

Fernando González Vigil (editor)

27

DOCUMENTO
DE INVESTIGACIÓN

Economía aplicada

Ensayos de investigación económica 2022

Vivian Jimena Castañeda Rivas
Esteban Pierre Chabaneix Castillo
Daniela Chavarría Iglesias
Paloma Domenack Juscamaita
Mauricio Alberto González Campana
Gerardo Alberto Jiménez Jiménez
Gianfranco Jorge Quintanilla
Nicolás Pantoja Castañeda
Carlos Eduardo Peña Solsol
Wilbert André Pino Aguirre
Alicia Lucía Rego Urrunaga
Fátima Alicia Rohde Fornes
Santiago Matías Valencia Mauleon
Akemí Gabriela Yatto Grados

Con la colaboración de:
Karina Angeles Mendoza

Fondo
Editorial



UNIVERSIDAD
DEL PACÍFICO

Economía aplicada

Ensayos de Investigación Económica 2022

Vivian Jimena Castañeda Rivas
Esteban Pierre Chabaneix Castillo
Daniela Chavarría Iglesias
Paloma Domenack Juscamaita
Mauricio Alberto González Campana
Gerardo Alberto Jiménez Jiménez
Gianfranco Jorge Quintanilla
Nicolás Pantoja Castañeda
Carlos Eduardo Peña Solsol
Wilbert André Pino Aguirre
Alicia Lucía Rego Urrunaga
Fátima Alicia Rohde Forns
Santiago Matías Valencia Mauleon
Akemi Gabriela Yatto Grados

Con la colaboración de:
Karina Angeles Mendoza

El impacto del control familiar en la manipulación de beneficios en empresas de Latinoamérica¹¹

Daniela Chavarría Iglesias
Carlos Eduardo Peña Solsol

Introducción

Este estudio se enfoca en la manipulación de beneficios, entendida como la intervención en el proceso de divulgación de información financiera con la intención de obtener alguna ganancia privada (Schipper, 1989). Este comportamiento afecta a los inversionistas y clientes, impactando negativamente en la reputación de la empresa y su valor en el mercado (Zahra, Priem, & Rasheed, 2005). Se consideran dos variantes de esa práctica: la manipulación de beneficios devengados y la manipulación de beneficios reales.

Y nos enfocamos en el caso de empresas bajo control familiar, porque: la manipulación de beneficios es una práctica común en presencia de grupos familiares, estructuras de propiedad concentradas y asimetrías de información (Sáenz & García-Meca, 2014); el comportamiento de empresas familiares suele ser más discrecional y menos transparente que el de empresas cotizantes en bolsa (Salvato & Moores, 2010); y su gestión en manos de propietarios controladores genera dos efectos potenciales: reducción de los costos de agencia (Anderson & Reeb, 2003) o búsqueda de beneficios propios a expensas de los accionistas minoritarios (Wang, 2006).

Por todo ello, el presente estudio evalúa la relación entre empresas familiares y manipulación de beneficios, en el contexto de Latinoamérica. Esto último

¹¹ Este ensayo es una versión resumida y editada del Trabajo de Investigación Económica que, con el mismo título, fue concluido y aprobado en junio de 2022. Los autores agradecen a su asesor, el profesor Jorge Lladó, por su valiosa contribución al trabajo.

debido a que el 85% de las firmas en esta región son empresas familiares que generan el 60% del PBI regional (EY, 2017), y una gran parte de las empresas latinoamericanas están controladas por accionistas familiares (Jara *et al.*, 2019). Además, el marco institucional en Latinoamérica proporciona poca protección legal a los derechos de los inversionistas minoritarios (La Porta *et al.*, 1999); pese a que, cuando el control de la empresa está muy concentrado y surgen conflictos de intereses con los accionistas minoritarios, las asimetrías de información elevan la probabilidad de que sean expropiados los recursos corporativos de esos accionistas (McVey & Draho, 2005).

Por otro lado, la mayoría de las investigaciones de manipulación de beneficios solo utilizan valores devengados. Mientras que en este estudio también analizamos la manipulación de beneficios reales. Ello debido a que, en los últimos años, las economías emergentes han mejorado la rigurosidad de la regulación financiera, por lo cual la manipulación de beneficios puede haber cambiado de valores devengados a valores reales (Achleitner *et al.*, 2014).

El objetivo específico del presente estudio es evaluar el efecto del control familiar sobre la manipulación de beneficios en empresas de México, Brasil, Chile, Colombia y Perú, durante el período 2016-2019. Nuestra hipótesis es la siguiente: a medida que las empresas familiares latinoamericanas son más longevas e incrementan su tamaño, podrían ser menos propensas a manipular sus beneficios, reales y en valores devengados. La relevancia de evaluar esa implicancia, importante para los inversionistas, del automonitoreo practicado por las empresas familiares, se acrecienta en el caso de Latinoamérica; región donde gran parte de las empresas son familiares y actualmente operan varios factores de incertidumbre que desaceleran la inversión nacional y extranjera. Ante lo cual, se incrementa la necesidad de alinear intereses entre accionistas y gestores a fin de evitar actos de manipulación de beneficios.

I. Revisión de literatura

1. Manipulación de beneficios

La manipulación de beneficios se deriva de la teoría de la agencia, la cual plantea, para el caso de empresas en las que hay separación entre propiedad y gestión, que el comportamiento de los gerentes no propietarios de la empresa puede estar sesgado hacia el interés propio (Jensen & Meckling, 1976; Healy, 1985; Schipper, 1989). Cuando los gerentes manipulan beneficios, actúan en detrimento de los intereses de los accionistas (Healy & Wahlen, 1999). Y tanto Fombrun, Gardberg y Barnett (2002) como Roychowdhury (2006) señalan

que las prácticas contables poco éticas conducen a la pérdida del apoyo de los inversionistas y dañan la reputación corporativa.

El presente trabajo se concentra en la manipulación reflejada en los resultados financieros, la cual puede suceder a partir del ejercicio de la discrecionalidad otorgada por las normas contables (manipulación de beneficios devengados) o de la gestión de actividades reales en proyectos de reestructuración o transacciones legítimas (manipulación de beneficios reales). La manipulación de beneficios devengados se da cuando el gerente utiliza los compromisos de cobro o pago devengados con el propósito de alterar las ganancias reportadas (Dechow & Skinner, 2000). Mientras que la manipulación de beneficios reales busca inflar u ocultar ganancias alterando montos de producción o ventas, por enajenación de activos fijos o por gastos discretionales (Brown, Chen, & Kim, 2015; Zang, 2012). Estos últimos están concitando más atención recientemente, debido a cambios regulatorios que restringen el abuso de la discrecionalidad contable (Cohen, Dey, & Lys, 2008; Zang, 2012), a la adopción de las Normas Internacionales de Información Financiera o NIIF (Ferentinou & Anagnostopoulou, 2016), y a que es menos detectable (Cohen *et al.*, 2008; Iping & Parbonetti, 2017). Según lo hallado por Cohen, Mashruwala y Zach (2010), la manipulación de beneficios reales impacta negativamente en los flujos de efectivo futuros y en el valor de la empresa a largo plazo.

2. Involucramiento familiar

La propiedad familiar afecta el gobierno corporativo a través de las decisiones de gestión y la calidad de los ingresos (Ali, Chen, & Radhakrishnan, 2007; Wang, 2006). Las empresas latinoamericanas listadas en bolsa se caracterizan por poseer altos niveles de concentración de propiedad, y por la presencia de grupos familiares (La Porta *et al.*, 1999; Castañeda, 2000; Rabelo & Coutinho, 2001; Santiago, Brown, & Báez-Díaz, 2009).

Según Miller y Le Breton-Miller (2003), una empresa es clasificada como familiar cuando una familia posee un nivel de propiedad tal que pueda determinar la composición del directorio, y cuando un integrante de la familia es el CEO. Dicho nivel de propiedad debe ser de al menos un 20% del capital social de la empresa, según Villalonga y Amit (2006). Las empresas familiares se caracterizan por el enfoque a largo plazo y una activa participación en la gestión (Basu, Dimitrova, & Paeglis, 2009).

Cabe resaltar que las familias suelen dar más importancia a la preservación de la riqueza socioemocional, representada por la utilidad que les genera el

control de la gestión de la empresa, que al incremento de los retornos contables en el corto plazo (Gómez-Mejía *et al.*, 2011).

3. Manipulación de beneficios y control familiar

Varios estudios hallan una relación inversa entre las variables «control familiar» y «manipulación de beneficios». En las empresas familiares, habría menos incentivos para manipular beneficios (Khan, Chand, & Patel, 2013; Landry, Deslandes, & Fortin, 2013). Ali *et al.* (2007) muestran que las empresas familiares reportan ingresos de mejor calidad. Wang (2006) muestra que la propiedad en manos de la familia fundadora se asocia con menores acumulaciones anormales y menor persistencia de los componentes transitorios de pérdida en los ingresos. Landry *et al.* (2013) encuentran evidencia de que la familia propietaria controla la gestión de los directores.

Pero otros estudios encuentran asociaciones positivas entre ambas variables. Las empresas familiares tienden a tener mayores niveles de devengos que las no familiares (Bar-Yosef & Prencipe, 2009). Fan y Wong (2002) encuentran que la propiedad altamente concentrada de corporaciones asiáticas bajo control familiar reduce la calidad de los informes financieros y favorece la manipulación de beneficios.

