

Capacidad informativa de los resultados contables en la empresa familiar

Informativeness of accounting earnings in family firms

CAROLINA BONA SÁNCHEZ

JERÓNIMO PÉREZ ALEMÁN

DOMINGO JAVIER SANTANA MARTÍN

Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

Recibido el 25 de mayo de 2007, aceptado el 16 de julio de 2009

Nº de clasificación JEL: M41, G34

Resumen:

El presente trabajo analiza la relación entre el control familiar y la credibilidad de los resultados contables. Utilizando un panel de datos de empresas españolas cotizadas no financieras para el período 1997-2003, los resultados alcanzados muestran que la credibilidad de la información contable de la empresa familiar es inferior a la de la no familiar. Asimismo, el incremento de los derechos de voto en manos del último propietario familiar incide negativamente en la credibilidad de sus resultados divulgados. Las únicas empresas en las que la naturaleza familiar incide positivamente en la credibilidad de la información contable son aquellas en las que el presidente del consejo de administración no pertenece a la familia controladora.

Abstract:

This work examines the relationship between the family control and informativeness of accounting earnings in listed non-financial Spanish companies between 1997 and 2003. The results reveal a negative relationship between the family nature of the controlling shareholder and the credibility of accounting information. Moreover, as the level of voting rights in the hands of the family ultimate owner increases, the informativeness of earnings decreases. Only in family firms where the CEO is hired, the family nature affects positively on the informativeness of accounting earnings.

Palabras clave:

Empresa familiar, reputación, beneficios privados, capacidad informativa.

Keywords:

Family firm, reputation, private benefits, informativeness.

La dirección de contacto es: Carolina Bona Sánchez, Jerónimo Pérez Alemán, Domingo Javier Santana Martín. Departamento de Economía Financiera y Contabilidad, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Campus Universitario de Tafira, 35017, Las Palmas de Gran Canaria. E-mail: jperez@defc.ulpgc.es

1. INTRODUCCIÓN

A pesar de la importancia del control familiar en las grandes empresas cotizadas de la Europa continental y en España en particular (*e.g.*, La Porta *et al.*, 1999; Faccio y Lang, 2002; Santana y Aguiar, 2006) son escasos los trabajos que analizan la incidencia de dicho control en la divulgación de información contable corporativa. A este respecto, la evidencia existente sobre la incidencia de la familia en el comportamiento corporativo no es concluyente. Así, DeAngelo y DeAngelo (2000) y Gómez *et al.* (2001) reflejan la realización de actividades expropiatorias por parte de la familia controladora. Por su parte, Anderson y Reeb (2003) y Ali *et al.* (2007) revelan cómo las características propias de la empresa familiar inciden de forma positiva sobre el comportamiento corporativo. Esta relación positiva se muestra, de igual forma, en los trabajos que se han centrado en el análisis de la relación entre control familiar y la calidad de la información contable. Así, Wang (2006) y Ali *et al.* (2007) ponen de manifiesto, para una muestra de empresas americanas, una relación positiva entre la propiedad familiar y la calidad de la información contable. No obstante, dichos autores señalan la dificultad de extrapolar sus resultados a entornos caracterizados por la presencia de estructuras de propiedad concentrada, en los que el principal problema de agencia deriva de la posible expropiación de los accionistas minoritarios por parte de los propietarios controladores.

Por ello, en el presente trabajo analizamos la incidencia del control familiar en la credibilidad de la información contable en un entorno de alta concentración de propiedad en el que se produce un desplazamiento del conflicto de agencia clásico (*e.g.*, Jensen y Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983) a la divergencia de intereses entre accionistas controladores y propietarios minoritarios (La Porta *et al.*, 2000). Para cumplir con dicho objetivo utilizamos una muestra de empresas cotizadas españolas durante el período 1997-2003. De esta forma, la realización del trabajo permite extender la escasa evidencia existente sobre la relación entre control familiar y credibilidad de la información contable en un contexto en el que se proporciona una escasa protección por parte del sistema legislativo a los derechos de los accionistas minoritarios (La Porta *et al.*, 1998) y en el que el mercado de control corporativo no ofrece los medios precisos para controlar adecuadamente las acciones directivas. Además, el presente trabajo analiza la concentración de derechos de voto en manos de la familia controladora a través de la metodología de las cadenas de control propuesta por La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000) y Faccio y Lang (2002). En este sentido, la consideración de la propiedad inmediata para analizar cómo se ejerce el control en un entorno institucional en el que se utilizan estructuras de propiedad complejas, como ocurre en el caso de la Europa continental (*e.g.*, La Porta, *et al.*, 1999; Faccio y Lang, 2002), podría conducir a un doble error. De una parte, se podría asignar un nivel de participación a un accionista que no coincida con el que realmente ostenta. Por otra parte, podría identificarse como accionista con capacidad de control a un agente que no se encuentra en la última posición de las relaciones de propiedad. Por ello, la utilización de la metodología descrita adquiere especial relevancia en el presente estudio. Además, como resulta habitual que el control ejercido por los propietarios familiares no se limite únicamente a su participación en la propiedad, al jugar éstos generalmente un papel activo en la dirección (La Porta *et al.*, 1999), este trabajo profundiza en otras dimensiones del control familiar relacionadas con la naturaleza del presidente del consejo de administración de la empresa familiar: fundador, descendiente o contratado.

