

RELACIÓN ENTRE CONCENTRACIÓN DE PROPIEDAD FAMILIAR Y DISCRECIONALIDAD DIRECTIVA: EVIDENCIA DEL CASO DE MÉXICO

Juan Manuel San Martín Reyna

Departamento de Administración de Empresas, Universidad de las Américas Puebla

Rocío Durán Vázquez *

Departamento de Finanzas y Contaduría, Universidad de las Américas Puebla,

Jorge A. Durán Encalada

Centro de Investigación de Empresas Familiares, Universidad de las Américas Puebla

(Recibido 9 de octubre 2013, aceptado 10 de diciembre 2013)

Resumen

En este trabajo se evaluó el impacto de los tres diferentes tipos de estructura de propiedad (familiar, institucional-financiera y no-familiares con participación significativa) en la calidad de la información financiera (de naturaleza devengada de los estados financieros), variable conocida como "earnings management" relativa a la discrecionalidad directiva (medida por el modelo de Jones (1991)). Para ello se utilizan los datos de 89 emisoras Mexicanas del periodo de 2005 a 2011, realizando el análisis econométrico considerando datos panel y efectos fijos de frecuencia anual. Se obtiene signo negativo en la relación entre estructura de propiedad familiar y discrecionalidad directiva, y en la relación entre estructura de propiedad de financiamiento por medio de instituciones financieras.

Abstract

This study assesses the impact of three different types of ownership structure (family, institutional, financial, and external blockholders) in the quality of financial reporting information (under the accrued basis on the financial statements), a variable known as "earnings management" on to managerial discretion (as measured by the model of Jones (1991)). We test the data from 89 share issuers or listed Mexican companies for the period 2005-2011, performing econometric analysis considering fixed effects panel data and annual frequency. Negative sign is obtained on the relationship between family ownership structure and managerial discretion, and in the relationship between institutional-ownership structure.

Clasificación JEL: D24, G32, G30

Palabras clave: Estructura de propiedad, Discrecionalidad directiva, Calidad de la información financiera.

* Departamento de Finanzas y Contaduría. Universidad de las Américas Puebla. Sta. Catarina Mártir, Cholula Puebla, C. P. 72820. Tel 01 (222) 229 2000 Ext. 2201. Correo electrónico: rocio.duran@udlap.mx

1. Introducción

Se analiza la intersección de dos líneas de investigación, una referente a estructura de propiedad (en tres categorías: familiar, institucional-financiera y accionistas no-familiares con participación significativa) y la otra respecto al uso de una medida de aproximación para la información devengada que se utiliza en discrecionalidad directiva, en empresas que operan en el mercado emergente de México, utilizándose datos de emisoras de la Bolsa Mexicana de Valores.

Con la globalización de los mercados financieros se ha generado una gran demanda por la calidad de la información que muestran las empresas en los diferentes mercados, de tal forma que a los inversionistas les interesa cada vez más el poder hacer una evaluación comparativa del riesgo que adquieren y el rendimiento que obtendrán en estos mercados. Es por ello que la intersección entre las dos líneas de investigación que se han identificado en el párrafo anterior toma importancia, dado que permite enfocar el análisis en la relación entre estos ámbitos.

Derivado de lo anterior, cada vez existe una mayor atención en el tema de manejo de la información gerencial, en concreto relacionado con estructura de propiedad, es decir; identificar que tanto se involucra la estructura de propiedad (familiar, institucional-financiera y externa) en las decisiones/responsabilidad de los directivos.

En este sentido, hay una percepción de que los directivos utilizan de forma oportunista la información contable para actuar en su propio beneficio y no en el de los dueños de las empresas. La habilidad de los directivos para manipular de forma oportunista la información contable es atenuada a través de un monitoreo externo por parte de los inversionistas, considerando las tres categorías de inversionistas mencionadas, con importantes bloques de propiedad. Estos tres tipos de inversionistas cuentan con la capacidad y los incentivos para supervisar y disciplinar a la dirección a través de las asambleas anuales de socios y otros órganos de gobierno, como consejos de administración, comités de dirección u otros comités integrados exprofeso para ello.

Adicionalmente, nos interesa unir este análisis de estructura de propiedad con la importancia de la administración discrecional de los directivos. Esta discrecionalidad también se identifica en términos de “calidad de las ganancias” que se muestran en los estados financieros. Identificamos una alta calidad en las ganancias cuando los resultados netos del estado de resultados representan fielmente las características de los procesos fundamentales de la empresa y son relevantes para la toma de decisiones. Este término de “calidad de las ganancias” tiene sentido en el contexto de la toma de decisiones empresarial, dado que significa que se tienen menos aspectos discrecionales de estimaciones contables, emitiéndose información financiera conforme a una contabilidad conservadora, en vez de agresiva, en términos de reflejar efectos monetarios no drásticos en el corto plazo, respecto a beneficio de las estimaciones.

En este trabajo lo especificamos a la luz de identificar la calidad de las utilidades entre menos “discrecionalidad devengada” exista, conforme criterios de Subramanyam K. R. (1996). Concretamente, definimos la Información Discrecional Devengada (IDD) como la diferencia entre el Total de Información Devengada (TID) de las empresas menos la

porción No Discrecional Devengada (NDD) de la misma. Consideramos al Total de Información Devengada a la diferencia existente entre el resultado operativo (utilidad o pérdida) menos el flujo generado de la operación. La porción No Discrecional Devengada es la correspondiente a los ajustes y estimaciones que se clarifican en las políticas contables de las partidas de capital de trabajo, de financiamiento y de inversión. Esta definición es consistente con la literatura, de acuerdo a DeAngelo y DeAngelo (1986), Healy (1985), y McNichols y Wilson (1988).