Entre los factores que inciden en el signo de dicha asociación, los estudios identifican la reputación como un aspecto fundamental para las empresas familiares. Block (2010) sugiere que las familias propietarias tienen incentivos para evitar acciones que puedan dañar la reputación de su empresa. Anderson y Reeb (2003) señalan que la presencia sostenida de la administración familiar crea poderosos efectos en la reputación y rentabilidad. Liu *et al.* (2017) encuentran, para una muestra del S&P 500, que las empresas familiares tienden a tener un mayor desempeño en responsabilidad social corporativa, a fin de preservar legitimidad y riqueza socioemocional.

En lo referido al horizonte de inversión, las familias fundadoras suelen ser inversionistas a largo plazo. Almeida-Santos *et al.* (2013) encontraron que las empresas de tipo familiar tienen devengos discrecionales negativos superiores; lo cual indica una subestimación de beneficios en el corto plazo. Y Xie, Davidson y DaDalt (2003) encuentran una menor manipulación de beneficios en empresas con miembros de la junta financieramente sofisticados; lo que sugiere que la presencia de estos está asociada a la permanencia de la familia fundadora como accionista.

La literatura especializada también identifica la importancia del factor generacional. Westhead (2003) muestra que las empresas familiares de primera

generación tienen más probabilidades que las multigeneracionales de priorizar los objetivos familiares sobre los comerciales. Lo cual sugiere que, conforme la antigüedad de la empresa familiar es mayor, su enfoque cambia de los objetivos familiares a una combinación de objetivos familiares y comerciales.

Respecto a los tipos de manipulación de beneficios, la evidencia indica que las empresas familiares se han involucrado más en la manipulación de beneficios reales y menos en la de beneficios devengados, debido a las prácticas contables impuestas por la ley Sarbanes-Oxley (SOX) (Cohen *et al.*, 2008; Zang, 2012). Y una evaluación del caso de las empresas familiares en Bangladesh ha encontrado que la manipulación de beneficios reales predomina en comparación con las empresas no familiares; y que no existe una relación lineal sino curvilínea entre el nivel de tal manipulación y el nivel de propiedad familiar (Razzaque, Ali, & Mather, 2016).

Por último, también deben tenerse en cuenta los diferentes entornos institucionales. Chi *et al.* (2015) recuerdan que los hallazgos en la materia obtenidos por estudios enfocados en países desarrollados pueden no ser generalizables a países en desarrollo, debido a diferencias en el grado de concentración de la propiedad y el entorno institucional. Gopalan y Jayaraman (2012) muestran que, en países donde es relativamente débil la protección al inversionista, la manipulación de beneficios tiene una fuerte asociación con el consumo de beneficios privados. Y es relevante la descripción, hecha por Sáenz y García-Meca (2014), de la presencia en Latinoamérica de estructuras de propiedad concentradas y grupos familiares, porque en empresas familiares hay mayores asimetrías de información y esto a los accionistas minoritarios les incrementa el riesgo de que sus recursos corporativos puedan ser expropiados (Sacristán-Navarro & Gómez-Ansón, 2007).

II. Marco analítico y metodología

1. Marco analítico

A la luz de los estudios consultados, se identifican dos posibles efectos contrapuestos del control familiar sobre la manipulación de beneficios. Uno es el efecto del atrincheramiento, el cual incentiva un comportamiento oportunista respecto al manejo de los beneficios, porque una alta concentración de la propiedad propicia que los accionistas mayoritarios expropien riqueza de los accionistas no pertenecientes a la familia propietaria (Shleifer & Vishny, 1997). Cuando miembros de la familia propietaria ocupan puestos en la junta directiva y en el equipo de gestión, el monitoreo sobre la gestión se vuelve ineficiente

y se producen asimetrías de información entre los accionistas mayoritarios y minoritarios; lo que facilita que miembros de dicha familia puedan manipular el reporte de ingresos para obtener beneficios privados (Wang, 2006).

El otro efecto es de alineación, el cual se basa en los incentivos que la familia propietaria tiene para ejercer un monitoreo efectivo de la gestión de su empresa, y para que los respectivos ingresos sean reportados transparentemente (Wang, 2006). Dado que dicha familia busca maximizar el valor de la empresa a largo plazo como herencia para sus futuras generaciones, no tiene incentivos de poner en peligro la reputación corporativa priorizando beneficios en el corto plazo (Wang, 2006).

Ambos efectos operan en Latinoamérica, donde a favor del efecto atrincheramiento actúan la corrupción, la ineficiente gestión gubernamental y un Estado de derecho débil, que en conjunto incrementan los costos de transacción y de agencia (Manzetti & Wilson, 2007); todo ello en mercados con estructuras de propiedad altamente concentradas y un bajo nivel de protección para los inversionistas minoritarios (Djankov *et al.*, 2008).

Sin embargo, varios países latinoamericanos han reformado sus marcos legales e impuesto castigos más fuertes a los casos de corrupción (Sáenz & García-Meca, 2014). Y la creación de instituciones como la Mesa Redonda Latinoamericana de Gobierno Corporativo promovió una nueva era de gobierno corporativo en América Latina (Diamandis & Drakos, 2011). Los códigos y leyes ahora prevaletentes en la región se basan en los principios de buen gobierno corporativo de la OCDE, que promueven la transparencia, la eficiencia del mercado y la protección a los accionistas (Rodríguez-Ariza, Martínez-Ferrero, & Bermejo-Sánchez, 2016). Dado el bajo nivel de protección a accionistas minoritarios, las empresas tienen la oportunidad de adoptar voluntariamente las mejores prácticas de gobierno corporativo, y así compensar parcialmente a los inversores por el débil entorno institucional (Garay & González, 2008). La consiguiente transparencia y rendición de cuentas permite atraer inversión extranjera (Globerman & Shapiro, 2003); y, de hecho, en décadas recientes hubo un *boom* de inversión extranjera en Latinoamérica, lo cual motiva a las empresas a tener una buena reputación corporativa (Comisión Económica para América Latina y el Caribe [Cepal], 2021).

Nuestra hipótesis también tiene en cuenta a la literatura especializada sobre el problema de agente-principal, el cual está presente en todas las empresas debido al riesgo de que los directores persigan sus propios intereses (Bammens, Voordeckers, & Van Gils, 2011). Esto se debe a que los gerentes no son dueños de la empresa y su patrimonio personal es poco afectado si toman decisiones

que no maximicen el valor de la firma; es decir, sus intereses no están alineados con los de accionistas (Jensen & Meckling, 1976). Interesantemente, dicha teoría plantea que las empresas familiares tienen niveles nulos o muy bajos de costos de agencia, porque el control familiar restringe el comportamiento oportunista de los gerentes (Ang, Cole, & Lin, 2000).

Se podría deducir, entonces, con base en el efecto alineación y el costo cero de agencia, que la manipulación de beneficios no tendría cabida en empresas familiares. Al respecto, recordemos que los estudios consultados distinguen entre manipulación de beneficios basada en valores devengados y la basada en beneficios reales, y que la primera no tiene ningún efecto considerable sobre el valor de la empresa a largo plazo (Liu *et al.*, 2017). Además de que la más estricta regularización financiera actual permite detectar si una empresa realiza manipulación de beneficios basada en valores devengados, afectándose así la reputación de la empresa familiar. Mientras que la manipulación de beneficios reales, por tener consecuencias subóptimas a largo plazo (Liu *et al.*, 2017), atentaría contra el objetivo de maximización del valor de la empresa familiar intergeneracionalmente.

Sin embargo, en vista de que las enseñanzas de la literatura especializada revelan que el comportamiento de las empresas familiares en materia de manipulación de beneficios varía según las características de la empresa, nuestro análisis en el presente trabajo se aplica a empresas formales y listadas en bolsa, susceptibles, por ende, de guiarse por un enfoque de largo plazo y de adoptar voluntariamente las buenas prácticas de gobierno corporativo.

Más específicamente, nosotros consideramos que, conforme la empresa familiar tenga más años en el mercado y crezca su tamaño, el efecto alineación podría tender a ser mayor que el efecto atrincheramiento. Tommasetti *et al.* (2019) muestran que las empresas familiares antiguas se involucran menos que las jóvenes en prácticas de manipulación de beneficios, evidenciando así que las empresas familiares no son un grupo homogéneo. Si una empresa familiar tiene varios años de antigüedad, está revelando su objetivo de continuidad generacional basada en el deseo compartido por fundadores y sucesores de mantener el control de la propiedad (Ramírez, 2015). Este objetivo implica una visión alineada con un horizonte de largo plazo.

Nuestro análisis también espera que las empresas, al incrementar su tamaño, medido por el nivel de activos que manejan, tengan sistemas de control más sofisticados y estén sujetas a un mayor monitoreo por parte de inversionistas, de modo que el fraude contable sea menos probable que en empresas pequeñas (Goodwin-Stewart & Kent, 2006). Esperamos, por lo tanto, que conforme las

empresas tengan más años de funcionamiento con presencia familiar clave en su accionariado y gestión, así como un mayor nivel de activos, probablemente vean reducidos sus costos de agencia e incentivos para manipular beneficios.