El resto del trabajo se estructura de la siguiente forma. En el segundo apartado abordamos los planteamientos teóricos que justifican la incidencia del control familiar en la credibilidad de los resultados contables. Posteriormente, en el tercer apartado, se analizan los aspectos metodológicos que configuran el estudio empírico. Los resultados obtenidos se muestran en el cuarto apartado. Por último, exponemos las principales conclusiones alcanzadas.

2. ARGUMENTOS TEÓRICOS

La presencia de estructuras de propiedad concentrada no limita la importancia de los costes de agencia, si bien este contexto desplaza el conflicto derivado de las relaciones contractuales que se definen en el marco corporativo. De esta forma, los conflictos de agencia se trasladan de la divergencia entre accionistas minoritarios y directivos, propio de las estructuras de propiedad difusa (e.g., Jensen y Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama y Jensen, 1983), a la divergencia de intereses entre accionistas controladores y propietarios minoritarios (La Porta *et al.*, 2000). En este sentido, Galve y Salas (1995) argumentan que la naturaleza de los accionistas controladores incide en el comportamiento corporativo, tanto a través de los diferentes objetivos que éstos pueden perseguir, como mediante los costes de agencia derivados de los contratos que buscan mantener la cohesión entre dichos accionistas controladores y los propietarios minoritarios. En esta línea, Thomsen y Pedersen (2000) señalan que la identidad de los accionistas controladores podría afectar a los objetivos organizativos y a la manera en la que se ejerce el control en la empresa. De este modo, la presencia significativa de grupos familiares como principales accionistas de las grandes empresas cotizadas en los países de la Europa Continental (e.g., La Porta *et al.*, 1999; Faccio y Lang, 2002) nos lleva a analizar la posible incidencia de la naturaleza familiar en la credibilidad de la información contable.

La literatura precedente ha considerado dos argumentos contrapuestos para analizar la incidencia del control familiar en el comportamiento corporativo. Así, un primer argumento pone de relieve los efectos negativos del control familiar sobre el comportamiento corporativo (efecto atrincheramiento). De este modo, la familia controladora podría tener incentivos a la obtención de beneficios privados a costa de los accionistas minoritarios (e.g., Morck *et al.*, 1988; Fan y Wong, 2002), principalmente cuando existe un entorno legal débil en la protección de los pequeños accionistas (Bebchuk, 1999), como ocurre, precisamente, en el caso español. Esta tendencia a la obtención de beneficios privados podría agravarse en el caso de las empresas familiares, ya que tales beneficios tienden a concentrarse en manos de la familia controladora, mientras que en el caso de empresas con accionistas significativos no familiares (i.e: institucional) se diluyen posteriormente entre una multitud de propietarios (Villalonga y Amit, 2006). En esta línea, DeAngelo y DeAngelo (2000) ponen de relieve las actitudes expropiatorias llevadas a cabo por la familia controladora de una empresa norteamericana. Por su parte, Gómez *et al.* (2001) analizan el papel que juegan los lazos familiares en los contratos de agencia. Estos autores constatan que en las empresas familiares se produce el atrincheramiento del presidente del consejo de administración cuando mantiene algún tipo de lazo familiar con los accionistas mayoritarios.

Un segundo argumento que podría explicar la relación entre control familiar y comportamiento corporativo es el efecto alineamiento, que predice una relación positiva entre ambas variables. En este sentido, Anderson *et al.* (2003) argumentan que las familias son

diferentes a otros accionistas significativos en al menos dos aspectos: la preocupación por la supervivencia de la empresa a largo plazo¹ y la importancia de la reputación familiar². De esta forma, el interés por la continuidad viene determinado por la inversión no diversificada de la riqueza familiar en la empresa. Este hecho implica que ésta última sea concebida como un activo que se ha de transmitir a los descendientes y no como una riqueza que se ha de consumir durante la vida de los fundadores. Es por ello, que la reputación adquiere una especial trascendencia para este tipo de accionistas, por cuanto aumenta la posibilidad de una permanencia prolongada de la familia en la empresa. De esta forma, como afirman estos autores, la combinación en las empresas familiares de una cartera de inversiones no diversificada, el deseo de ceder la empresa a la siguiente generación y la preocupación por la reputación de la familia sugiere que los accionistas familiares, en comparación con otro tipo de propietarios, sean más propensos a adoptar decisiones maximizadoras de riqueza. En esta misma línea, Haw *et al.* (2004) argumentan que la preocupación por la reputación y el temor por las sanciones sociales tienden a limitar los incentivos a la expropiación. De este modo, esta preocupación por la reputación podría constituir un mecanismo de protección de los intereses de los accionistas minoritarios especialmente en entornos en los que se proporciona escasa protección a sus derechos (La Porta *et al.*, 2000), mitigando así los incentivos de la familia controladora a la obtención de beneficios privados.