El interés de enfocarnos en esta parte es debido a que la Información Discrecional Devengada representa la práctica oportunista que puede estar llevando a cabo la gerencia para obtener más ganancias de beneficio directo hacia ellos, acompañado a menudo del deterioro en el valor de la empresa. Tal como destacan Castrillo y San Martín (2007), este comportamiento implica desventaja para los accionistas y se puede identificar como una técnica para manipular las finanzas.

Jones (1991) propuso el cálculo de esta variable y midió con un estadístico la existencia o no de dicho comportamiento, por medio de los residuales del modelo que lleva su nombre. El cálculo de la información discrecional devengada como medida de referencia permite identificar la existencia de manipulación contable, en detrimento de la calidad de las utilidades presentada en los reportes financieros.

El enfoque se encamina a identificar la porción discrecional para encontrar evidencia de existencia o no de manipulación de la información para la toma de decisiones a nivel administrativo de las empresas. Por lo que este estudio tiene como propósito valorar la relevancia que puede tener en el mercado accionario el manejo de esta información conforme a la estructura de propiedad.

2. Revisión de la literatura

La Teoría de Agencia plantea que la separación entre la propiedad y el control conduce a una divergencia entre los intereses de los propietarios y los administradores (Jensen y Meckling, 1976). Los conflictos de intereses entre los dueños (los accionistas) y agentes (administradores) con frecuencia se acentúan ya que existe la presunción de que los directivos no van a actuar en el mejor interés de los accionistas (Jensen y Meckling, 1976). Supervisar las decisiones de gestión se convierte en un aspecto esencial de índole administrativo-financiero, para asegurar que se protejan los intereses de los accionistas (Fama y Jensen, 1983). En este sentido, la separación entre la propiedad y el control se convierte en un problema de estudio, dado que es posible un comportamiento oportunista de los directivos.

En virtud de que la separación de la propiedad y la administración es una de las fuerzas más importantes que impulsan la administración de los ingresos, un gran número de estudios de investigación han destacado y analizado la relación entre la estructura de la propiedad y la gestión de los ingresos (Smith, 1992; San Martín & Durán-Encalada, 2012-a).

2.1 Estructura de la propiedad

El objetivo de toda empresa es la maximización de utilidades, pero cuando hay una separación entre la propiedad y la dirección se requiere supervisión y control para evitar una desviación de ganancias por parte de las decisiones de los administradores.

Los trabajos sobre estructura de la propiedad han permitido analizar los mecanismos que reducen los conflictos de agencia, a través de la alineación de intereses entre la administración y los accionistas. Autores como Jensen y Meckling (1976) o Shleifer y Vishny (1997) consideran a la concentración de la propiedad como un mecanismo de regulación efectiva de los administradores porque tiene un menor costo de supervisión debido a los menores costos de agencia. Estos autores sostienen que cuando la propiedad está concentrada se pueden reducir los incentivos de los administradores de afectar negativamente la riqueza de los accionistas y los comportamientos que no maximizan el valor para la empresa (Jensen y Meckling, 1976). Esto se debe a que existe un riesgo sustancial de la búsqueda del propio interés que surge, en algún momento, por parte de la dirección (Fama y Jensen, 1983; Shleifer y Vishny, 1997; Gómez-Mejía *et al.*, 2001; Faccio y Lang, 2001).

Bartholomeusz & Tanewski (2006) argumentan que en estructuras propiedad concentradas (en familias principalmente) los conocimientos técnicos especializados de la familia sobre las operaciones de la empresa permiten controlar la empresa con mayor eficiencia y, por ende, permite ejercer una mayor supervisión sobre el desempeño de la misma. Anderson *et al.* (2002) sostienen que los accionistas atomizados tienen un incentivo para asumir proyectos riesgosos con el fin de expropiar riqueza de las entidades financieras quienes son las que financian estas inversiones. Sin embargo, cuando existen estructuras de propiedad concentrada, la visión de largo plazo y la preocupación por la reputación, generan que empresas con este tipo de estructura de propiedad tengan un perfil de riesgo diferente, siendo regularmente más adversos al riesgo. Como consecuencia, es más probable que busquen maximizar valor de la empresa reduciendo los costos de agencia. En este sentido, Castrillo y San Martín (2007) analizan la estructura de propiedad concentrada en familias y encuentran que la concentración de propiedad reduce los problemas de agencia.

Por su parte San Martín y Durán (2012a y 2012b) hacen un análisis sobre diferencias en el desempeño (*performance*) entre empresas familiares y no familiares en el mercado mexicano, teniendo en cuenta las peculiaridades del sistema de gobierno corporativo en este país. Los autores establecen que las empresas familiares adoptan, de forma sustancial, diferentes estructuras de gobierno en relación con las empresas no familiares, y que la presencia de una Ley Civil en México, en lugar de la Ley Común que prevalece en los países anglosajones, explica de manera importante la concentración de la propiedad.

Esta concentración de la propiedad para asegurar el impacto de los propietarios en el gobierno de la empresa se sustenta en la teoría de la agencia. De acuerdo a esta teoría, el hecho de que el propietario principal ejerza también funciones directivas en la empresa permite reducir los costos de transacción y consolida la identificación de los intereses de la familia y el negocio (Berle y Means, 1932; Jensen y Meckling, 1976; McConaughy, Walker, Henderson y Mishra, 1998; McConaughy, 2000). El trabajo de San Martín y Durán (2012b)

presenta evidencia que sugiere que estas diferencias impactan en los resultados de la compañía.

Considerando la mayoría accionaria de la familia, se ha estudiado esta relación desde dos enfoques contrastantes: convergencia de intereses y atrincheramiento. La convergencia plantea que al ejercer los accionistas mayoritarios mayor control sobre la gestión, logran reducir conflictos de agencia y maximizan el valor de las empresas (por ejemplo, Demsetz y Lehn, 1985; Shleifer y Vishny, 1997). En consecuencia, las empresas familiares pueden proporcionar varios beneficios. Jensen y Meckling (1976) encontraron que el control de la propiedad puede ser una ventaja, y que al tener las empresas familiares horizontes de inversión más largos, requerirán de proyectos rentables a largo plazo, porque quieren que la empresa persista en el tiempo y que sea heredada por miembros de la familia. Demsetz y Lehn (1985) muestran que, dada la concentración de la propiedad y el control, los accionistas pueden mitigar los problemas de expropiación de gestión por parte de los administradores.