En consecuencia, formulamos la siguiente hipótesis: a medida que las empresas familiares latinoamericanas son más longevas e incrementan su tamaño, podrían tender a incurrir menos en la manipulación de beneficios, reales y devengados.

2. Metodología

2.1 Medida de manipulación de beneficios

2.1.1 Manipulación de beneficios devengados

Para estimar el valor de la manipulación de beneficios devengados, se implementa la metodología residual del modelo de Jones (1991), utilizando como medida de dicha manipulación al componente discrecional del ajuste total de devengados. Como no todas las acumulaciones de devengados son discrecionales, es necesario separar el componente discrecional del no discrecional para poder determinar la presencia y extensión de esta manipulación de beneficios.

Siguiendo a estudios previos (Mongrut & Winkelried, 2019; Rodríguez-Ariza *et al.*, 2016), se define el ajuste total de devengados como el agregado de componentes esperados no discrecionales usualmente relacionados con el desempeño operativo de la empresa:

$$ATD_{it} = [\Delta AC_{it} - \Delta Efectivo_{it}] - [\Delta PC_{it} - \Delta Deuda Corto Plazo_{it} - \Delta Impuestos por pagar_{it}] - DA_{it}$$

en donde *AC* es el activo corriente, *PC* es el pasivo corriente y *DA* representa la depreciación y amortización.

A partir de ello, mediante el modelo de Jones (1991) ajustado por Dechow, Sloan y Sweeney (1995), se calcula el ajuste discrecional que finalmente supondrá la manipulación de beneficios devengados:

$$\frac{ATD_{it}}{A_{i,t-1}} = \alpha_{0t} + \alpha_{1t} \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_{2t} \left(\frac{\Delta(Ventas - CC)_{it}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_{3t} \left(\frac{PPE_{it}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_t$$

en donde *ATD* es el ajuste total de devengados; *CC* son las cuentas por cobrar; *PPE* es la propiedad, planta y equipo; y *A_{i,t-1}* representa el nivel de activos del período previo. En particular, *PPE* controla la porción de devengados totales relacionada con el gasto en depreciación no discrecional. La ecuación

es escalada por $A_{i,t-1}$ para poder controlar problemas de heterocedasticidad (Jones, 1991).

El componente no discrecional de las acumulaciones devengadas es la suma de los primeros cuatro términos, que capturan los movimientos predecibles de las acumulaciones debido al funcionamiento normal de la empresa. El último término, ε_t , es un residuo que representa las acumulaciones de devengados consideradas como discretionales porque no son explicadas por los factores que describen las acumulaciones esperadas.

Puesta en términos de la desagregación $ATD_{it} = ANDD_{it} + ADD_{it}$, la expresión para encontrar el componente discrecional se reescribe así:

$$\frac{ANDD_{it}}{A_{i,t-1}} = \frac{\widehat{ATD}_{it}}{A_{i,t-1}} = \hat{\alpha}_{0t} + \hat{\alpha}_{1t} \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \hat{\alpha}_{2t} \left(\frac{\Delta(\text{Ventas} - \text{CC})_{it}}{A_{i,t-1}} \right) + \hat{\alpha}_{3t} \left(\frac{PPE_{it}}{A_{i,t-1}} \right)$$

$$\frac{AND_{it}}{A_{i,t-1}} = \frac{ATD_{it}}{A_{i,t-1}} - \frac{ANDD_{it}}{A_{i,t-1}} = \varepsilon_{it}$$

2.1.2 Manipulación de beneficios reales

Para el caso de la manipulación de beneficios reales, se implementa la propuesta de Roychowdhury (2006), consistente en detectar esta manipulación utilizando alternadamente el nivel anormal del flujo de caja operativo $FCOA$, el nivel anormal de gastos discretionales GDA y el nivel anormal de costos de producción $CPRODA$ (Rodríguez-Ariza *et al.*, 2016).

La estimación correspondiente también es formulada con una metodología residual. En primer lugar, el flujo de caja operativo se define como: $FCO_{it} = IN_{it} + DA_{it} + (\Delta PC_{it} - \Delta AC_{it})$. En donde IN es el ingreso neto, DA es la depreciación y amortización, PC representa los pasivos corrientes y AC , los activos corrientes. El nivel normal del flujo de caja operativo se calcula con los siguientes elementos explicativos:

$$\frac{FCO_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\text{Ventas}_{it}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{\Delta \text{Ventas}_{it}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_t$$

De esta manera, el nivel anormal del flujo de caja operativo está dado por el término no explicado:

$$\frac{FCOA_{it}}{A_{i,t-1}} = \frac{FCO_{it}}{A_{i,t-1}} - \frac{\widehat{FCO}_{it}}{A_{i,t-1}} = \varepsilon_t$$

En segundo lugar, los gastos discrecionales son definidos como: $GD_{it} = Publicidad_{it} + I\&D_{it} + VGA_{it}$. En donde *Publicidad* es el gasto en publicidad; *I&D* es el gasto en investigación y desarrollo; y *VGA* son los gastos por ventas, generales y administrativos. El nivel normal de los gastos discrecionales se calcula con los siguientes elementos explicativos:

$$\frac{GD_{it}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{Ventas_{it}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_t$$

Así, el nivel anormal de gastos discrecionales queda descrito por el término residual:

$$\frac{GDA_{it}}{A_{i,t-1}} = \frac{GD_{it}}{A_{i,t-1}} - \widehat{\frac{GD_{it}}{A_{i,t-1}}} = \varepsilon_t$$

En tercer lugar, el costo de producción se define como: $CPROD_{it} = COGS_{it} + \Delta Inv_{it}$. En donde *COGS* es el costo de venta e *Inv* representa los inventarios. El nivel normal de los costos de producción se calcula con las siguientes variables explicativas:

$$\begin{aligned} \frac{CPROD_{it}}{A_{i,t-1}} = & \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{Ventas_{it}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{\Delta Ventas_{it}}{A_{i,t-1}} \right) \\ & + \beta_4 \left(\frac{\Delta Ventas_{it-1}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_t \end{aligned}$$

Con ello, el nivel anormal de costos de producción se expresa como el factor no explicado:

$$\frac{CPRODA_{it}}{A_{i,t-1}} = \frac{CPROD_{it}}{A_{i,t-1}} - \widehat{\frac{CPROD_{it}}{A_{i,t-1}}} = \varepsilon_t$$

Por último, el indicador de manipulación de beneficios reales (MBR) se construye agregando los niveles anormales de los componentes antes descritos (Zang, 2012).

$$MBR = (-FCOA_{it}) + (-GDA_{it}) + CPRODA_{it}$$

Cuanto mayor sea el valor de MBR, más probable es que la empresa esté alterando sus costos reales y gastos discrecionales para manipular los beneficios reportados.

2.2 Medida de empresa familiar

La literatura especializada ofrece varias definiciones de empresa familiar, basadas en diferentes criterios. Los dos más utilizados son propiedad y gestión familiares (Liu *et al.*, 2017).

Tabla 1
Criterios para definir a una empresa familiar

Concepto	Definición
Propiedad accionaria	Control sobre la estrategia de una empresa a través de decisiones en las asambleas generales de accionistas.
Gestión	Influencia significativa en el manejo administrativo y/o financiero de la empresa a través de puestos directivos.

Fuente: Ramírez (2015). Elaboración propia, 2022.

Pero en dicha literatura no existe un consenso respecto a la medición. Por ello, nosotros utilizamos las características más relevantes para las definiciones en la tabla 1: control accionarial, y participación en la gestión de la empresa.

Así, una empresa es familiar si se cumplen las siguientes condiciones:

1. **Propiedad.** Los integrantes de la familia concentran un 20% o más de las acciones; nivel considerado suficiente para un control efectivo (Ghaleb, Kamardin, & Tabash, 2020).
2. **Gestión.** Al menos un miembro de la familia es parte del directorio o ejerce funciones prominentes en la empresa (*e. g.*, CEO, CFO).

Para ambas condiciones, identificamos como familiar al funcionario con el mismo apellido que los fundadores de la empresa.

III. Análisis de resultados

1. Sección empírica

1.1 Datos y fuentes de información

Utilizamos una base de datos anuales durante el período 2016-2019 de empresas listadas en la bolsa respectiva de México, Brasil, Chile, Colombia y Perú, excluyendo a las empresas financieras (Liu *et al.*, 2017). Según el Banco Mundial (2020), esos cinco países son en conjunto los de mayor nivel de capitalización bursátil en la región latinoamericana. En México hay un gran nivel

de participación familiar en la junta directiva y puestos de CEO; en Brasil, los fundadores tienen una activa participación; en Chile es alta la proporción de empresas familiares cotizadas en bolsa; en el Perú, hay una alta concentración accionaria familiar (Vázquez, Carrera, & Cornejo, 2020); y familiares eran el 46% de las empresas notificantes de información a la supervisora colombiana (Superintendencia de Sociedades, 2012). Además, Brasil y México tienen los mercados más grandes de la región; mientras que las empresas familiares en Perú y Chile tuvieron que adaptar sus estrategias y estructuras organizativas cuando su inserción en mercados globales fue impulsada por los entornos institucionales abiertos que sustituyeron a los intervencionistas de antaño (Pérez & Lluch, 2016).

