en la empresa a medida que el tamaño del consejo de administración aumenta a la vez que existe una mayor protección legal, lo cual es evidencia a favor de que consejos de administración grandes también pueden resultar eficientes para la empresa siempre que existe un entorno legal adecuado que garantice que los consejeros cumplirán con las labores para las que han sido contratados. Dado este contexto, nuestros resultados sugieren que la salvedad de la discrecionalidad directiva, así como el entorno institucional y legal del país, influyen de manera importante sobre el resultado de la empresa.

7. BIBLIOGRAFÍA

- ANDRÉS, P.; AZOFRA, V.; y LÓPEZ, F.J. (2005): “Corporate boards in OECD countries: size composition, functioning and effectiveness”. *Corporate Governance: An International Review*, vol. 13, N° 2, pp. 197-210.
- AGRAWAL, A. y KNOEBER, C.R. (1996): “Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, N° 3, pp. 377.
- BERLE, A.A y MEANS, G.D. (1932): “The modern corporation and private property”. Transaction Publishers, New Jersey.
- BERRY, T.K.; FIELDS, L.P. y WILKINS, M.S. (2006): “The interaction among multiple governance mechanisms in young newly public firms”. *Journal of Corporate Finance*, vol. 12, pp. 449-66.
- BHAGAT, S. and JEFFERIS, R.H. Jr. (2002): “The Econometrics of Corporate Governance Studies”. Massachusetts Institute of Technology, The MIT Press.
- BLACK, B.S. (1997): “Institutional investors and corporate governance: The case for institutional voice”. In Chew D.H. (ed.) *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems. A Comparison of the U.S., Japan, & Europe*. Oxford University Press.
- BUSHMAN, R. y SMITH, A. (2001): “Financial accounting information and corporate governance”. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 32, pp. 237-333.
- CABLE, J. (1985): “Capital market information and industrial performance: The role of West German banks”. *The economic Journal*, vol. 95, pp. 118-132.
- CANALS, J. (1998): “Banks as shareholders: do they matter?”. Documento de investigación IESE, N° 354.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J.P. y LANG, L. (2002): “Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings”. *Journal of Finance*, vol. LVII, N° 6, pp. 2741-2772.
- COLES, J.W.; McWILLIAMS, V.B. y SEN, N. (2001): “An examination of the relationship of governance mechanisms to performance”. *Journal of Management*, vol. 27, pp. 23-50.
- CUERVO-CAZURRA, A. (1999): “Grandes accionistas y beneficios privados: El caso de los bancos como accionistas de empresas no financieras”. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 5, N° 1, pp. 21-44.

- DJANKOV, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A. (2005): "The law and economics of self-dealing". NBER Working Paper, N° 11883, pp. 1-46.
- DENIS, K.D. (2001): "Twenty-five years of corporate governance research...and accounting", *Review of Financial Economics*, vol. 10, pp. 191-212.
- DYCK, A. y ZINGALES, L. (2004): "Private benefits of control: An international comparison". *Journal of Finance*, Vol. 59: 537-600.
- FACCIO, M., LANG, L.P.H. y YOUNG (2001): "Dividends and expropriation", *American Economic Review*, 91, pp. 54-78.
- FAMA, E.F. y JENSEN, M.C. (1983): "Separation of ownership and control". *Journal of Law and Economics*, vol. 26, pp. 301-325.
- FIRTH, M., FUNG, P.M.Y. and RUI, O.M. (2002): "Simultaneous Relationships Among Ownership, Corporate Governance, and Financial Performance", SSRN Working Paper Series, The Hong Kong Polytechnic University.
- GORTON, G. y SCHMID, F. (1996): "Universal banking and performance of German firms". Working Paper 5453, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts.
- GRABKE-RUNDELL, A. y GÓMEZ-MEJÍA, L.R. (2002): "Power as a determinant of executive compensation", *Human Resource Management Review*, vol. 12, pp. 3-23.
- GUL, F.A.; TSUI, J.S; SU, X. y RONG, M. (2002): "Legal protection, enforceability and tests of the debt hypothesis: An international study". SSRN Working Paper.
- HIMMELBERG, C.; HUBBART, G. y PALIA, D. (1999): "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance". *Journal of Financial Economics*, vol. 53, pp. 353-384.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. (1976): "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure". *Journal of Financial of Economics*, vol. 76, pp. 305-360.
- JENSEN, M.C. (1993): "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems". *Journal of Finance*, vol. 48, N° 3, pp. 831-880.
- JONES, J. (1991): "Earnings management during import relief investigations". *Journal of Accounting Research*, vol. 29, pp. 193-233.
- KINI, O.; KRACAW, W. y MIAN, S (1995): "Corporate takeovers, firm performance, and board composition". *Journal of Corporate Finance*, vol. 1, pp. 383-412.