Al colocar a familiares en puestos clave, hay más posibilidad de seguimiento y control de la empresa por la familia. Jensen (1986) y Stiglitz (1985) argumentan que una alta concentración de la propiedad se convierte para las empresas familiares en una forma de disciplinar a los gerentes y evitar el uso ineficiente de flujo de caja libre. Shleifer y Vishny (1986) encuentran una relación positiva entre la concentración de la propiedad y el rendimiento, mientras que Claessens y Djankov (2000), Faccio y Lang (2001) y Castrillo y San Martín (2007) sostienen que los grandes accionistas, como en el caso de una familia, pueden evitar la expropiación mediante la concentración de la propiedad y el control.

Por el contrario, el efecto de atrincheramiento de los accionistas en control se refiere a que esta clase de accionistas tienen incentivos para maximizar sus beneficios a expensas de los accionistas no-familiares, principalmente en empresas familiares, en detrimento del beneficio de la empresa. En este sentido, autores como Fama y Jensen (1983) encuentran que las empresas con alta concentración de la propiedad llevan a cabo un intercambio que favorece la obtención de beneficios privados y no de la empresa en su conjunto. Shleifer y Vishny (1997) argumentan que las empresas con propiedad concentrada tratan de obtener ganancias privadas de los negocios en favor de los accionistas mayoritarios. Por lo tanto, el efecto atrincheramiento concluye que el aumento de la propiedad en la gestión de los ingresos pueden reducir los beneficios a futuro de la empresa.

Aunque la propiedad familiar puede estar relacionado con la creación de riqueza empresarial, los inversionistas institucionales-financieros y los accionistas no-familiares también pueden afectar al valor de la empresa, a través de su influencia en las decisiones de gestión.

Algunos de los pioneros en el estudio de la propiedad de las empresas y de sus consecuencias fueron Demsetz y Lehn (1985), quienes escribieron sobre las causas y efectos de la estructura de propiedad de las empresas, concluyendo que la propiedad de las empresas varía de forma sistemática y consistente con la maximización del valor, encontrando que las variables que pueden explicar esta variación son el tamaño de la empresa, la volatilidad y la tasa de retorno.

Sumado a esto, su trabajo presenta diferentes formas de medir la estructura de propiedad, como el porcentaje de acciones controladas por los cinco principales accionistas, el porcentaje de acciones controladas por los 20 principales accionistas, el índice Herfindal de concentración de propiedad, el porcentaje de acciones controladas por las cinco grandes familias o el porcentaje de acciones controladas por inversionistas institucionales-financieros.

La Porta *et al.* (1999) publicaron un estudio que describe la estructura de la propiedad en el mundo, en el que definen la estructura de la propiedad en función del control de los derechos de voto en lugar de flujos de efectivo, y determinaron que los propietarios finales pueden ser: una familia o un individuo, el Estado, las instituciones financieras o los tenedores accionarios no-familiares con participación significativa.

En este trabajo, ponemos a prueba dos enfoques que pueden desprenderse sobre la base de la literatura revisada: (1) el criterio relativo a la teoría de la agencia (Fama y Jensen, 1983), que hace hincapié en los costos de agencia reducidos para las empresas de propiedad concentrada; y (2) el criterio relativo al concepto de reducción de la miopía gerencial, que predice un mejor desempeño de este tipo de empresas, dado que la reducción de los costos de agencia debe conducir a la disminución de la gestión de los ingresos.

Autores como Demsetz y Lehn (1985) y Shleifer y Vishny (1986) sostienen que la presencia de grandes accionistas limita la gestión de los ingresos. Esta afirmación se basa en la idea de que los accionistas agrupados conllevan a una coordinación para conseguir mayor parte de los beneficios. Si los accionistas tienen una cantidad significativa de acciones, tienen incentivos para desempeñar la función de supervisión ya que pueden hacer valer sus derechos. Pero si son accionistas minoritarios, esto se vuelve complicado ya que requieren establecer alianzas con otros inversionistas para poder ejercer control sobre el equipo de gestión/dirección.

Conforme el análisis anterior, se proponen las siguientes hipótesis:

H₁: El grado de discrecionalidad en la gestión de los ingresos tiende a disminuir a medida que aumenta el nivel de concentración de la propiedad, independientemente del tipo de accionista que lleva esta concentración en la empresa (familia, institución financiera o no-familiares).

H₂: La relación entre la discrecionalidad en la gestión de los ingresos y las empresas de propiedad concentrada es independiente del tamaño de las mismas empresas.

2.2 Información financiera devengada

Existen diversos estudios que permiten identificar los enfoques sobre el cálculo e impacto de la “información discrecional devengada”, considerando sobre todo la responsabilidad y decisión de la dirección al respecto.

La administración suele tener un margen de acción en la elección de alternativas de la información financiera, lo cual tiene sobre sí un velo de posibilidad de manipular de manera oportunista los resultados del ejercicio (ganancias o pérdidas). Es por ello que en la percepción popular se considera que los flujos de efectivo deben de brindar más significancia del desempeño de una empresa, sin embargo, los estudios empíricos, iniciados con Dechow (1994),

encuentran evidencia de que la significancia del desempeño de la empresa está en la información devengada.