Para la construcción de nuestra base de datos, recopilamos información financiera de Economatica. En Refinitiv, obtuvimos la propiedad accionaria, así como la evolución histórica de los miembros de la junta directiva y puestos de gestión de cada empresa. Y buscamos los datos faltantes en la página web oficial de cada empresa. Cabe señalar que la información de propiedad accionaria, y de las relaciones familiares entre los propietarios y los miembros de la junta directiva, fue recopilada manualmente para cada observación utilizada en nuestro análisis.

1.2 Estadísticos descriptivos

La tabla 2 muestra las características, relevantes para nuestra hipótesis, de las empresas familiares según su nivel de propiedad y gestión. Donde el nivel de accionariado de las familias es presentado en tres rangos, cuyos puntos de corte son 10%, 50% y 90%. Allí, se observa que el tamaño de la empresa familiar cambia significativamente entre niveles de propiedad, pero no por número de familiares en la junta directiva o en puestos de gestión. Las empresas con mayor tamaño en promedio tienen niveles de propiedad familiar entre el 50% y el 90%. Las empresas con dos familiares en la junta directiva o en puestos de gestión, y un nivel de propiedad superior al 90%, presentan en promedio más años en funcionamiento. Y los datos descriptivos indican que, en tendencia, las empresas familiares tienen aproximadamente 50 años o más.

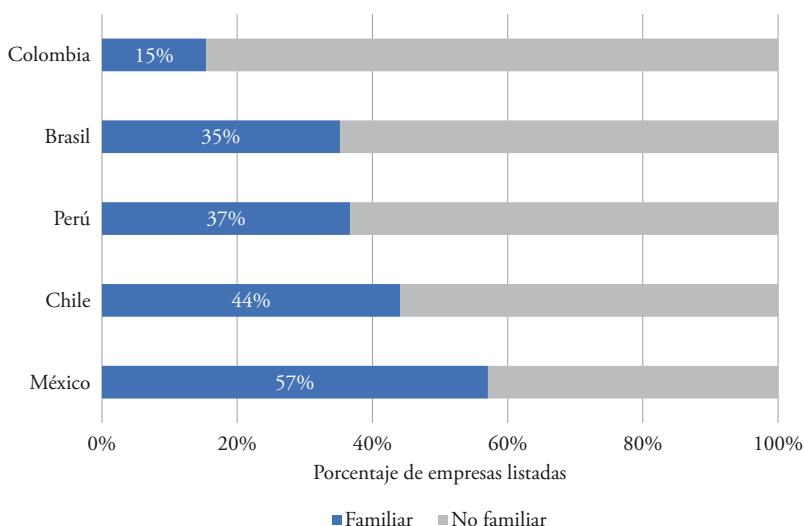
Tabla 2
Empresas familiares según su nivel de propiedad y gestión

Accionariado de familia (p)	1 familiar en gestión			2 familiares en gestión			3 familiares o más en gestión		
	Porcentaje de firmas	Promedio tamaño	Promedio edad	Porcentaje de firmas	Promedio tamaño	Promedio edad	Porcentaje de firmas	Promedio tamaño	Promedio edad
10%≤p<50%	5.34%	8.58	49.25	5.79%	8.69	58.54	9.20%	8.73	50.68
50%≤p<90%	5.64%	9.02	51.76	2.67%	9.1	45.44	9.94%	9.03	62.21
p≥90%	0.89%	7.89	64.67	0.74%	7.53	65.4	2.82%	8.69	39.47

Fuentes: Economatica y Refinitiv. Elaboración propia, 2022.

La figura 1 muestra la proporción de empresas familiares con respecto al total de empresas listadas en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), en la Bolsa de Comercio de Santiago, en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y en la Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Encontramos que México es el país de nuestra muestra donde es más alta la proporción de empresas listadas en bolsa que son controladas y gestionadas por alguna familia (57%). Le siguen Chile (44.1%), Perú (36.7%), Brasil (35.2%) y Colombia (15.4%).

Figura 1
Tipos de empresas listadas en bolsa en Latinoamérica



Fuentes: BVL, Bolsa de Santiago, BMV, BVC, Bovespa. Elaboración propia, 2022.

México también es el país de nuestra muestra donde es mayor el posicionamiento de una familia en la administración de la empresa familiar listada en bolsa, alcanzando en algunos casos hasta 10 miembros de una misma familia en el directorio o en cargos corporativos importantes. Las empresas familiares colombianas listadas, por el contrario, no tienen más de tres miembros de la familia en la administración.

2. Modelo empírico

Primero estimamos anualmente con MCO el siguiente modelo econométrico, donde las variables explicativas relevantes son la empresa familiar, su vigencia, su tamaño, y las interacciones entre esas tres variables. Y donde la variable dependiente es la manipulación de beneficios (MB), medida alternativamente como manipulación de beneficios reales (MBR) o como manipulación de beneficios devengados (ADD) a fin de poder capturar ambas formas de MB (Rodríguez-Ariza *et al.*, 2016):

$$MB_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 FAM_{it} + \gamma_2 EDAD_{it} + \gamma_3 TAM_{it} + \gamma_4 FAM_{it} \times EDAD_{it} + \gamma_5 FAM_{it} \times TAM_{it} + \gamma_6 APA_{it} + \gamma_7 CREC_{it} + \gamma_8 ROA_{it} + \gamma_9 AUD_{it} + \gamma_{10} GOVC_{it} + \varepsilon_{it}$$

Así, *FAM* es la variable *dummy* que indica si la empresa es familiar (1) o no (0); *EDAD* representa la vigencia en años de la empresa desde su fundación; *TAM* es el tamaño de la empresa medido por el logaritmo natural de activos al finalizar el año; *APA* es el apalancamiento de la empresa medido por el ratio de pasivos totales entre activos totales; *CREC* es el crecimiento de la empresa medido como el porcentaje del incremento en ventas; *ROA* es el retorno sobre los activos medido como el ratio entre utilidad neta y activos totales; *AUD* es la calidad de auditoría, expresada como una variable *dummy* que toma el valor de (1) si la empresa es auditada por una de las «big 4» (Price Waterhouse Coopers, Ernst & Young, KPMG y Deloitte), o, si no, de (0); y *GOVC* es el nivel de gobierno corporativo, medido como una variable *dummy* que toma el valor de (1) si la empresa tiene una puntuación de gobierno corporativo por lo menos satisfactoria de acuerdo con sistema ESG de Refinitiv, o de (0), si no la tiene.

En esta regresión, el resultado de interés es descrito por el efecto que muestran tanto las variables de empresa familiar, de vigencia y de tamaño (γ_1 , γ_2 , γ_3), como las interacciones de dichas variables con la empresa familiar (γ_4 , γ_5).

Tabla 3
Interpretación de coeficientes asociados a la empresa familiar, vigencia y tamaño

Empresa no familiar $FAM = 0$		Vigencia ($EDAD$)	
		$EDAD = 0$	$EDAD > 0$
Tamaño (TAM)	$TAM = 0$	γ_0	$\gamma_0 + \gamma_2 \times EDAD$
	$TAM > 0$	$\gamma_0 + \gamma_3 \times TAM$	$\gamma_0 + \gamma_2 \times EDAD + \gamma_3 \times TAM$
Empresa familiar $FAM = 1$		Vigencia ($EDAD$)	
		$EDAD = 0$	$EDAD > 0$
Tamaño (TAM)	$TAM = 0$	$\gamma_0 + \gamma_1$	$\gamma_0 + \gamma_1 + (\gamma_2 + \gamma_4) \times EDAD$
	$TAM > 0$	$\gamma_0 + \gamma_1 + (\gamma_3 + \gamma_5) \times TAM$	$\gamma_0 + \gamma_1 + (\gamma_2 + \gamma_4) \times EDAD + (\gamma_3 + \gamma_5) \times TAM$

Elaboración propia, 2022.

En la tabla 3, se observan los escenarios para los distintos valores de las variables explicativas. El coeficiente γ_0 representa el efecto marginal sobre la manipulación de beneficios en el caso de empresas no familiares recién fundadas y de poco tamaño. Similarmente, el coeficiente γ_1 representa dicho efecto marginal en el caso de empresas familiares nuevas y de poco tamaño. Obviamente, el logaritmo natural de los activos, con el cual medimos ese tamaño, se aproximará a cero para niveles bajos de activos.

En el caso más general, cuando la empresa es familiar con una vigencia de por lo menos un año y un nivel de activos suficientemente alto, el efecto sobre MB está dado por $\gamma_0 + \gamma_1 + (\gamma_2 + \gamma_4) \times EDAD + (\gamma_3 + \gamma_5) \times TAM$; el cual cuenta con una parte fija (similar al caso de la empresa familiar recién fundada y de poco tamaño) y con una parte variable que depende de la vigencia y del tamaño. Esta especificación permite diferenciar tanto entre el efecto de una empresa familiar longeva y el de una recién fundada, como entre el efecto de una empresa de gran tamaño y el de una con bajo nivel de activos.

Al respecto, se espera que una empresa familiar recién fundada y de poco tamaño sea más propensa a incurrir en MB ($\gamma_0 + \gamma_1 > 0$), para nivelar su posición competitiva con las empresas no familiares; y también se espera que la MB sea menos probable en una empresa familiar vigente por varios años y/o de gran tamaño, porque tiene una reputación que mantener y expectativas de permanencia en el futuro. Se infiere entonces que, a mayor número de años de existencia de la empresa familiar, esta realiza menos prácticas de MB ($\gamma_2 + \gamma_4 < 0$) y que, a mayor tamaño de la empresa familiar, su interés en manipular beneficios también decrece ($\gamma_3 + \gamma_5 < 0$).