En línea con Fan y Wong (2002) cuando un accionista controla de modo efectivo una empresa también controla el proceso de elaboración y divulgación de información contable. No obstante, de acuerdo con lo indicado en párrafos precedentes, la incidencia del control familiar sobre la credibilidad de la información contable puede ser negativa (atrincheramiento) o positiva (alineamiento). En este sentido, Wang (2006) y Ali *et al.* (2007) ponen de manifiesto, para una muestra de empresas americanas, una relación positiva entre la propiedad familiar y la credibilidad de la información contable. No obstante, dichos autores señalan la dificultad de trasladar sus resultados a entornos en los que el principal problema de agencia deriva de la posible expropiación de los accionistas minoritarios por parte de los propietarios controladores. Por todo ello enunciarnos la siguiente hipótesis:

H. El control familiar incidirá en la credibilidad informativa de los resultados contables.

H.a. El control familiar incidirá de forma negativa (efecto atrincheramiento) en la credibilidad de los resultados contables.

H.b. El control familiar incidirá de forma positiva (efecto alineamiento) en la credibilidad de los resultados contables.

3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

Muestra

La determinación de la muestra parte de las 111 empresas no financieras que cotizaban en el mercado español a finales de 2003, de las cuales se eliminaron seis empresas no domi-

¹ Véase, a este respecto, James (1999).

² Véase a este respecto, Chrisman *et al.*, 2005.

ciliadas en España y una sociedad que se encontraba suspendida de cotización al hallarse en proceso de liquidación. Seguidamente, no se consideraron dos empresas por no contar con al menos 3 observaciones en el periodo 1997-2003, quedando la muestra final integrada por 102 empresas, para las cuales se ha determinado la cadena de control para los siete años que abarca el período objeto de estudio y se han obtenido los precios de cotización de sus acciones a partir de las series históricas de cotización proporcionadas por la Sociedad de Bolsas.

Definición de empresa familiar

En el presente trabajo, consideramos una empresa familiar a aquella en la que el último propietario es un grupo familiar o individuo, estando además su propiedad representada en el consejo de administración. Para la mejor comprensión de la definición, explicamos a continuación qué se entiende por último propietario, justificando seguidamente su utilización.

Siguiendo la metodología de determinación de las cadenas de control propuesta por La Porta et al. (1999), Claessens et al. (2000) y Faccio y Lang (2002), consideramos que en una empresa existe un último propietario cuando el mayor accionista posee directa o indirectamente un porcentaje de derechos de voto igual o superior a un nivel establecido, que para estos autores es el 10% o el 20%. En nuestro trabajo el nivel de control mínimo para considerar al principal accionista como último propietario es el 10% de los derechos de voto. A este respecto, La Porta et al. (1999) argumentan dos razones que justifican la utilización de este porcentaje. En primer término, se trata de un nivel de derechos de voto significativo, y en segundo lugar, en la mayoría de los países las empresas tienen la obligación legal de ofrecer información al mercado respecto de la identidad de los accionistas cuando estos poseen un 10% (o más) de los derechos de voto. La Porta et al. (1999), Claessens et al. (2000) y Faccio y Lang (2002) consideran que cuando este último propietario es un individuo o una familia, la empresa es de naturaleza familiar. Esta definición de empresa familiar tiene como ventaja el hecho de que las decisiones puedan ser atribuidas a la familia controladora. En esta línea, Hutton (2007) señala que la definición utilizada por Ali *et al.* (2007), según la cual se considera una empresa familiar «a toda firma cuyo fundador o descendiente ocupe un puesto en la alta dirección, forme parte del Consejo de Administración, o sea un importante accionista de la misma», es bastante discutible, por cuanto en tales casos puede atribuirse la condición de familiar a una empresa en la que un descendiente ocupe un puesto en la alta dirección pero sin ostentar participación en el capital, por lo que no controla las decisiones corporativas. El mismo problema puede ser atribuido, por las mismas razones, a la definición de empresa familiar de Wang (2006), quien considera familiar³ a toda empresa en la que «algún miembro de la familia fundadora esté en el Consejo de Administración u ocupe un cargo en la alta dirección de la empresa». Por ello, y con el fin de asegurar que el control efectivo de las decisiones recaerá en la familia, a la definición de La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000) y Faccio y Lang (2002) hemos añadido, además, el requisito de que la propiedad de la familia esté representada en el consejo de administración.

³ Para una revisión sobre las definiciones de empresa familiar en la literatura, puede consultarse el trabajo de Cabrera y García (1999), donde se realiza un análisis de las dimensiones del concepto de empresa familiar.

Con el objetivo de determinar el control familiar sobre la base de la metodología de las cadenas de control expuesta, se ha partido de la información sobre participaciones significativas ofrecida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), de la que obtuvimos las participaciones directas e indirectas de aquellos accionistas con un porcentaje de acciones superior al 5 por ciento, así como de la propiedad en manos de los consejeros, independientemente del montante de la misma. Además, se ha completado dicha fuente con la base de datos Informa, que ofrece información sobre la propiedad y el consejo de administración de sociedades españolas cotizadas y no cotizadas, datos necesarios para completar en su totalidad la cadena de control de una empresa. Con el fin de determinar la representación del control de un individuo o familia en el consejo de administración, se ha analizado la composición de dicho órgano de gobierno a partir de las memorias de las empresas. En aquellos casos en los que encontraron sociedades no residentes en España como accionistas de empresas españolas, se completó sus estructuras de propiedad a través de las memorias obtenidas en las páginas *web* de dichas sociedades, consultando mediante correo electrónico las dudas que surgieron para dibujar su cadena de control.