Destacamos este punto debido a que los analistas financieros típicamente han considerado que los aspectos devengados y estimaciones del estado de resultados debilitan o alteran la información que brindan las utilidades, lo cual ha llevado a la idea de que los flujos de efectivo podrían brindar mayor información. Dechow (1994) hace referencia a artículos de la prensa, como el publicado por el *Chemical Week* que dice: “Muchos analistas financieros consideran el flujo de efectivo operativo como un mejor indicador del desempeño financiero de las empresas que las utilidades netas, ya que está menos sujeto a la distorsión de las diferentes prácticas de contabilidad” (8 de mayo de 1991, p. 28). Sin embargo, económicamente las utilidades han mostrado una mayor significancia (Dechow, 1994).

Los ajustes de devengación se realizan para representar con mayor significación la situación y desempeño financiero de las empresas, cumpliéndose con los criterios del marco de normatividad de información financiera, tanto a nivel nacional como internacional. Este criterio es consistente en México, tanto en el periodo de aplicación de la Norma de información financiera-NIF-A1 (aplicable hasta 2011 en las emisoras que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores); así como con el Marco Conceptual (Framework) de las Normas Internacionales de Reportes Financieros (International Financial Reporting Standards-IFRS), requeridas para reportar a las emisoras mexicanas desde 2012. Estos ajustes de devengación, que justamente son la variable del Total de Información Financiera de las empresas, buscan mejorar la calidad contable de la información financiera, tal como destacan Hansen y Noe (1998) y Barth, Cram y Nelson (2001).

La investigación en esta área se complica debido a que los directivos son los que cuentan con la ventaja informativa sobre cómo utilizar los ajustes de devengación, a diferencia de la información de quienes realizan estudios de manera externa que cuentan únicamente con las cantidades reflejadas en los reportes anuales. Es por ello que toma relevancia el estudio de Jones (1991), al iniciar la identificación de la conformación del total de la información devengada que subyace en los estados financieros de las empresas, al desglosar las partidas integrantes de los ajustes de devengo “evidentes”, realizándose ajustes a su modelo, conforme el enfoque de Xie, Davison y DaDalt (2003) de enfocarse al capital de trabajo ajustado, tal como inició en su identificación Dechow (1994).

Dado que el total de la información devengada incluye las porciones discrecionales y no discrecionales, es necesario detallar la parte correspondiente de cada una, tal como los destaca Poveda (2001) al realizar los cálculos de manera directa.

Debido a que en la literatura se tienen principalmente aplicaciones de corte transversal, este estudio explora la significancia del modelo modificado de Jones (1991), bajo el análisis de datos de panel, evaluando la existencia o no de efectos fijos, dado que no se tiene evidencia al respecto de datos mexicanos.

3. Metodología

3.1 Muestra y variables

La muestra incluye empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de México para el periodo 2005-2011. De un total de 132 empresas que cotizan en bolsa fueron eliminadas las empresas sin fines de lucro, las empresas que no incluyen suficiente información en sus estados financieros, así como las instituciones financieras, lo que resultó en un total de 89 empresas. La muestra final consta de 518 observaciones. Se obtuvo la información de los informes anuales y los indicadores financieros de Economática y de ISI Emerging Markets.

La información sobre el sector industrial se obtiene a partir de los informes anuales de las empresas publicadas por la Bolsa Mexicana de Valores en su sitio web. Las empresas seleccionadas son las empresas líderes en el país, lo que significa que son los jugadores más importantes de los diferentes sectores de la economía mexicana.

La Tabla 1 muestra las empresas que conforman la muestra, según los sectores a los que pertenecen. Como se puede ver en la tabla 1, la composición de la muestra es bastante equilibrada en términos de los sectores industriales a los que pertenecen, sin embargo, es importante destacar que hay un ligero sesgo hacia los sectores de industria y productos de consumo a expensas de las empresas del sector salud o telecomunicaciones. Esta distribución puede explicarse por la mayor concentración de en los primeros sectores dentro del mercado mexicano.

Tabla 1. Empresas públicas de la muestra, por sector económico

Sector	TOTAL
Materiales	18
Industriales	22
Servicios y bienes de consumo no básicos	17
Servicios de consumo común	20
Salud	4
Servicios de Telecomunicaciones	8
Total	89

Fuente:Elaboración propia, a partir de información de la BMV

3.2 Criterios seguidos en la definición de discrecionalidad (como medida de la gestión de los ingresos).

Para este estudio, nos centramos en valores devengados como una medida de gestión de los ingresos. Esta variable se mide como ajustes discretos utilizando la versión modificada del modelo de Jones (1991), que se detalla en la ecuación (1).

Es importante destacar que cada variable se deflacta por los activos totales antes de un período de tiempo, para evitar problemas de heteroscedasticidad, según Chung, *et. al*, (2005):

$$\frac{TID_{it}}{TA_{it-1}} = \alpha_0 \frac{1}{TA_{it-1}} + \alpha_1 \frac{\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it}}{TA_{it-1}} + \alpha_2 \left[\frac{\Delta PPE_{it}}{TA_{it-1}} \right] + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Donde:

TID_{it} : Total de información devengada de la empresa i , en el año t ,

TA_{it-1} : Total de activos de la empresa i , en el año $t - 1$,

ΔREV_{it} : Cambio en ingresos (respecto al año anterior) de la empresa i , en el año t ,

ΔAR_{it} : Cambio en cuentas por cobrar (respecto al año anterior) de la empresa i , en el año t ,

ΔPPE_{it} : Cambio en propiedad, planta y equipo bruto (respecto al año anterior) de la empresa i , en el año t , y

$\Delta \varepsilon_{it}$: Otra información relevante de la empresa i en el año t , siendo ortogonal a las otras variables independientes.