Nuestra metodología es complementada con un análisis de diferencias en diferencias, a fin de evaluar el efecto adicional sobre la manipulación de beneficios en los siguientes escenarios relevantes:

1. Efecto adicional de empresa familiar (general) con respecto a una familiar recién fundada y sin activos:

$$[\gamma_0 + \gamma_1 + (\gamma_2 + \gamma_4) \times EDAD + (\gamma_3 + \gamma_5) \times TAM] - [\gamma_0 + \gamma_1] \\ = (\gamma_2 + \gamma_4) \times EDAD + (\gamma_3 + \gamma_5) \times TAM$$

2. Efecto absoluto de una empresa no familiar (general):

$$\gamma_0 + \gamma_2 \times EDAD + \gamma_3 \times TAM$$

3. Efecto adicional de empresa familiar con respecto a una no familiar (general):

$$[\gamma_0 + \gamma_1 + (\gamma_2 + \gamma_4) \times EDAD + (\gamma_3 + \gamma_5) \times TAM] - [\gamma_0 + \gamma_2 \times EDAD + \gamma_3 \times TAM] \\ = \gamma_1 + \gamma_4 \times EDAD + \gamma_5 \times TAM$$

4. Efecto adicional de empresa no familiar (general) con respecto a una no familiar recién fundada y sin activos:

$$[\gamma_0 + \gamma_2 \times EDAD + \gamma_3 \times TAM] - [\gamma_0] = \gamma_2 \times EDAD + \gamma_3 \times TAM$$

5. Efecto adicional de empresa familiar recién fundada y sin activos, con respecto a una no familiar recién fundada y sin activos:

$$[\gamma_0 + \gamma_1] - [\gamma_0] = \gamma_1$$

Adicionalmente, incluimos controles para capturar el verdadero efecto de las variables explicativas de interés. Se controla por apalancamiento, porque las empresas más endeudadas estarán sujetas a un escrutinio más estricto por parte de los acreedores, de manera que tienen incentivos para reportar información financiera de mayor calidad (Pazzaglia, Mengoli, & Sapienza, 2013). Se controla por crecimiento, debido a que las empresas más empeñadas en crecer rápidamente pueden ser propensas a manipular beneficios para inflar su desempeño (McNichols, 2000). Se controla por ROA, pues los bajos niveles de rentabilidad por unidad de activo parecen estar asociados con intensas gestiones de ganancias (Ali *et al.*, 2007). Se controla por calidad de audito-

ría, porque se espera que la calidad de información contable reportada esté relacionada con la reputación de los auditores, la cual limita la posibilidad de la manipulación de beneficios (Sáenz & García-Meca, 2014). Por último, se controla por el gobierno corporativo, ya que el cuidado de su calidad incentiva la transparencia en la información y esto hace menos probable la manipulación de beneficios (Liu *et al.*, 2017).

3. Discusión de resultados

La tabla 4 presenta el efecto, sobre la manipulación de beneficios basada en valores devengados (ADD), de las variables de interés: empresa familiar, su vigencia, su tamaño, y de las interacciones entre esas tres variables. Si bien la respectiva significancia es irregular en los años 2016-2018, en el año 2019 sí resultan muy significativos los efectos tanto de la variable familiar como de su interacción con vigencia y con tamaño (anexo 1).

Tabla 4
Impacto de variables de interés sobre la manipulación de beneficios devengados

Explicativas de interés	Manipulación de beneficios devengados (ADD)			
	2016	2017	2018	2019
Familiar	-0.230*** (0.00)	-0.283 (0.12)	-0.561 (0.33)	0.784*** (0.00)
Vigencia	0.0000778 (0.75)	-0.000319 (0.11)	0.000309 (0.11)	-0.00012 (0.54)
Tamaño	0.00839 (0.23)	-0.00328 (0.65)	0.00607 (0.25)	0.0053 (0.38)
Familiar x Vigencia	-0.000126 (0.82)	0.000229 (0.68)	0.00186** (0.05)	-0.00141*** (0.00)
Familiar x Tamaño	0.0121*** (0.00)	0.0134 (0.13)	0.0217 (0.43)	-0.0345*** (0.01)
Constante	-0.106 (0.41)	0.0587 (0.66)	-0.179* (0.06)	-0.0795 (0.47)
<i>N</i>	254	257	255	257

Notas. *p-values* entre paréntesis: * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.

Fuentes: BVL, Bolsa de Santiago, BMV, BVC, Bovespa. Elaboración propia, 2022.

En dicha tabla, se observa que una empresa familiar muy reciente ($EDAD = 0$) y con pocos activos ($TAM = 0$) es más probable que incurra en la manipulación tipo ADD, pues el coeficiente asociado es positivo (0.784)¹². Sin embargo, coeficientes negativos muestran los efectos de la interacción de empresa familiar con vigencia (-0.00141) y con tamaño (-0.0345); lo cual implica que, mientras más años tenga la empresa en el mercado y/o mientras mayor sea su tamaño, menos probable es que incurra en manipulación de beneficios basados en beneficios devengados. Por otro lado, no se encuentra un efecto significativo para las variables vigencia y tamaño individualmente; lo cual indica que, independientemente de si la empresa es familiar o no, no hay un efecto de ambas variables sobre la manipulación de beneficios devengados.

Con los parámetros estimados, se obtiene que el efecto total neto está dado por:

$$+0.784 - 0.00141 \times EDAD - 0.0345 \times TAM$$

Este resultado implica que, para valores suficientemente bajos de vigencia y de tamaño, las empresas familiares serán más propensas a realizar actividades de manipulación de beneficios basados en valores devengados. Inversamente, para valores suficientemente altos de edad y/o de tamaño, la empresa familiar será menos propensa a incurrir en estas prácticas.

Es más, ese resultado también implica que, para un tamaño nulo, el efecto sobre la manipulación de beneficios devengados estaría dado por $0.784 - 0.00141 \times EDAD$. En este contexto, el punto de inflexión en el efecto ocurre cuando:

$$0.784 - 0.00141 \times EDAD = 0$$

$$EDAD = 556$$

Por lo tanto, una empresa podría tender a incurrir en manipulación de beneficios, incluso si es muy longeva, cuando su tamaño no crece a lo largo de los años. Es necesaria entonces una evaluación del balance entre vigencia y tamaño de la empresa familiar, a fin de determinar si efectivamente es más propensa a incurrir en manipulación de beneficios basado en valores devengados.

¹² Cabe recalcar que la variable dependiente de manipulación de beneficios es construida, sea en valores devengados o en reales, como una medida cualitativa de intensidad; por lo cual no tiene una interpretación cuantitativa.

Estos hallazgos nuestros son consistentes con los obtenidos por Wang (2006), quien encuentra que las empresas familiares no tienen incentivos para arriesgar su reputación corporativa por perseguir beneficios en el corto plazo. Además, encontramos evidencia de la heterogeneidad de las empresas familiares al igual que Tommasetti *et al.* (2019), quienes encuentran que las empresas familiares más longevas incurren menos que las más jóvenes en prácticas de manipulación de beneficios devengados. Por otro lado, a diferencia de Gavana, Gottardo y Moisello (2017), nuestros datos indican que la teoría sobre la riqueza socioemocional no es más predominante en la etapa fundacional del control familiar y menos en las etapas generacionales posteriores.

Adicionalmente, nuestros resultados empíricos permiten evaluar el efecto adicional en las siguientes circunstancias antes descritas:

1. Efecto adicional de empresa familiar (general) con respecto a una familiar sin activos y recién fundada: $(\gamma_2 + \gamma_4) \times EDAD + (\gamma_3 + \gamma_5) \times TAM$

Dado que $\gamma_2 = \gamma_3 = 0$,

$$\text{Efecto adicional: } \gamma_4 \times EDAD + \gamma_5 \times TAM = -0.00141 \times EDAD - 0.0345 \times TAM$$

Como la edad y tamaño son variables positivas, a mayor valor de ambas, el efecto adicional será negativo.

2. Efecto absoluto de una empresa no familiar (general): $\gamma_0 + \gamma_2 \times EDAD + \gamma_3 \times TAM$.

Dado que $\gamma_0 = \gamma_2 = \gamma_3 = 0$, *Efecto absoluto* = 0.

3. Efecto adicional de empresa familiar con respecto a una no familiar (general): $\gamma_1 + \gamma_4 \times EDAD + \gamma_5 \times TAM = 0.784 - 0.00141 \times EDAD - 0.0345 \times TAM$.

4. Efecto adicional de empresa no familiar (general) con respecto a una no familiar sin activos y recién fundada: $\gamma_2 \times EDAD + \gamma_3 \times TAM$.

Dado que $\gamma_2 = \gamma_3 = 0$, *Efecto adicional*: 0

5. Efecto adicional de empresa familiar sin activos y recién fundada con respecto a una no familiar sin activos y recién fundada: $\gamma_1 = 0.784$.