Medida de la credibilidad de la información contable

Siguiendo la literatura previa (*e.g.*, Teo y Wong, 1993; Imhoff y Lobo, 1992; Warfield *et al.*, 1995; Subramanyan y Wild, 1996; Fan y Wong, 2002; Gul y Wah, 2002; Yeo *et al.*, 2002; Francis *et al.*, 2005; Santana *et al.*, 2007), la capacidad informativa de los resultados contables parte de la relación básica entre rentabilidad y resultados mostrada en la ecuación Ec.1.

$$RAC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 RE_{it} + \mu_i \quad \text{Ec.1}$$

Donde RAC_{it} es la rentabilidad acumulada de las acciones ajustada por la evolución del mercado de la empresa i en el año t ; esta variable es calculada de manera continua con los precios 12 meses antes del último día para la presentación de las cuentas anuales según la normativa bursátil⁴. RE_{it} representa el resultado de la empresa antes de intereses, extraordinarios e impuestos, deflactado por el valor de mercado de las acciones al principio del año.

De esta manera, el coeficiente β_1 de la ecuación Ec.1 recogería la incidencia de los resultados contables divulgados sobre la rentabilidad anormal de la empresa, por lo que puede ser utilizado como *proxy* de la credibilidad que el mercado otorga a dicha cuantía. Partiendo de tal relación básica, y en línea con los estudios citados, la incidencia de otras variables adicionales sobre la credibilidad de los resultados contables es considerada en el modelo interactuándolas con la variable relativa a los resultados (RE_{it}), tal como se muestra en la ecuación Ec.2.

$$RAC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 RE_{it} + \beta_2 RE_{it} TAM_i + \beta_3 RE_{it} Q_i + \beta_4 RE_{it} END_i + \beta_5 RE_{it} CFAM_i + \mu_i \quad \text{Ec.2}$$

⁴ Para las empresas cotizadas, el último día para la presentación de las cuentas anuales es el 31 de marzo. En aquellas empresas en las que el año fiscal no coincide con el final de año natural se calcularon las rentabilidades teniendo en cuenta la fecha de cierre del ejercicio contable.

En la Ec.2 la variable de interés es el control familiar ($CFAM_t$), la cual será medida de dos formas distintas. En primer término, como variable continua ($PFAM_t$), representando el porcentaje de derechos de voto en manos de la familia, cuando ésta es el último propietario de la empresa con representación en el consejo de administración. En segundo término, como variable dicotómica (en cuyo caso se denominará FAM_t) que toma el valor 1 cuando el último propietario de la empresa es un grupo familiar o individuo, con representación en el consejo de administración, y cero en otro caso. Asimismo, en línea con la literatura precedente, se han considerado las siguientes variables de control, por su posible incidencia en la capacidad informativa de los resultados contables. Con el fin de considerar el efecto de las oportunidades de crecimiento en el análisis de la relación resultados-rentabilidad se ha incluido en el modelo la variable Q_t , que mide la relación existente entre el valor de mercado de las acciones y el valor contable de los activos al principio del año t . En este sentido, Collins y Kothari (1989) encuentran que las oportunidades de crecimiento están positivamente asociadas con la capacidad informativa de los resultados contables. Por otro lado, se incorpora en el análisis el nivel de endeudamiento END_t , medido a través de la relación entre el valor contable de la deuda y el total de activos al principio del año t , con el objetivo de recoger el riesgo derivado de la utilización de recursos ajenos, de forma que se espera una relación inversa entre el nivel de endeudamiento y la capacidad informativa de los resultados (Dhaliwal *et al.*, 1991). Por último, se incluye la dimensión de la empresa TAM_t , medida a través del logaritmo de las ventas, al objeto de considerar otros factores no recogidos en el modelo y que pudiesen afectar a la relación resultados-rentabilidad.

4. RESULTADOS

4.1. Análisis descriptivo

Los estadísticos descriptivos y la matriz de correlaciones de las variables consideradas, así como la ponderación del control familiar en las empresas cotizadas españolas en el periodo comprendido entre 1997 y 2003 se muestran en la tabla 1. En el panel A de dicha tabla se observa que la variable RAC tiene un valor medio de 0.01 y la medida representativa de los resultados contables (RE) posee un valor medio de 0.110. El panel B, que recoge la matriz de correlaciones, no muestra valores elevados entre las variables explicativas, hecho que nos permite suponer que sea improbable la presencia de problemas de multicolinealidad en la especificación de los modelos de regresión. Finalmente, en el panel C se puede observar como en el año 2003 el 51.92 por ciento de las empresas cotizadas analizadas están controladas por grupos familiares, observándose una tendencia creciente de dicha ponderación a lo largo del periodo objeto de estudio. De esta forma, los resultados obtenidos en relación con la relevancia de la naturaleza familiar de los accionistas controladores de las grandes empresas cotizadas en la capacidad informativa de los resultados contables se encuentran en consonancia con los planteamientos teóricos recogidos en los trabajos de Bebchuck (1999) y Burkart *et al.* (2003), así como con los resultados empíricos de los estudios de La Porta *et al.* (1999) y Faccio y Lang (2002).