La variable dependiente de la ecuación 1 (Total de información devengada de la empresa i , en periodo t : TID_{it}) se calcula con la ecuación número 2:

$$\begin{aligned} (TID)_{it} = & [\Delta \text{Activo Circulante} - \Delta \text{Efectivo}] \\ & - [\Delta \text{Pasivo de Corto Plazo} - \Delta \text{Deuda de Corto Plazo} - \Delta \text{Impuestos}] \\ & - \Delta \text{Depreciación} \end{aligned} \quad (2)$$

Donde: Δ representa el cambio del año $t - 1$ al año t de cada concepto identificado en los estados financieros de la empresa i , en el año t .

Para la identificación de la porción Discrecional del total de información devengada se considera que el total de información devengada (TDI) es la suma de la información discrecional devengada (IDD) y la no discrecional devengada (NDD).

Este enfoque es consistente con la literatura, donde IDD se considera como el resultado de las oportunidades de decisión que toman los administradores al haber alternativas de selección de métodos contables.

Es importante destacar que los residuales de la Ecuación 1 son los que se utilizan para evaluar la información IDD, correspondiente a la parte de la información devengada discrecional. La variable IDD se vuelve dependiente en la ecuación 3 que se utiliza más adelante para el análisis econométrico del impacto de la estructura de la propiedad en la información devengada discrecional.

3.3 Definición de criterios de identificación de estructura de la propiedad

Un aspecto clave de este estudio es definir la estructura de propiedad. La propiedad de la familia (FAM) se define como el porcentaje de acciones en poder de los miembros de la familia. En este trabajo, consideramos a una empresa

como empresa familiar, siempre y cuando la familia tenga más de un 40 por ciento de la propiedad de la empresa. Esto es posible gracias a la composición de las empresas en México, que tienen una alta concentración de la propiedad.

La propiedad por parte de instituciones financieras (principalmente bancarias) se identifica como (INS) y la propiedad correspondiente a grupos significativos de tenedores de acciones no familiares, se identifica como inversionistas de bloques externos (EXT).

VARIABLES DE CONTROL. Otro aspecto importante del estudio es el relativo a las variables de control, concretamente se identificaron para este fin: el tamaño, el apalancamiento, la rentabilidad (medida por ROE) y la identificación de la disponibilidad de oportunidades de crecimiento. Para el tamaño de la empresa (TAM), se utilizó el logaritmo de los activos totales como indicador de tamaño de la empresa.

En la tabla 2 se presentan los estadísticos descriptivos de la estructura de propiedad (familias, titulares no familiares de bloques externos e instituciones-financieras), el tamaño, el apalancamiento, la rentabilidad y oportunidades de crecimiento. La tabla muestra la desviación estándar, así como el mínimo y máximo de los coeficientes.

El conjunto de datos se compone de las 89 empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores para el período 2005-2011. Tamaño de la empresa (TAM) es el total de activos (en millones de pesos). El apalancamiento (APA) es pasivo total / activo total que se mide como el valor contable de la deuda dividido por el valor contable de los activos totales, la rentabilidad de la empresa es medida como retorno sobre la inversión de los accionistas (ROE) y las oportunidades de crecimiento (OC) se mide en términos del incremento de ventas en cada año.

Tabla 2. Estadísticas descriptivas

VARIABLES	Mean	Std. Dev.	Min	Max
IDD	0.0974	0.1680	-0.5370	0.5836
FAM	0.5433	0.2105	0.02	0.98
INS	0.2104	0.2311	0	0.90
EXT	0.1492	0.2029	0	0.83
TAM	43446.8	94468.3	263.05	945616.9
APA	0.4504	0.2070	0.0152	0.9805
ROE	0.0751	0.7416	-8.48	9.36
OC	0.1526	0.5010	-0.7785	9.0355

Fuente:Elaboración propia.

La Tabla 2 muestra los estadísticos descriptivos de las variables. Como podemos ver, la media de discrecionalidad (IDD) es de 0.09. En promedio, las empresas tienen discrecionalidad positiva. Este resultado sugiere que las empresas mexicanas de la muestra tienen la gestión de sus ingresos a la alza.

Por lo tanto, al igual que en otros trabajos (García y Gill, 2005; Wang, 2005; San Martín, 2012), consideramos que el valor absoluto de discrecionalidad (IDD) como una medida del nivel de manipulación de la gestión de los ingresos.

Por otro lado, la tabla 2 muestra la importancia de la concentración de la propiedad de las familias (FAM) en el mercado mexicano, ya que los valores varían de 0.02 hasta 0.98, con una media del 54 por ciento de propiedad familiar.

Los inversionistas institucionales-financieros (INS), en promedio, tienen alrededor del 21 por ciento de la propiedad de las empresas de la muestra y los titulares de bloques externos (EXT) poseen solo el 14 por ciento de las acciones en promedio.

Estos resultados no son sorprendentes, dada la naturaleza del mercado mexicano, donde las empresas que cotizan en bolsa son controladas por familias e instituciones financieras y no por los inversionistas externos.

El promedio de la deuda de las empresas en el periodo de análisis es de 45 por ciento del financiamiento total. El tamaño de la empresa (en términos de activos) es bastante heterogéneo y muy disperso alrededor del valor medio, por lo que los resultados no suponen que haya sesgo por cuestiones de tamaño.

4. Resultados: Análisis econométrico

La muestra combina 89 empresas de siete sectores económicos, significando 518 observaciones de datos de panel. Teniendo en cuenta el objetivo del estudio, la metodología de datos de panel parece ser el más preciso (Arellano y Bover, 1990; Arellano, 1993). Sin embargo, esta estimación asume que las variables tienen sesgo de endogeneidad. Por lo tanto, la metodología de datos de panel resultaría inadecuada bajo este contexto. Es por esta razón que utilizamos el análisis por panel dinámico, concretamente aplicando el método generalizado de momentos (GMM) por diferencia, de acuerdo con los lineamientos de Arellano y Bond (1991).