Mientras que, para el caso de manipulación de beneficios reales (MBR), no encontramos efectos significativos ni consistentes (anexo 2). Si la MBR no es detectada, y dado que no afecta de manera directa a la reputación de la empresa, podría no haber diferencia en la magnitud del involucramiento en esta práctica entre empresas familiares y no familiares. Otra posible explicación se relaciona con la periodicidad de los datos, ya que no utilizamos datos

trimestrales. La MBR es flexible y puede tener lugar en cualquier momento del año, a diferencia de la manipulación de valores devengados que suele llevarse a cabo al final del año (Razzaque *et al.*, 2016).

4. Análisis de robustez

Debido a que la definición empírica de empresa familiar puede variar según niveles de accionariado familiar y/o de número de familiares en la alta dirección, realizamos la regresión respecto a la manipulación de beneficios devengados (ADD) en el año 2019, para nueve niveles de accionariado mínimo poseído por familiares (propiedad) y dos niveles de coincidencias familiares en el directorio o altos cargos gerenciales (gestión).

La tabla 5 describe el resultado de las regresiones para distintos niveles mínimos de propiedad familiar (desde 10% hasta 90%) y coincidencias de por lo menos dos familiares en la gestión. Estos resultados muestran que: (1) la variable familiar es importante a través de casi todos esos niveles de propiedad, evidenciándose así que se trata de una variable explicativa efectivamente relevante; (2) la vigencia no es una variable explicativa en sí misma, pues la longevidad de la empresa no es relevante para explicar la manipulación ADD cuando no se diferencia entre empresa familiar o no; (3) el tamaño solamente resulta relevante como variable explicativa en sí misma para bajos niveles mínimos de propiedad familiar; (4) la interacción entre empresa familiar y vigencia es siempre negativa, y adquiere más significancia conforme sea mayor el nivel mínimo de propiedad familiar. Esto último es consistente con el planteamiento de que las empresas con propiedad familiar más concentrada cuidan más su reputación, por lo que son más propensas a monitorear de cerca la gestión de la empresa (Wang, 2006) y a no manipular beneficios; (5) la interacción entre tamaño y empresa familiar también es siempre negativa, y adquiere más significancia para niveles más bajos de accionariado familiar, es decir, cuando preservar la propiedad es más crucial y la empresa familiar está más enfocada en su crecimiento.

Tabla 5
Análisis de robustez para 2019. Coincidencias de por lo menos dos familiares

Explicativas relevantes	Manipulación de beneficios devengados								
	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
Familiar	0.651 ^{***} (0.00)	0.658 ^{***} (0.00)	0.603 ^{**} (0.02)	0.522 [*] (0.10)	0.681 ^{**} (0.04)	0.713 ^{**} (0.04)	0.840 ^{**} (0.03)	0.699 (0.11)	1.977 (0.12)
Vigencia	-0.000238 (0.23)	-0.000175 (0.38)	-0.000223 (0.23)	-0.000241 (0.20)	-0.00015 (0.44)	-0.000157 (0.42)	-0.000191 (0.31)	-0.000249 (0.19)	-0.000284 (0.13)
Tamaño	0.0112 ^{**} (0.04)	0.00999 [*] (0.07)	0.00784 (0.15)	0.00607 (0.29)	0.00606 (0.29)	0.00625 (0.27)	0.00627 (0.26)	0.0054 (0.35)	0.00526 (0.33)
Familiar x Vigencia	-0.000375 (0.39)	-0.000592 (0.19)	-0.000567 (0.32)	-0.000419 (0.50)	-0.0013 ^{**} (0.02)	-0.0013 ^{**} (0.03)	-0.0020 ^{***} (0.00)	-0.0016 ^{**} (0.04)	-0.0025 ^{**} (0.02)
Familiar x Tamaño	-0.0296 ^{***} (0.00)	-0.0291 ^{***} (0.01)	-0.0258 ^{**} (0.03)	-0.0227 [*] (0.11)	-0.0276 [*] (0.06)	-0.0286 [*] (0.06)	-0.0318 [*] (0.06)	-0.0262 (0.18)	-0.0881 (0.18)
% Empresas familiares	33%	30%	24%	22%	17%	13%	9%	7%	4%
Observaciones	257	257	257	257	257	257	257	257	257

Notas. *p*-*values* entre paréntesis: * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.
Fuentes: BVL, Bolsa de Santiago, BMV, BVC, Bovespa. Elaboración propia, 2022.

Además, dicha tabla muestra indicios de una sustitución en la motivación de las empresas familiares a lo largo de los diferentes niveles mínimos de propiedad familiar. Así, cuando ese nivel es más bajo, la preocupación está en el crecimiento, y, cuando es más alto, la preocupación reside en reputación generacional. Usando la notación de la tabla 3 con $\gamma_3 + \gamma_5 < 0$ y $\gamma_2 + \gamma_4 < 0$:

Para bajos niveles de propiedad:

$$\gamma_0 + \gamma_1 + [(\gamma_2 + \gamma_4) \uparrow \times EDAD + (\gamma_3 + \gamma_5) \uparrow \uparrow \times TAM] \uparrow \uparrow$$

Para altos niveles de propiedad:

$$\gamma_0 + \gamma_1 + [(\gamma_2 + \gamma_4) \uparrow \uparrow \times EDAD + (\gamma_3 + \gamma_5) \uparrow \times TAM] \uparrow \uparrow$$

De esta manera, se observa que el efecto neto se mantiene consistente a lo largo de los niveles mínimos de propiedad familiar.

Y la tabla 6 muestra el análisis de robustez cuando se consideran coincidencias de por lo menos tres familiares en la gestión de la empresa familiar. Al igual que el análisis previo, los resultados se mantienen similares hasta cuando la propiedad familiar es por lo menos de un 80%. De hecho, se observa también la sustitución entre la importancia del crecimiento y de la reputación, aunque en este caso con mayor énfasis en la vigencia. Este resultado es entendible porque, al agregar a un familiar más en la gestión, la empresa se vuelve aún más familiar.

5. Limitaciones de la investigación

Por un lado, en Latinoamérica, los datos financieros requeridos suelen estar disponibles al público con frecuencia anual en vez de trimestral, y no siempre existen de manera continua durante muchos años. Esto acortó el tamaño de nuestra muestra, ya que tuvimos que filtrar las empresas sin datos anuales continuos. Por otro lado, los resultados que encontramos pueden estar subestimados dada la falta de genealogía familiar. Además, en varias empresas, los accionistas mayoritarios son sociedades privadas cuya información es de acceso restringido, por lo cual no pudimos determinar si detrás de dichas sociedades hay familias que están presentes en la junta directiva o en puestos de administración.

Tabla 6
Análisis de robustez para 2019. Coincidencias de por lo menos tres familiares

Explicativas relevantes	Manipulación de beneficios devengados									
	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	
Familiar	0.497 ^{***} (0.01)	0.510 ^{**} (0.01)	0.523 ^{**} (0.02)	0.306 (0.12)	0.353 [*] (0.08)	0.363 [*] (0.09)	0.428 [*] (0.07)	0.121 (0.43)	-1.931 ^{***} (0.00)	
Vigencia	-0.000156 (0.46)	-0.000119 (0.57)	-0.000157 (0.44)	-0.000167 (0.41)	-0.000153 (0.44)	-0.000158 (0.42)	-0.000184 (0.34)	-0.000225 (0.25)	-0.000253 (0.19)	
Tamaño	0.00596 (0.35)	0.00555 (0.38)	0.00513 (0.41)	0.00328 (0.61)	0.00323 (0.61)	0.00316 (0.62)	0.00351 (0.58)	0.00226 (0.73)	0.00178 (0.78)	
Familiar x Vigencia	-0.000707 (0.11)	-0.0099 ^{**} (0.02)	-0.0011 ^{**} (0.01)	-0.00099 [*] (0.08)	-0.0014 ^{**} (0.02)	-0.0015 ^{***} (0.01)	-0.0016 ^{**} (0.05)	-0.00115 [*] (0.08)	0.000617 (0.44)	
Familiar x Tamaño	-0.0221 ^{**} (0.02)	-0.0218 ^{**} (0.02)	-0.0211 ^{**} (0.04)	-0.0119 (0.19)	-0.0123 (0.17)	-0.0116 (0.25)	-0.0147 (0.18)	-0.000425 (0.95)	0.0998 ^{***} (0.00)	
% Empresas familiares	23%	21%	18%	16%	13%	10%	8%	6%	3%	
N	257	257	257	257	257	257	257	257	257	

Notas. *p*-valúes entre paréntesis: * *p* < 0.10, ** *p* < 0.05, *** *p* < 0.01.
Fuentes: BVL, Bolsa de Santiago, BMV, BVC, Bovespa. Elaboración propia, 2022.

IV. Conclusiones y recomendaciones

Esta investigación ha explorado el efecto de la empresa familiar, su vigencia (o edad) y tamaño, sobre su propensión a incurrir en dos tipos de manipulación de beneficios, con datos de empresas familiares listadas en bolsa de Perú, Chile, México, Colombia y Brasil, durante el período 2016-2019. Un tipo de manipulación de beneficios es la basada en valores devengados, recurriendo a la discrecionalidad permitida por normas contables para el reporte de ganancias. El otro tipo de manipulación es de beneficios reales, la cual, si bien es menos detectable, resulta más costosa para la empresa a largo plazo.

Además de las variables de vigencia y tamaño, hemos incluido la interacción de cada una de esas variables con la variable empresa familiar, para evaluar los efectos heterogéneos en materia de dicha manipulación. Nuestra metodología nos ha servido para diferenciar el efecto de una empresa familiar longeva con respecto a una joven, y el efecto cuando es grande respecto a cuando es pequeña (según el nivel de sus activos).