Tabla 1

Estadísticos descriptivos y matriz de correlación

Panel A. Estadísticos descriptivos						
	RAC	RE	PFAM	TAM	END	Q
Media	0.01	0.110	20.97	12.86	0.65	1.30
Mediana	0.03	0.104	6.05	12.68	0.57	1.13
Desviación	0.39	0.115	25.22	1.87	0.56	0.56
Mínimo	-2.06	-0.33	0.00	3.61	0.03	0.47
Máximo	1.38	0.82	94.42	17.60	8.26	3.41

Panel B. Matriz de correlaciones							
	RAC	RN	FAM	PFAM	TAM	END	Q
RAC	1.00						
RE	0.32	1.00					
FAM	-0.02	-0.05	1.00				
PFAM	-0.00	-0.10	0.83	1.00			
TAM	0.11	0.11	-0.26	-0.15	1.00		
END	0.02	0.08	0.06	0.12	0.08	1.00	
Q	0.02	-0.01	-0.04	-0.05	0.02	-0.02	1.00

Panel C. Distribución en porcentaje de la naturaleza familiar de los accionistas controladores							
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Empresa familiar	46.88	50.00	48.86	48.94	50.00	52.94	51.92
Empresa no familiar	53.13	50.00	51.14	51.06	50.00	47.06	48.08

Definición de variables:

RAC_t , rentabilidad acumulada ajustada por el mercado de la empresa i en el año t . La rentabilidad de las acciones es calculada de manera continua con los precios de doce meses, comenzando nueve meses antes del final del año fiscal y finalizando tres meses después de finalizar el año fiscal. RE_t , el resultado antes de intereses, extraordinarios e impuestos de la empresa i en el año t dividido por el valor de mercado de las acciones al principio del año t . $PFAM_t$: porcentaje de derechos de voto en manos de un grupo familiar o individuo, con representación en el consejo de administración. FAM_t es una variable dicotómica que adopta un valor de 1 cuando el último propietario es un grupo familiar o un individuo, con representación en el consejo de administración, y 0 en otro caso. Q_t , relación entre el valor de mercado de las acciones y el valor contable de los activos al principio del año t . END_t , relación entre el valor contable de la deuda y el total de activos al principio del año t . TAM_t , logaritmo de las ventas de la empresa en el año t .

La muestra está constituida por 102 empresas no financieras cotizadas españolas entre 1997 y 2003.

Definición de empresa familiar:

Una empresa es definida como familiar cuando tiene un último propietario, es decir, cuando el mayor accionista posee un nivel de derechos de voto igual o mayor al 10 por ciento. Además, dicho último propietario debe estar representado en el consejo de administración.

4.2. Análisis de resultados

Considerando que con la especificación tipo *pooled* no es posible capturar la incidencia de las características específicas de la empresa, lo cual podría originar la obtención de coeficien-

tes sesgados, en primer término testamos si en la muestra tales efectos individuales son significativos. Para ello, inicialmente hemos procedido a la estimación del modelo por efectos fijos, consistente en la incorporación de un conjunto de variables dicotómicas que permita recoger los aspectos individuales de las empresas, pero el test F de significación de las variables dicotómicas desaconseja su inclusión. Seguidamente se realizó el test de Breusch y Pagan, con fin de detectar si desde un punto de vista econométrico, podía afirmarse la existencia de efectos individuales que varían con la perturbación. En este caso, los resultados del test apuntan hacia la consideración de tales efectos individuales, por lo que los resultados correspondientes a los modelos de regresión de la tabla 2 se corresponden con estimaciones por efectos aleatorios (mínimos cuadrados generalizados). Los estadísticos de significación están basados en errores estándar robustos *clusterizados* por empresa. Más concretamente, la matriz de varianzas-covarianzas estimada se corresponde con la modificación propuesta por Huber-White. Esta matriz es robusta a la heterocedasticidad y a la correlación de los residuos para cada empresa, ya que cuando los residuos de una empresa están correlacionados a lo largo de los años, los errores estándar robustos *clusterizados* por empresa son insesgados (Petersen, 2006).

Los modelos 1 y 2 de la tabla 2 recogen la incidencia del control familiar sobre la credibilidad de la información contable divulgada por las empresas. Los resultados correspondientes al modelo 1, donde se considera el control familiar como variable continua (*PFAM*) muestran que a medida que aumenta el porcentaje de derechos de voto en manos del último propietario familiar, se produce una reducción en la credibilidad de los resultados contables. Asimismo, los resultados del modelo 2, donde el control familiar es medido mediante la variable dicotómica *FAM*, permiten concluir que el mercado otorga una menor credibilidad a los resultados divulgados por la empresa familiar, en comparación con las no familiares.