Esta metodología es apropiada cuando la muestra es grande y la sección de tiempo es pequeña. En nuestro caso, la muestra incluye 89 empresas y siete años, por lo que es conveniente aplicar el modelo GMM. Bajo GMM, la consistencia del estimador depende de la validez de los instrumentos y la suposición de que los términos de error no presentan correlación serial segundo orden. Para probar estos supuestos, Arellano y Bond (1991) proponen una prueba de Sargan de restricciones de sobre identificación, que pone a prueba la validez general de los instrumentos mediante el análisis de la muestra a lo largo de las condiciones de momentos utilizados en el procedimiento de estimación.

Además, también se realizó la prueba de no correlación serial de segundo orden. Al no rechazarse la hipótesis nula mediante ambas pruebas, se comprueba la validez del uso de nuestro procedimiento de estimación. Todos los regresores son tratados como estrictamente exógenos, excepto las variables dependientes rezagadas. Arellano y Bond (1991) proponen GMM como instrumento de las variables explicativas utilizando valores rezagados de las variables independientes originales, para resolver así el problema de endogeneidad, este es el criterio aplicado de instrumentación en este trabajo.

El modelo GMM puede controlar la correlación de errores en el tiempo, la heteroscedasticidad entre las empresas, simultaneidad y errores de medición causados por el uso de las condiciones de la matriz de covarianza ortogonal. Con respecto al modelo básico que será estimado, un modelo de regresión multivariante fue construido, incluyendo las variables citadas anteriormente.

Este modelo se puede expresar con la siguiente ecuación 3:

$$\begin{aligned}
 IDD = & \beta + \beta_1 FAM_{it} + \beta_2 EXT_{it} + \beta_3 INS_{it} + \beta_4 TAM_{it} \\
 & + \beta_5 APA_{it} + \beta_6 ROE_{it} + \beta_7 OC_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{3}$$

Donde i se refiere a las empresas y t al año ($i = 1 \dots 89$, $t = 1 \dots 7$)

La tabla 3 muestra los resultados obtenidos, en ella se pueden ver los coeficientes estimados, los estadísticos t y p -value. La gestión de los ingresos fue definida por el devengo discrecional, conforme el modelo de Jones modificado (1991).

Los criterios que se siguieron para definir estructura de propiedad son:

- a) La propiedad de la familia (FAM) se define como el porcentaje de acciones en poder de los miembros de la familia, consideramos una empresa familiar, siempre y cuando la familia tiene más de un 40 por ciento de la propiedad de la empresa.
- b) La propiedad Institucional-financiera (INS) se define como el porcentaje de acciones en poder de instituciones como compañías de seguros, fondos de pensiones e instituciones financieras (bancos). Se considera este indicador siempre y cuando la participación sea al menos de un 5 por ciento de la propiedad de la empresa.
- c) La propiedad de financiamiento externo (EXT) se midió como el porcentaje de acciones minoritarias, en manos de individuos considerados como soporte del bloque (excluyendo a miembros de la familia). Se considera este indicador siempre y cuando la participación sea al menos de un 5 por ciento de la propiedad de la empresa.

Los criterios para las variables de control son:

- tamaño de la empresa (TAM) que es el logaritmo del total de activos de la empresa.
- apalancamiento (APA) que es medido por la proporción de pasivo total / activo total
- rentabilidad (ROE) sobre recursos propios y
- oportunidades de crecimiento (OC) que es medida como la tasa de crecimiento de las ventas.

La columna (1) muestra los resultados del modelo considerando la estructura de propiedad familiar, mientras que en la columna (2) y (3) aparecen los resultados del modelo usando la estructura de propiedad para los inversionistas institucionales-financieros y externos.

Todas las estimaciones se examinan utilizando el modelo GMM. Wald es la prueba de Wald de significación conjunta de las variables explicativas. La prueba de Sargan contrasta restricciones de sobre identificación, y los estadísticos $m1$ y $m2$ contrastan la ausencia de correlación serial de primer y segundo orden en los residuos de la regresión.

Tabla 3. Resultados de estimaciones

	(1)	(2)	(3)
Constant	0.262481	0.278163	0.29949
	(2.93) ^{***}	(2.90) ^{***}	(4.23) ^{***}
L1	-0.19833	-0.13719	-0.17081
	(-2.25) ^{**}	(-0.61)	(-2.74) ^{***}
FAM	-1.65757		
	(-3.17) ^{***}		
EXT		-0.13648	
		(-1.03)	
INS			-0.31274
			(-1.80) [*]
TAM	0.01523	0.01054	0.01145
	(2.28) ^{**}	(2.04) ^{**}	(1.92) ^{**}
APA	0.30967	0.16482	0.14187
	(3.28) ^{***}	(3.67) ^{***}	(2.63) ^{***}
ROE	0.00622	0.00497	0.00321
	(1.32)	(1.19)	(0.68)
OC	0.02256	0.02145	0.01996
	(1.22)	(1.24)	(1.04)
m1	-4.11 ^{***}	-5.35 ^{***}	-4.68 ^{***}
m2	-0.73	-0.96	-0.63
Sargan Test	8.75	8.79	7.43
Wald Test	17.98 ^{**}	11.66 ^{**}	13.51 ^{**}
Valor absoluto entre paréntesis			
***significancia al 1%			
**significancia al 5%			
*significancia al 10%			

Fuente:Elaboración propia.

Los resultados de tabla 3 confirman la hipótesis I relacionada con la influencia de la estructura de propiedad en la gestión de los ingresos. En primer lugar, encontramos que la propiedad familiar (FAM) tiene un efecto negativo en la gestión de los ingresos, por tanto, una mayor concentración de la propiedad conlleva a menores provisiones discrecionales en el mercado mexicano. Además, la variable de propiedad de los inversionistas institucionales-financieros (INS) mostró una relación negativa con la discrecionalidad gerencial. Esta asociación demuestra que tanto los inversionistas institucionales como la concentración de propiedad en familias impactan de manera importante en la estrategia de gestión de los ingresos. En consecuencia, la concentración de la propiedad es un buen mecanismo supervisor en entornos como el mexicano.