Nuestros resultados indican que las empresas familiares latinoamericanas recién fundadas y pequeñas son significativamente más propensas a manipular sus beneficios en valores devengados. Y que, conforme la empresa familiar es más longeva y/o crece en tamaño, disminuye la probabilidad de que incurra en manipulación de beneficios devengados. A la luz de la literatura especializada, lo primero es consistente con el efecto atrincheramiento, y lo segundo, con el efecto alineación. También mostramos que, a partir de una determinada combinación de mayor vigencia y tamaño, la empresa familiar se vuelve menos propensa a incurrir en dicha manipulación.

Para validar nuestros resultados, realizamos un análisis de robustez con nueve niveles mínimos de propiedad familiar y dos niveles mínimos de coincidencias familiares en la gestión. Encontramos que, a lo largo de esos niveles, el efecto individual de empresa familiar es siempre positivo y los efectos de su interacción con vigencia y con tamaño son siempre negativos. Pero no es constante el nivel de significancia para las interacciones: mientras que la interacción con vigencia es más significativa cuando es mayor el nivel mínimo de propiedad familiar de la empresa, la interacción con tamaño adquiere más significancia en los niveles más bajos de accionariado familiar. Y similar comportamiento hallamos cuando se incrementa el número de coincidencias familiares en la alta dirección de la empresa, aunque con mayor predominancia de la significancia de la interacción con vigencia ante diferentes niveles de propiedad familiar. En este sentido, se identifica una compensación entre el efecto de la interacción con vigencia y el efecto de la interacción con tamaño,

que en neto aconseja siempre a la empresa familiar no manipular sus beneficios en valores devengados, a lo largo de distintos niveles de propiedad familiar y de coincidencias familiares en la gestión.

Nuestros resultados son útiles para los reguladores, pues les permiten diseñar políticas según las características de las empresas familiares, identificando el umbral de vigencia y tamaño a fin de enfocar la detección donde la manipulación es más probable y así reducir costos administrativos. A los inversionistas, les sirve para involucrarse en empresas no propensas a manipular beneficios. Y, para futuras investigaciones, les recomendamos conseguir datos trimestrales, que cubran más años o países latinoamericanos, y que permitan validar resultados variando la especificación de empresa familiar tanto cuantitativa como cualitativamente.

Referencias bibliográficas

- Achleitner, A.-K., Günther, N., Kaserer, C., & Siciliano, G. (2014). Real earnings management and accrual-based earnings management in family firms. *European Accounting Review*, 23(3), 431-461. doi:10.1080/09638180.2014.895620
- Ali, A., Chen, T.-Y., & Radhakrishnan, S. (2007). Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1-2), 238-286. doi:10.1016/j.jacceco.2007.01.006
- Almeida-Santos, P. S., Carpes, D. A., Gomes, M. D., & Thais, K. N. (2013). Influence of family control in the practice of earnings management. *Management Research: Journal of the Iberoamerican Academy of Management*, 11(1), 77-99. doi:10.1108/1536-541311318080
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328. doi:10.1111/1540-6261.00567
- Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W. (2000). Agency costs and ownership structure. *The Journal of Finance*, 55(1), 81-106. doi:10.1111/0022-1082.00201
- Bammens, Y., Voordeckers, W., & Van Gils, A. (2011). Boards of directors in family businesses: A literature review and research agenda. *International Journal of Management Reviews*, 13(2), 134-152. doi:10.1111/j.1468-2370.2010.00289.x
- Banco Mundial. (2020). *Capitalización en el mercado de empresas nacionales que cotizan en bolsa (% del PIB) – Latin America & Caribbean*. <https://datos.bancomundial.org/indicador/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?locations=ZJ>
- Bar-Yosef, S., & Prencipe, A. (2009). *Earnings management and corporate governance in family-controlled companies*. SSRN Electronic Journal. doi:10.2139/ssrn.1367543
- Basu, N., Dimitrova, L., & Paeglis, I. (2009). Family control and dilution in mergers. *Journal of Banking & Finance*, 33(5), 829-841. doi:10.1016/j.jbankfin.2008.09.017

- Block, J. (2010). Family management, family ownership, and downsizing: Evidence from S&P 500 firms. *Family Business Review*, 23(2), 109-130. doi:10.1177/089448651002300202
- Brown, K., Chen, V. Y. S., & Kim, M. (2015). Earnings management through real activities choices of firms near the investment-speculative grade borderline. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(1), 74-94. doi:10.1016/J.JACCPUBPOL.2014.09.002
- Castañeda, G. (2000). Governance of large corporations in Mexico and productivity implications. *Abante*, 3(1), 57-89. <http://www.abante.cl/files/ABT/.../Vol-3-N1/3%20Castaneda.pdf>
- Cepal. (2021). *La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe 2021*. Comisión Económica para América Latina y el Caribe. https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/47147/3/S2100319_es.pdf
- Chi, C. W., Hung, K., Cheng, H. W., & Tien Lieu, P. (2015). Family firms and earnings management in Taiwan: Influence of corporate governance. *International Review of Economics & Finance*, 36(C), 88-98. doi:10.1016/j.iref.2014.11.009
- Cohen, D., Dey, A., & Lys, T. Z. (2008). Real and accrual-based earnings management in the pre- and post-Sarbanes-Oxley periods. *The Accounting Review*, 83(3), 757-787. <https://www.jstor.org/stable/30244500>
- Cohen, D., Mashruwala, R., & Zach, T. (2010). The use of advertising activities to meet earnings benchmarks: Evidence from monthly data. *Review of Accounting Studies*, 15(4), 808-832. doi:10.1007/S11142-009-9105-8
- Dechow, P., & Skinner, D. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, 14(2), 235-250. doi:10.2308/acch.2000.14.2.235
- Dechow, P., Sloan, R., & Sweeney, A. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225. <https://www.jstor.org/stable/248303>
- Diamandis, P. F., & Drakos, A. A. (2011). Financial liberalization, exchange rates and stock prices: Exogenous shocks in four Latin America countries. *Journal of Policy Modeling*, 33(3), 381-394. doi:10.1016/j.jpolmod.2010.11.004
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 430-465. doi:10.1016/j.jfineco.2007.02.007
- EY. (2017). Family business in Latin America. En *Family business yearbook 2017* (pp. 55-56). Ernst & Young. <http://familybusiness.ey.com/pdfs/page-55-56.pdf>
- Fan, J., & Wong, T. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 401-425. doi:10.1016/S0165-4101(02)00047-2
- Ferentinou, A. C., & Anagnostopoulou, S. C. (2016). Accrual-based and real earnings management before and after IFRS adoption. *Journal of Applied Accounting Research*, 17(1), 2-23. doi:10.1108/JAAR-01-2014-0009

- Fombrun, C. J., Gardberg, N. A., & Barnett, M. L. (2002). Opportunity platforms and safety nets: Corporate citizenship and reputational risk. *Business and Society Review*, 105(1), 85-106. doi:10.1111/0045-3609.00066
- Garay, U., & González, M. (2008). Corporate governance and firm value: The case of Venezuela. *Corporate Governance: An International Review*, 16(3), 194-209. doi:10.1111/j.1467-8683.2008.00680.x
- Gavana, G., Gottardo, P., & Moiselto, A. (2017). Earnings management and CSR disclosure: Family vs. non-family firms. *Sustainability*, 9(12), 1-21. MDPI. doi:10.3390/su9122327
- Ghaleb, B. A., Kamardin, H., & Tabash, M. I. (2020). Family ownership concentration and real earnings management: Empirical evidence from an emerging market. *Cogent Economics & Finance*, 8(1), 1-17. doi:10.1080/23322039.2020.1751488
- Globerman, S., & Shapiro, D. (2003). Governance infrastructure and US foreign direct investment. *Journal of International Business Studies*, 34(1), 19-39. doi:10.1057/palgrave.jibs.8400001
- Gómez-Mejía, L. R., Cruz, C., Berrone, P., & De Castro, J. (2011). The bind that ties: Socioemotional wealth preservation in family firms. *Academy of Management Annals*, 5(1), 653-707. doi:10.5465/19416520.2011.593320
- Goodwin-Stewart, J., & Kent, P. (2006). Relation between external audit fees, audit committee characteristics and internal audit. *Accounting and Finance*, 46(3), 387-404. doi:10.1111/j.1467-629X.2006.00174.x
- Gopalan, R., & Jayaraman, S. (2012). Private control benefits and earnings management: Evidence from insider-controlled firms. *Journal of Accounting Research*, 50(1), 117-157. doi:10.1111/j.1475-679x.2011.00431.x
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 85-107. doi:10.1016/0165-4101(85)90029-1
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383. doi:10.2308/acch.1999.13.4.365
- Ipino, E., & Parbonetti, A. (2017). Mandatory IFRS adoption: The trade-off between accrual-based and real earnings management. *Accounting and Business Research*, 47(1), 91-121. doi:10.1080/00014788.2016.1238293
- Jara, M., López-Iturriaga, F., San-Martín, P., & Saona, P. (2019). Corporate governance in Latin American firms: Contestability of control and firm value. *BRQ Business Research Quarterly*, 22(4), 257-274. doi:10.1016/j.brq.2018.10.005
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228. doi:10.2307/2491047