- LANG, L.; STULZ, R. y WALKLING, R. (1989): "Managerial performance, Tobin's q, and the gains from successful tender offers". *Journal of Financial Economics*, vol. 24, pp. 137-154.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1997): "Legal determinants of external capital". *Journal of Finance*, vol. 52, pp. 1131-1150.
- LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1998): "Law and finance". *Journal of Political Economy*, vol. 106, pp. 1113-1155.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F. y SHLEIFER, A. (1999): "Corporate governance around the world". *Journal of Finance*, vol. 54, pp. 471-517.
- LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (2000): "Investors protection and corporate governance". *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp. 3-27.
- LA PORTA, R.; LOPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A. (2002): "Investor protection and corporate valuation". *Journal of Finance*, pp. 1-35.
- LEUZ, D.; NANDA, D. y WYSOCKI, P.D. (2002): "Investor protection and earnings management: An international comparison". MIT Working Paper 4225-01, pp. 1-31.
- LICHTENBERG, F. y PUSHNER, G. (1992): "Ownership structure and corporate performance in Japan". NBER Working Paper, N° 4092.
- MAYER, C. (1996): "Corporate governance, competition and performance". OCDE/GD Working Paper 34709.
- McCONNELL, J.J. y SERVAES, H. (1990): "Additional evidence on equity ownership and corporate value". *Journal of Financial Economics*, N° 27, pp. 595-612.
- MILLON, M.; MARCUS, A.J.; SAUNDERS, A. y TEHRANIAN H. (2006): "Earnings management, corporate governance, and financial performance". SSRN Working Paper, pp. 1-28.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1988): "Management ownership and market valuation: an empirical analysis". *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 293-315.
- NENOVA, T. (2000): "The value of corporate votes and control benefits: A cross-country analysis". Working Paper, Harvard University
- POUND, J. (1988): "Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight". *Journal of Financial Economics*, vol. 22, pp. 237-265.
- SERVAES, H. (1991): "Tobin's q and gains from takeovers". *Journal of Finance*, vol. 46, pp. 409-419.

SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1986): “Large shareholders and corporate control”. Journal of Political Economy, vol. 94, pp. 461-488.

SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1997): “A survey of corporate governance.” Journal of Finance, pp. 737-783.

YERMARCK, D. (1996): “Higher market valuation of companies with a small board of directors”. Journal of Financial Economics, vol. 40, pp. 185-211.

ZOIDO, E. (1998): “Un estudio de las participaciones accionariales de los bancos en las empresas españolas”. Investigaciones Económicas, vol. 22, pp. 427-468.

8. ANEXO I

Resultados de la estimación del Modelo de Creación de Valor usando el Modelo de Jones Modificado		
La primera columna corresponde a la estimación con la variable creación de valor (CV) como variable dependiente y la segunda a la estimación con la variable creación de valor una vez eliminada la discrecionalidad directiva (CVU) como variable dependiente, ambos modelos fueron estimados por medio de MCO. Las variables explicativas son la protección legal (PL), la concentración de la propiedad (CP), el tamaño del consejo de administración (LNCON), la deuda (ENDEU), la interacción entre PL y CP, LNCON y ENDEU y el logaritmo del activo total (LTAM).		
	(1)	(2)
	CV	CVU
PL	0.187 (3.61)***	0.256 (3.68)***
CP	0.106 (6.44)***	0.152 (6.90)***
PLCP	-0.273 (5.07)***	-0.201 (5.14)***
LNCON	-0.021 (1.88)*	-0.020 (2.36)**
PLLNCON	0.055 (2.74)***	0.070 (2.60)***
ENDEU	-0.056 (3.06)***	-0.050 (2.01)**
PLENDEU	0.133 (3.88)***	0.148 (3.22)***
LTA	-0.006 (0.03)	-0.002 (0.57)
Constante	0.066 (1.64)*	0.097 (3.25)***
R ²	0.05	0.07
Valor absoluto del t estadístico en paréntesis		
* Significativo al 10%		
** Significativo al 5%		

ANEXO II

Estimación de los Ajustes por Devengo

La variable discrecionalidad directiva es obtenida a través de los ajustes por devengo discrecionales, los cuales son entendidos como el error de la regresión (1). La tabla muestra los resultados de la estimación del modelo de Jones de corte transversal. En la tabla aparece el coeficiente correspondiente, así como del estadístico t asociado y el coeficiente del R². Puede observarse cómo los coeficientes presentan en el signo esperado, positivo para ΔREV y negativo para $GPPE$. De esta forma, el análisis de los coeficientes de las dos variables utilizadas -cambio en ventas e inmovilizado bruto- vienen a confirmar las previsiones inicialmente apuntadas.

<i>Tabla 4</i>			
<i>Estimación de los ajustes por devengo totales</i>			
Resultados de la estimación de la ecuación (1). La primera columna corresponde al año y las columnas 2, 3 y 4 corresponden al modelo de Jones. La variable dependiente es ADT. Las variables explicativas son la variación en ventas (ΔREV) y el nivel de inmovilizado bruto ($GPPE$).			
Periodo	Modelo de Jones		
(1)	(2)	(3)	(4)
Año	ΔREV	$GPPE$	R²
2000	0.087	-0.071	0.07
	(4.02)**	(5.67)**	
2001	0.079	-0.070	0.07
	(4.01)**	(5.29)*	
2002	0.076	-0.053	0.06
	(3.94)**	(4.36)*	
2003	0.054	-0.076	0.08
	(2.51)*	(6.78)*	
Valor absoluto del t estadístico en paréntesis + Significativo al 10%			

** Significativo al 5%
*** Significativo al 1%

ⁱ Los autores proporcionan un índice de protección a los accionistas minoritarios que mide el grado en que se pueden evitar legalmente las transacciones encubiertas en beneficio propio por las personas que controlan la empresa. Se mide de 0 a 1, de tal forma que se añaden 0,25 puntos según aumentan las posibles sanciones existentes en cada país ante transacciones encubiertas, reflejando una mayor protección al inversor cuando se aproxima más a 1, de tal forma que se añaden 0,25 puntos según aumentan las posibles sanciones existentes en cada país ante transacciones encubiertas.

ⁱⁱ Esta medida de creación de valor es lo que Millon *et al.*, (2006) denominan como *cash flow* ROA, la cual incluye la depreciación así como también el beneficio neto en el numerador.