Sin embargo, la variable de accionistas externos (EXT), considerados como accionistas no familiares con bloques significativos de propiedad), no resulta

significativa en ninguna de las estimaciones. Esto apoya la hipótesis de alineación de intereses, ya que el control mayoritario (en familias o inversionistas institucionales-financieros) disminuye los ajustes discretos (Fama y Jensen, 1983; San Martín y Durán, 2012a). El resultado de los accionistas no familiares externos no sorprende, ya que en México prevalece la tenencia de bloques significativos de acciones por parte de los familiares (San Martín y Durán, 2012b), de tal forma que cuando los accionistas familiares son directores tienen mayor control de la empresa.

En cuanto al resto de las variables, encontramos que sólo el apalancamiento y el tamaño son importantes y tienen un efecto positivo en la gestión de los ingresos. Acerca de la relación entre la deuda y el uso de la discrecionalidad, los resultados mostrados en la Tabla 3 son consistentes con la hipótesis de la deuda, que sostiene que las empresas con razones de endeudamiento altos se asocian con una mayor gestión de los ingresos. Por último, las oportunidades de crecimiento y las variables de rentabilidad no resultaron ser significativas.

Tomando como base a Abuzayed et al. (2010), y para probar la hipótesis 2, introducimos una interacción de las variables de estructura de propiedad y tamaño de las empresas, identificando dos variables, la interacción de propiedad familiar y tamaño (FAMTAM) y la interacción de propiedad institucional-financiera y tamaño (INSTAM), para analizar si las empresas más grandes ejercen mayor manipulación de las ganancias que las empresas pequeñas. Los resultados se muestran en la tabla 4:

Tabla 4. Resultados de estimaciones con interacciones

	4	5	6
Constant	0.5119101	0.5688414	.0488572
	(2.01)*	(2.14)**	(2.07)*
LI	0.111207	-0.135952	-0.110721
	(1.62)	(1.88)*	(0.08)*
FAM	-1.327253	-1.594232	-1.334849
	(-2.84)*	(3.17)***	(-2.78)**
EXT	-0.219694	-0.209371	-0.331455
	(-0.77)	(-0.71)	(-1.24)
INST	-0.60882	-0.629407	-0.556775
	(-2.54)*	(-2.52)*	(-2.36)*
TAM	0.032297	-0.03717	-0.015734
	(3.3 1)*	(3 .57)**	(-2.28)**
APA	0.439878	0.514869	0.3433315
	(3.77)***	(4.06)***	(3.35)***
ROE	0.006355	0.009921	0.0172116
	(1.21)	(1.72)	(1.34)
OC	0.010988	0.043678	0.0179607
	(0.52)	(1.22)	(0.1 6)
FAMTAM		1.07668	
		(1 .92)*	

Tabla 4. Resultados de estimaciones con interacciones (continuación)

	4	5	6
INSTAM			0.3487416
			(1.24)
m1	-4.49***	-4.99***	-4.15***
m2	-0.22	-0.54	0.56
Sargan Test	8.68	9.7	9.2
Wald Test	17.95*	10.65*	12.49*
Valor absoluto de t statistics en paréntesis			
t significativo a .10			
* significativo a 0.05			
** significativo a 0.01			
*** significativo a 0.001			

Fuente:Elaboración propia.

La variable introducida de (FAMTAM) resulta significativa, es decir; se encuentra evidencia de que los directivos de las grandes empresas mexicanas tienen más incentivos para la gestión de sus ingresos de manera discrecional, lo cual nos lleva a rechazar la hipótesis 2. Es importante destacar que la variable de propiedad familiar (FAM) pasa de tener signo negativo a positivo al analizarse como FAMTAM. Es decir, para grandes empresas la concentración de propiedad conduce a una mayor discrecionalidad por parte de los directivos de la empresa.

En este sentido, esto significaría que las grandes corporaciones podrían verse tentadas a presentar buenos resultados (siguiendo una contabilidad más agresiva, teniendo mayor discrecionalidad devengada) para cumplir con las expectativas de los inversionistas o para hacer más atractiva a la empresa de cara a una nueva emisión de acciones. Por otro lado, empresas más pequeñas, al no tener esa presión de “gran visibilidad” por parte del mercado, actúan de forma más conservadora.

5. Conclusiones y comentarios finales

Encontramos que la concentración de la propiedad en manos de familias (FAM) tiene un efecto negativo sobre la discrecionalidad, es decir, a mayor concentración de propiedad en familias menor discrecionalidad directiva en el mercado mexicano.

Así mismo, la variable de concentración de propiedad en inversionistas institucionales (INS), mostró también una relación negativa con la discrecionalidad directiva, resultando ser un buen mecanismo de supervisión en entornos como el mexicano. La variable de accionistas minoritarios (EXT) no resulta ser significativa en ninguna de las estimaciones realizadas.

Estos resultados pueden tener importantes implicaciones al sugerir la necesidad de un fortalecimiento en la aplicación de los principios de buen gobierno corporativo y monitorear de forma efectiva la discrecionalidad que pudiesen ejercer los directivos de las empresas en México, especialmente las de

mayor tamaño, ya que dicha discrecionalidad pudiese conducir hacia problemas de gestión significativos. Por la experiencia de otros países, como Perú, donde se ha desarrollado un Índice las prácticas de gobierno corporativo (Mongrut, 2013), consideramos que México debería avanzar en este aspecto, para tener una referencia de la calidad de las prácticas de gobierno corporativo y poder entonces buscar las relaciones respecto a las tres estructuras de propiedad que se han destacado en este estudio.

Debido a que se tiene un número limitado de empresas, no se puede realizar un estudio por sector (tal como se destaca en la composición que se muestra en la tabla I), lo cual limita el alcance para valorar el impacto de la relación de las variables del estudio, conforme a actividades económicas.