- Khan, I., Chand, P., & Patel, A. (2013). The impact of ownership structure on voluntary corporate disclosure in annual reports: Evidence from Fiji. *Accounting & Taxation*, 5(1), 47-58. <https://api.semanticscholar.org/CorpusID:54084131>
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999). Corporate governance around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517. <https://www.jstor.org/stable/2697717>
- Landry, S., Deslandes, M., & Fortin, A. (2013). Tax aggressiveness, corporate social responsibility, and ownership structure. *Journal of Accounting, Ethics & Public Policy*, 14(3), 611-645. doi:10.2139/ssrn.2304653
- Liu, M., Shi, Y., Wilson, C., & Wu, Z. (2017). Does family involvement explain why corporate social responsibility affects earnings management? *Journal of Business Research*, 75(C), 8-16. doi:10.1016/j.jbusres.2017.02.001
- Manzetti, L., & Wilson, C. J. (2007). Why do corrupt governments maintain public support? *Comparative Political Studies*, 40(8), 949-970. doi:10.1177/0010414005285759
- McNichols, M. F. (2000). Research design issues in earnings management studies. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(4-5), 313-345. doi:10.1016/S0278-4254(00)00018-1
- McVey, H., & Draho, J. (2005). U. S. family-run companies – They may be better than you think. *Journal of Applied Corporate Finance*, 17(4), 134-143. doi:10.1111/j.1745-6622.2005.00067.x
- Miller, D., & Le Breton-Miller, I. (2003). Challenge versus advantage in family business. *Strategic Organization*, 1(1), 127-134. doi:10.1177/1476127003001001222
- Mongrut, S., & Winkelried, D. (2019). Unintended effects of IFRS adoption on earnings management: The case of Latin America. *Emerging Markets Review*, 38(C), 377-388. doi:10.1016/j.ememar.2018.11.004
- Pazzaglia, F., Mengoli, S., & Sapienza, E. (2013). Earnings quality in acquired and nonacquired family firms. *Family Business Review*, 26(4), 374-386. doi:10.1177/0894486513486343
- Pérez, P., & Lluch, A. (2016). *Evolution of family business: Continuity and change in Latin America and Spain*. Edward Elgar Publishing. ISBN: 978 1 78536 314 6.
- Rabelo, F. M., & Coutinho, L. (2001). *Corporate governance in Brazil*. OECD Conference Paper. April. OECD Development Centre. Paris. <https://citeseerx.ist.psu.edu/document>
- Ramírez, C. (2015). La financiación y el buen gobierno de las empresas familiares. En *El gobierno corporativo en Iberoamérica*. (pp. 539-566). CYAN, Proyectos Editoriales, S. A. https://www.cnbv.gob.mx/CNBV/.../Documents/.../gobierno-corporativo_web.pdf
- Razzaque, R. Md. R., Ali, M. J., & Mather, P. R. (2016). Real earnings management in family firms: Evidence from an emerging economy. *Pacific-Basin Finance Journal*, 40(PB), 237-250. doi:10.1016/j.pacfin.2015.12.005

- Rodríguez-Ariza, L., Martínez-Ferrero, J., & Bermejo-Sánchez, M. (2016). Consequences of earnings management for corporate reputation. *Accounting Research Journal*, 29(4), 457-474. doi:10.1108/ARJ-02-2015-0017
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335-370. doi:10.1016/j.jacceco.2006.01.002
- Sacristán-Navarro, M., & Gómez-Ansón, S. (2007). Family ownership and pyramids in the Spanish market. *Family Business Review*, 20(3), 247-265. doi:10.1111/j.1741-6248.2007.00100.x
- Sáenz G., J., & García-Meca, E. (2014). Does corporate governance influence earnings management in Latin American markets? *Journal of Business Ethics*, 121(3), 419-440. doi:10.1007/s10551-013-1700-8
- Salvato, C., & Moores, K. (2010). Research on accounting in family firms: Past accomplishments and future challenges. *Family Business Review*, 23(3), 193-215. doi:10.1177/0894486510375069
- Santiago, C. M., Brown, C. J., & Báez-Díaz, A. (2009). Prácticas de gobierno corporativo en América Latina. *Revista Latinoamericana de Administración*, 43, 26-40. <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=71612112003>
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91-102. <https://www.proquest.com/.../208918065>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783. doi:10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x
- Superintendencia de Sociedades. (2012). *Informe 31. Prácticas empresariales. Análisis de gobierno corporativo 2012*. <https://www.supersociedades.gov.co/>
- Tommasetti, R., Da Silva Macedo, M., Da Silva Constantino, F., & Neto, A. (2019). Family control and earnings management in Brazilian listed companies: A relationship mediated by age. *Revista Universo Contábil*, 15(1), 151-169. doi:10.4270/rue.2019108
- Vázquez, P., Carrera, A., & Cornejo, M. (2020). Corporate governance in the largest family firms in Latin America. *Cross Cultural & Strategic Management*, 27(2), 137-163. doi:10.1108/CCSM-11-2018-0194
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385-417. doi:10.1016/j.jfineco.2004.12.005
- Wang, D. (2006). Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research*, 44(3), 619-656. doi:10.1111/j.1475-679X.2006.00213.x
- Westhead, P. (2003). Company performance and objectives reported by first and multigeneration family companies: A research note. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 10(1), 93-105. <https://durham-repository.worktribe.com/output/1562938>

- 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(3), 295-316. doi:10.1016/S0929-1199(02)00006-8
- Zahra, S. A., Priem, R. L., & Rasheed, A. A. (2005). The antecedents and consequences of top management fraud. *Journal of Management*, 31(6), 803-828. doi:10.1177/0149206305279598
- Zang, A. Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, 87(2), 675-703. <https://www.jstor.org/stable/23245619>

Anexos

Anexo 1 Impacto de la familiaridad, vigencia y tamaño sobre la manipulación de beneficios devengados

Variables explicativas	Manipulación de beneficios devengados			
	2016	2017	2018	2019
Familiar	-0.230*** (0.00)	-0.283 (0.12)	-0.561 (0.33)	0.784*** (0.00)
Vigencia	0.0000778 (0.75)	-0.000319 (0.11)	0.000309 (0.11)	-0.00012 (0.54)
Tamaño	0.00839 (0.23)	-0.00328 (0.65)	0.00607 (0.25)	0.0053 (0.38)
Familiar x Vigencia	-0.000126 (0.82)	0.000229 (0.68)	0.00186** (0.05)	-0.00141*** (0.00)
Familiar x Tamaño	0.0121*** (0.00)	0.0134 (0.13)	0.0217 (0.43)	-0.0345*** (0.01)
Apalancamiento	-0.129*** (0.01)	0.0197 (0.70)	0.0505 (0.22)	-0.0277 (0.56)
Crecimiento	0.0054 (0.34)	0.00852 (0.69)	0.0164 (0.58)	0.000286 (0.98)
ROA	0.00119 (0.25)	0.00154 (0.16)	0.00147 (0.14)	-0.000515 (0.74)
Auditoría externa	-0.00363 (0.82)	0.0173 (0.28)	0.00792 (0.60)	-0.00529 (0.72)
Gobierno corporativo	-0.0242 (0.11)	-0.00633 (0.68)	-0.0198 (0.17)	-0.0221 (0.10)
Constante	-0.106 (0.41)	0.0587 (0.66)	-0.179* (0.06)	-0.0795 (0.47)
<i>N</i>	254	257	255	257

Notas. *p-values* entre paréntesis: * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.
Elaboración propia, 2022.

Anexo 2
Impacto de la familiaridad, vigencia y tamaño sobre la manipulación de beneficios reales

Variables explicativas	Manipulación de beneficios reales			
	2016	2017	2018	2019
Familiar	-0.174 (0.61)	0.253 (0.65)	0.274 (0.59)	0.352 (0.46)
Vigencia	0.0021 (0.26)	-0.0000177 (0.98)	0.000721 (0.26)	0.00121* (0.07)
Tamaño	0.00718 (0.53)	0.0457 (0.11)	0.0432* (0.09)	0.0423** (0.04)
Familiar x Vigencia	-0.00224 (0.26)	0.000347 (0.72)	0.000444 (0.65)	-0.000952 (0.28)
Familiar x Tamaño	0.0172 (0.24)	-0.0127 (0.59)	-0.014 (0.51)	-0.0147 (0.48)
Apalancamiento	-0.213 (0.13)	-0.0935 (0.34)	-0.00322 (0.97)	-0.3 (0.21)
Crecimiento	0.00384 (0.76)	-0.02 (0.82)	-0.0793 (0.52)	-0.0688 (0.10)
ROA	-0.0157*** 0.00	-0.00735*** (0.03)	-0.0067* (0.06)	-0.0141*** 0.00
Auditoría externa	-0.0357 (0.49)	-0.075 (0.24)	-0.0166 (0.79)	-0.0446 (0.46)
Gobierno corporativo	0.0202 (0.77)	-0.0728** (0.03)	-0.0498 (0.11)	-0.0717** (0.05)
Constante	-0.11 (0.63)	-0.794 (0.17)	-0.88* (0.08)	-0.674** (0.04)
<i>N</i>	586	595	577	576

Notas. *p-values* entre paréntesis: * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.

Elaboración propia, 2022.