Al objeto de profundizar en el estudio de la incidencia del control familiar en la credibilidad de la información contable suministrada, ampliamos el análisis clasificando las empresas familiares en tres grupos, en función del carácter del presidente del consejo de administración (CEO). De esta manera, incorporamos las siguientes variables: *CEOFUN*, variable dicotómica que es igual a 1 si el CEO es el fundador de la empresa y 0 en otro caso; *CEODES*, variable dicotómica que es igual a 1 si el CEO es un descendiente familiar y 0 en otro caso; y *CEOCON*, variable dicotómica que es igual a 1 si el presidente del consejo de administración no es un miembro de la familia y 0 en otro caso. Al igual que el resto de variables, éstas han sido calculadas para cada empresa y año, por lo que incorporan las posibles variaciones que se hayan producido en cada empresa a lo largo del período objeto de estudio. Los resultados correspondientes a las regresiones que incorporan el carácter del CEO se corresponden con los modelos 3, 4 y 5 de la tabla 2. En ellos se aprecia que cuando el CEO es el fundador de la empresa (modelo 3) o un descendiente de la familia (modelo 4), el mercado otorga una menor credibilidad a la información contable divulgada por la empresa. Sin embargo, las empresas familiares en las que el CEO no es un miembro de la familia controladora (modelo 5) divulgan una información contable a la que se atribuye mayor credibilidad. Por tanto, los resultados se muestran consistentes con la hipótesis *H_a* que predice una relación negativa (efecto atrincheramiento) entre el control familiar y la credibilidad de la información contable.

En relación con las variables de control, los resultados de las regresiones muestran un efecto negativo y estadísticamente significativo del nivel de endeudamiento en la capacidad informativa de los resultados contables, lo cual está en consonancia con el signo esperado, mientras que el tamaño de las empresas no afecta de manera estadísticamente

significativa a la credibilidad de la información contable divulgada por las empresas cotizadas. Por su parte, la presencia de oportunidades de crecimiento, cuando es estadísticamente significativo (modelo 2), presenta el signo esperado.

Tabla 2
Credibilidad de la información contable en la empresa familiar

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
<i>RE</i>	0.31 (0.4)	0.23 (0.3)	0.60 (0.9)	0.74 (1.1)	0.24 (0.4)
<i>RExTAM</i>	0.063 (1.4)	0.060 (1.3)	0.062 (1.3)	0.11** (2.1)	0.13*** (2.6)
<i>RExQ</i>	0.71 (1.6)	0.79* (1.8)	0.11** (2.2)	0.11** (2.1)	0.11** (2.1)
<i>RExEND</i>	-0.51*** (-4.2)	-0.50*** (-4.4)	-0.43*** (-3.8)	-1.07*** (-2.8)	-1.14*** (-2.8)
<i>RExPFAM</i>	-0.0090*** (-2.8)				
<i>RExFAM</i>		-0.40* (-1.9)			
<i>RExCEOFUN</i>			-0.53* (-1.7)		
<i>RExCEODES</i>				-0.65** (-2.1)	
<i>RExCEOCON</i>					0.57* (1.8)
<i>Constante</i>	-0.14*** (-4.3)	-0.13*** (-4.3)	-0.11*** (-3.8)	-0.14*** (-4.1)	-0.13*** (-3.5)
<i>R-cuadrado (global)</i>	0.14	0.14	0.14	0.17	0.16
<i>Chi-cuadrado</i>	81.92***	72.92***	58.04***	67.41***	47.66***

Definición de variables:

RAC_t, rentabilidad acumulada ajustada por el mercado de la empresa *i* en el año *t*. La rentabilidad de las acciones es calculada de manera continua con los precios de doce meses, comenzando nueve meses antes del final del año fiscal y finalizando tres meses después de finalizar el año fiscal. *RE_t*, el resultado antes de intereses, extraordinarios e impuestos de la empresa *i* en el año *t* dividido por el valor de mercado de las acciones al principio del año *t*. *PFAM_t*, porcentaje de derechos de voto en manos de un grupo familiar o individuo, con representación en el consejo de administración. *FAM_t* es una variable dicotómica que adopta un valor de 1 cuando el último propietario es un grupo familiar o un individuo, con representación en el consejo de administración, y 0 en otro caso. *CEOFUN*, variable dicotómica que es igual a 1 si el CEO es el fundador de la empresa y 0 en otro caso; *CEODES*, variable dicotómica que es igual a 1 si el CEO es un descendiente familiar y 0 en otro caso; y *CEOCON*, variable dicotómica que es igual a 1 si el presidente del consejo de administración no es un miembro de la familia y 0 en otro caso. *Q_t*, relación entre el valor de mercado de las acciones y el valor contable de los activos al principio del año *t*. *END_t*, relación entre el valor contable de la deuda y el total de activos al principio del año *t*. *TAM_t*, logaritmo de las ventas de la empresa en el año *t*.

La muestra está constituida por 102 empresas no financieras cotizadas españolas entre 1997 y 2003.

***, **, *: Estadísticamente significativo al 1,5 y 10 por ciento, respectivamente.

Estadísticos z robustos entre paréntesis.

Análisis de robustez

La robustez de los resultados ha sido testada realizando dos tipos de análisis complementarios. En primer término, se han realizado las regresiones de los modelos especificados atendiendo únicamente a las empresas en las que existe un último propietario. Los resultados alcanzados se muestran en la tabla 3, en la que se puede observar que, con la única excepción del modelo 10, las estimaciones no varían en relación a las obtenidas anteriormente. Asimismo, como medida alternativa del resultado se ha utilizado el resultado neto del ejercicio. Tras realizar las regresiones utilizando esta variable alternativa, se ha constatado que los datos correspondientes a las variables objeto de estudio no han sufrido variaciones significativas con respecto a los modelos inicialmente propuestos⁵.