Esta línea de investigación puede fortalecerse con dos importantes análisis por considerar. Por una parte, el análisis del poder de explicación de la información devengada discrecional (IDD) en el desempeño del mercado, midiéndose a través del rendimiento accionario de cada emisora. Por otra parte, la evaluación del impacto de los tres tipos de estructura de propiedad en el pago de dividendos, así como en el desempeño del mercado. Identificamos estas dos posibles líneas de investigación, con el interés de realizar el enlace con las señales que el mercado accionario perciba o no, del impacto de los dos bloques de variables utilizadas en este estudio (relativos a la información devengada discrecional y estructura de propiedad).

Bibliografía

- Anderson, R. C., S. A. Mansi & D. M. Reeb (2002). Founding Family ownership and the Agency Cost of Debt. *Journal of Financial Economics*, 68, pp. 263-285
- Arellano, M. and O. Bover (1990). La econometría de datos de panel. *Investigaciones Económicas* (Segunda época), 14(1), pp. 3-45.
- Berle, A. and Means, G. (1932): *The Modern Corporation and Private Property*, Commerce Clearing House, New York, NY.
- Barth, M.E., D. P. Cram and K. K. Nelson (2001). Accruals and the Prediction of Future Cash Flows, *The Accounting Review*, 76(1), pp: 27-58.
- Bartholomeusz, S., & G. A. Tanewski (2006). The Relationship between Family Firms and Corporate Governance. *Journal of Small Business Management*, 44(2), pp. 245-267.
- Castrillo, L. A. y J. M. San Martín (2007). Los ajustes por devengo como medida de discrecionalidad directiva. *Revista de Contaduría y Administración*, 226, sept-dic, pp. 9-37.
- Claessens, S., S. Djankov and L. Lang (2000). The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
- Chung, R., M. Firth and J. B. Kim (2005). Earnings Management, Surplus Free Cash Flow and External Monitoring. *Journal of Business Research*, 58, pp. 766-776.
- DeAngelo, L.E. (1986). Accounting Numbers as Market Valuation Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders. *The Accounting Review*, 61, pp.: 400-420.
- Dechow, P. M., (1994), Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 18(1), pp. 3-42.
- Demsetz, H. and K. Lehn (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economics*, 93, pp. 1155-1177.
- Faccio, M., and Lang, L. (2002). The Ultimate ownership of Western European Corporations. *Journal of Financial Economics*, 65, pp. 365-395.

- Fama, E. F. and M. C. Jensen(1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 301-325.
- García, O. and Gill, B. (2005). El gobierno corporativo y las prácticas de earnings management: Evidencia empírica en España. Working Paper of Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (Ivie), WP-EC 11.
- Gomez-Mejia, L., M. Nuñez-Nickel and I. Gutierrez (2001). The Role of Family Ties in Agency Contracts. *Academy of Management Journal*, 44, pp. 81-95.
- Hansen, G.A. y C. F. Noe (1998). Do Managers Accrual Decisions Speak Louder than Words?, *Journal of Accounting and Economics*, 7, April, pp. 85-107.
- Healy, P. (1985). The Impact of Bonus Schemes on the Selection of Accounting Principles. *Journal of Accounting and Economics*, 7, pp. 85-107.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976). Theory of the Firm: Managerial behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 76, pp. 305-360
- Jensen, M.C. (1986). Agency Costs and Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76, pp. 323-29.
- Jones, J. (1991). Earnings Management during Import Relief Investigations, *Journal Accounting Research*, pp. 1993-228.
- La Porta, R., F. López-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (1999). Corporate Governance around the World. *Journal of Finance*, 24, pp. 471-517.
- McConaughy, D. L., M. Walker, G Henderson, and C. Mishra (1998). Founding Family controlled Firms: Efficiency and Value. *Review of Financial Economics*, 7, pp. 1-19.
- McConaughy, D. L. (2000). Family CEOs vs. Nonfamily CEOs in the Family-Controlled Firm: An Examination of the Level and Sensitivity of Pay to Performance. *Family Business Review*, 13(2), pp. 121-131.
- Mongrut, S. (2013): Política de dividendos y buen gobierno corporativo en el Perú. Proceiding presentado en el III Congreso de Investigación Financiera del IMEF, Mesa de Finanzas Corporativas.
- McNichols, M. and Wilson, G. P. (1988). Evidence of Earnings Management from the Provision for Bad Debts. *Journal of Accounting Research*, 26, pp. 1-31.
- Poveda F. (2001). Cuestiones estadísticas sobre modelos y constrates de ajustes por devengo anormales. Working paper, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, julio, pp.1-52.
- San Martín, J. M. and Duran, J. A. (2012a). Relationship among Family Business, Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from the Mexican Stock Exchange. *Journal of Family Business Strategy*, 3(2), pp. 106-117.
- San Martín J. M. and Duran J. A. (2012b). Ownership Structure, Firm Value and Investment Opportunities Set: Evidence from Mexican Firms. *Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation*, 8(3), pp. 35-57.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, LII (2), 737-83.
- Smith, C. W. and R. Watts (1992). The Investment opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics*, 32, pp. 263-92.
- Stiglitz, J.E. (1985). Credit Markets and the Control of Capital. *Journal of Money Credit and Banking*, 17, pp. 133-152.
- Subramanyam K. R. (1996). The Pricing of Discretionary Accruals, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, No. 1, pp. 3-27
- Wang, D. (2006). Founding Family ownership and Earnings Quality. *Journal of Accounting Research*, 44(3), pp. 619-656.
- Xie B., Davison, W. N y DaDalt, P. K. (2003). Earnings Management and Corporate Governance: The Role of the Board and the Audit Committe, *Journal of Corporate Finance*, 9, pp.: 295-316.