Tabla 3

Credibilidad de la información contable en la empresa familiar (PROP>10%)

	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8	Modelo 9	Modelo 10
<i>RE</i>	1.74 (1.1)	2.38 (1.4)	0.27 (0.3)	0.20 (0.3)	-0.32 (-0.5)
<i>RExTAM</i>	0.060 (0.7)	-0.011 (-0.1)	0.087 (1.6)	0.15*** (2.8)	0.17*** (3.2)
<i>RExQ</i>	-0.40 (-0.6)	-0.074 (-0.1)	0.100** (2.2)	0.099** (2.2)	0.10** (2.1)
<i>RExEND</i>	-0.64*** (-3.3)	-0.62*** (-3.6)	-0.41*** (-4.1)	-1.07** (-2.5)	-1.14** (-2.5)
<i>RExPROPFAM</i>	-0.016*** (-4.1)				
<i>RExFAM</i>		-0.82*** (-2.7)			
<i>RExCEOFUN</i>			-0.54* (-1.7)		
<i>RExCEODES</i>				-0.65** (-2.0)	
<i>RExCEOCON</i>					0.56 (1.6)
<i>Constante</i>	-0.049** (-2.4)	-0.046** (-2.3)	-0.096*** (-2.9)	-0.13*** (-3.2)	-0.12*** (-2.7)
<i>R-cuadrado (global)</i>	0.13	0.12	0.12	0.15	0.14
<i>Chi-cuadrado</i>	61.13***	54.73***	47.64***	49.50***	36.55***

Definición de variables:

RAC_i , rentabilidad acumulada ajustada por el mercado de la empresa i en el año t . La rentabilidad de las acciones es calculada de manera continua con los precios de doce meses, comenzando nueve meses antes del final del año

⁵ Resultados disponibles previa petición a los autores.

fiscal y finalizando tres meses después de finalizar el año fiscal. RE_t , el resultado antes de intereses, extraordinarios e impuestos de la empresa i en el año t dividido por el valor de mercado de las acciones al principio del año t . $PFAM_i$: porcentaje de derechos de voto en manos de un grupo familiar o individuo, con representación en el consejo de administración. FAM_i es una variable dicotómica que adopta un valor de 1 cuando el último propietario es un grupo familiar o un individuo, con representación en el consejo de administración, y 0 en otro caso. $CEOFUN$, variable dicotómica que es igual a 1 si el CEO es el fundador de la empresa y 0 en otro caso; $CEODES$, variable dicotómica que es igual a 1 si el CEO es un descendiente familiar y 0 en otro caso; y $CEOCON$, variable dicotómica que es igual a 1 si el presidente del consejo de administración no es un miembro de la familia y 0 en otro caso. Q_i , relación entre el valor de mercado de las acciones y el valor contable de los activos al principio del año t . END_i , relación entre el valor contable de la deuda y el total de activos al principio del año t . TAM_i , logaritmo de las ventas de la empresa en el año t .

La muestra está constituida por 102 empresas no financieras cotizadas españolas entre 1997 y 2003.

***, **, *. Estadísticamente significativo al 1,5 y 10 por ciento, respectivamente.

Estadísticos z robustos entre paréntesis.

5. CONCLUSIONES

Este trabajo, centrado en las empresas cotizadas españolas, se aborda desde un contexto institucional propio de un país de ley civil, en el que los intereses de los inversores externos se encuentran escasamente defendidos por el sistema legal, y en el que la imagen de propiedad viene caracterizada por diversos aspectos, como son la presencia de una elevada concentración de los derechos de voto en manos de unos pocos accionistas y la presencia destacada de grupos familiares en el control de las empresas cotizadas.

Los resultados alcanzados muestran una incidencia negativa del control familiar sobre la credibilidad de los resultados contables, en la línea con la presencia de un efecto atrincheramiento por parte de la familia controladora. De esta forma, los resultados difieren de los alcanzados por Wang (2006) y Ali *et. al.* (2007), debido a la mayor propensión a la obtención de beneficios privados favorecida por el entorno institucional español. Las conclusiones alcanzadas adquieren especial relevancia en el contexto actual de preocupación por la aplicación generalizada de los códigos de buen gobierno y de transición de la norma contable hacia los preceptos de la *International Accounting Standard Board* (IASB), por cuanto permiten que el legislador conozca cómo esta medida de calidad viene condicionada por la presencia de un control familiar activo.

6. REFERENCIAS

- ALI, A., CHEN T.Y, Y RADHAKRISHNAN, S. (2007): «Corporate disclosures by family firms», *Journal of Accounting and Economics*, Vol 44, p. 238-286.
- ANDERSON, R. Y REEB, D.M. (2003): «Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500», *The Journal of Finance*, Vol 58, No 3, pp. 1301-1328.
- BEBCHUK, L.A. (1999): «A rent-protection theory of corporate ownership and control. National Bureau of Economic Research», *Working Paper*, 7203.
- BURKART, M.; PANUNZI, F. Y SHLEIFER, A. (2003): «Family firms», *The Journal of Finance*, Vol. 58, pp. 2167-2201.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S. Y LANG, L. (2000): «The separation of ownership and control in East Asian corporations», *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, pp. 81-112.

- COLLINS, D.W. Y KOTHARI, S.P. (1989): «An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11, pp. 143-181.
- CHRISMAN, J.; CHUA, J. Y SHARMA, P. (2005) «Trends and directions in the development of a strategic management theory of the family firm», *Entrepreneurship Theory and Practice*, september, 555-575.
- DHALIWAL, D; LEE, K. Y FARGHER, N. (1991): «The association between unexpected earnings and abnormal security returns in the presence of financial leverage», *Contemporary Accounting Research* 8, pp. 20-41.
- DEANGELO, H. Y DEANGELO, L. (2000): «Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate layout policy: a study of the Times Mirror Company», *Journal of Financial and Economics*, 56, pp. 153-207.
- FACCIO, L Y LANG, L. (2002): «The ultimate ownership of Western European corporations», *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, pp. 365-395.
- FAMA, E.F. (1980): «Agency problems and the theory of the firm», *Journal of Political Economy*, Vol. 88, pp. 288-307.
- FAMA, E.F. Y JENSEN, M.C. (1983): «Separation of ownership and control», *Journal of Law & Economic*, Vol. 26, pp. 301-325.
- FAN, J.P.H Y WONG T.J. (2002): «Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, pp. 401-425.
- FRANCIS, J.; SCHIPPER, K. Y VINCENT, L. (2005): «Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights», *Journal of Financial and Economics*, No 39, pp. 329-360.
- GALVE GÓRRIZ, C. Y SALAS FUMÁS, V. (1995): «Propiedad y eficiencia de la empresa: teoría y evidencias empíricas». *Información Comercial Española*, Abril, núm. 740, pp. 119-129.
- GÓMEZ MEJÍA, L.R.; NÚÑEZ NICKEL Y GUTIÉRREZ, I. (2001): «The Role of Family Ties in Agency Contracts», *Academy of Management Journal*, Vol. 44, No 1, pp. 81-95.
- GUL, F.A. Y WAH, L.K. (2002): «Insider entrenchment, board leadership structure and informativeness of earnings», <http://ssrn.com/abstract=304399>.
- HAW, I.; HU, B., HWANG, L. Y WU, W. (2004): «Ultimate Ownership, Income Management, y Legal y Extra-Legal Institutions», *Journal of Accounting Research*, No 42, pp. 423-462.
- HUTTON, A.P (2007): «A discussion of «Corporate disclosure of family firms», *Journal of Accounting and Economics*, Vol 44, p. 287-297.
- IMHOFF, E.A. Y LOBO, G.J. (1992): «The effect of ex ante earnings uncertainty on earnings response coefficients», *The Accounting Review*, Vol. 67, pp. 427-439.
- JAMES, H. (1999): «Ownership manager, extended horizons and the family firm», *International Journal of the Economics of Business*, 6, p. 41-56.
- JENSEN, M.C. Y MECKLING, W.H. (1976): «Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure», *Journal of Financial Economic*, Vol. 3, pp. 305-360.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Y VISHNY, R. (1998): «Law and Finance» *Journal of Political Economy*, 106, pp. 1113-1155.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F. Y SHLEIFER, A. (1999): «Corporate ownership around the world», *The Journal of Finance*. Vol. 54, pp. 471-517.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Y VISHNY, R. (2000): «Investor protection and corporate governance», *Journal of Financial Economics*, Vol 58, No 1-2, pp.3-27.
- MORCK, R; SHLEIFER, A, Y VISHNY, W. (1988): «Management ownership and market valuation: an empirical analysis», *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 292-315.
- PETERSEN, M.A. (2006) «Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches», Kellogg Finance Department *Working Paper* No. 329.

- SANTANA MARTIN, D.J. Y AGUIAR DÍAZ, I. (2006): «El último propietario de las empresas cotizadas españolas.1996-2002», *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 26, pp. 47-72.
- SANTANA MARTÍN, D.J., BONA SÁNCHEZ, C. Y PÉREZ ALEMÁN, J. (2007): «Estructura de propiedad y capacidad informativa de los resultados contables», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 133, pp. 55-72.
- SUBRAMANYAM, K.R. Y WILD, J.J. (1996): «Going-Concern status, earnings persistence, and informativeness of earnings», *Contemporary Accounting Research*, Vol. 13, pp. 251-273.
- TEO, S.H. Y WONG, T.J. (1993): «Perceived auditor quality and the earnings response coefficients», *The Accounting Review*, Vol. 68, pp. 346-367.
- THOMSEN, S. Y PEDERSEN, T. (2000): «Ownership structure and economic performance in the largest European companies», *Strategic Management Journal*, Vol. 21, pp. 689-705.
- VILLALONGA, B. Y AMIT, R. (2006): «How do family ownership, control and management affect firm value? », *Journal of Financial Economics*, vol.80, pp. 385-417.
- WANG, D. (2006): «Founding family ownership and earnings quality», *Journal of Accounting and Research*. Vol 44, p. 619-655.
- WARFIELD, T. D.; WILD, J.J. Y WILD, K.L. (1995): «Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings», *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 20, pp. 61-91.
- YEO, G.H.H.; TAN, P.M.S.; HO, K.W. Y CHEN, S.S. (2002): «Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Earnings», *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 29, pp. 1023-1046.