

## Influencia del conflicto de agencia en el desempeño financiero: la experiencia de un país emergente

Gabriela Duque-Espinoza<sup>1</sup>, Juan Carlos Aguirre-Quezada<sup>2</sup>, Fernando Córdova-León<sup>3</sup>

### **PALABRAS CLAVE**

administración independiente,  
administración propietaria,  
conflicto de agencia, desempeño  
financiero, razones financieras

### **CLASIFICACIÓN JEL**

D82, M12, L25

### **RECIBIDO**

17/01/2022

### **APROBADO**

18/08/2022

### **PUBLICADO**

15/12/2023

### **SECCIÓN**

Finanzas

Esta obra se publica bajo una licencia Creative  
Commons Atribución-No\_Comercial-  
Sin\_Derivadas 4.0 Internacional (CC BY-NC-ND  
4.0)

**Resumen:** Separar la administración y la propiedad es una problemática que toda empresa enfrenta, en especial durante sus etapas iniciales de crecimiento. Las alternativas de administración independiente o propietaria representan riesgos y beneficios, sobre todo cuando los intereses del agente y la organización se contraponen, situación conocida como “conflicto de agencia”. El estudio tiene como objetivo determinar la influencia del conflicto de agencia en el desempeño financiero. Para esto, se estudia a las empresas ecuatorianas del sector textil, durante el período 2014-2018. Mediante análisis descriptivo y comparativo se establecen las principales características de la gestión financiera de las empresas con administración independiente y administración propietaria. Se estima un modelo de regresión que analiza el efecto del conflicto de agencia en el desempeño empresarial. Los hallazgos indican que el conflicto de agencia tiene un impacto negativo sobre el desempeño organizacional; sin embargo, esta relación varía según el tamaño de las firmas. De esta manera, a mayor tamaño, el conflicto de agencia tiene un efecto positivo sobre el desempeño empresarial; además, la liquidez, el endeudamiento, la presencia del conflicto de agencia y su interacción con el tamaño empresarial son predictores del desempeño financiero.

Citación sugerida: Duque-Espinoza, G., Aguirre-Quezada, J., & Córdova-León, F. (2024). Influencia del conflicto de agencia en el desempeño financiero: la experiencia de un país emergente. *Innovar*, 34(93), e99630. <https://doi.org/10.15446/innovar.v34n93.99630>

## THE INFLUENCE OF AGENCY CONFLICT ON FINANCIAL PERFORMANCE: THE CASE OF AN EMERGING COUNTRY

**Abstract:** The separation of management and ownership is a challenge faced by many companies, especially during their initial stages of growth. The alternatives of independent or owner management pose risks and benefits, particularly when the interests of the agent and the organization are at odds, a situation known as “agency conflict.” Within this context, the present study aims to determine the influence of agency conflict on the financial performance of Ecuadorian companies in the textile sector during the period 2014-2018. Through descriptive and comparative analysis, we establish the main characteristics of the financial management of independently managed companies and those under an owner-management approach. A regression model is estimated in order to analyze the effect of agency conflict on business performance. Findings indicate that agency conflict has a negative impact on organizational performance. However, this relationship varies according to firm size. Hence, larger firms experience a positive effect of agency conflict

<sup>1</sup> Ph. D. (c) en Contabilidad y Finanzas Corporativas; Profesora, Universidad del Azuay; Cuenca, Ecuador; Rol de la autora: intelectual; [gduque@uazuay.edu.ec](mailto:gduque@uazuay.edu.ec); <http://orcid.org/0000-0003-3783-1791>

<sup>2</sup> Ph. D. en Ciencias Jurídicas y Económicas; Profesor, Universidad del Azuay; Cuenca, Ecuador; Rol del autor: intelectual; [jcaguirre@uazuay.edu.ec](mailto:jcaguirre@uazuay.edu.ec); <http://orcid.org/0000-0002-8953-8151>

<sup>3</sup> Ph. D. en Ciencias Económicas; Profesor, Universidad del Azuay; Rol del autor: intelectual; [jfcordova@uazuay.edu.ec](mailto:jfcordova@uazuay.edu.ec); <http://orcid.org/0000-0002-7511-688X>

on business performance, while in small firms is the opposite. Furthermore, liquidity, indebtedness, the presence of agency conflict, and its interaction with firm size are identified as predictors of financial performance.

Keywords: Independent management, owner management, agency conflict, financial performance, financial ratios.

## **INFLUÊNCIA DO CONFLITO DE AGÊNCIA NO DESEMPENHO FINANCEIRO: A EXPERIÊNCIA DE UM PAÍS EMERGENTE**

Resumo: separar a administração da propriedade é uma questão que toda empresa enfrenta, especialmente durante os estágios iniciais de crescimento. As alternativas de administração independente ou proprietária representam riscos e benefícios, especialmente quando os interesses do agente e da organização entram em conflito, uma situação conhecida como “conflito de agência”. Nesse contexto, o objetivo deste estudo é determinar a influência do conflito de agência no desempenho financeiro. Para isso, são estudadas empresas equatorianas do setor têxtil durante o período de 2014 a 2018. Por meio de análise descritiva e comparativa, são estabelecidas as principais características da gestão financeira de empresas com administração independente e proprietária. Um modelo de regressão é estimado para analisar o efeito do conflito de agência no desempenho empresarial. Os resultados indicam que o conflito de agência tem um impacto negativo sobre o desempenho organizacional; contudo, essa relação varia de acordo com o tamanho da empresa. Assim, quanto maior o tamanho da empresa, mais o conflito de agência tem um efeito positivo sobre o desempenho da empresa; além disso, a liquidez, o endividamento, a presença de conflito de agência e sua interação com o tamanho da empresa são preditores do desempenho financeiro.

Palavras-chave: administração independente, administração proprietária, conflito de agência, desempenho financeiro, índices financeiros.

## **INTRODUCCIÓN**

Las empresas frecuentemente enfrentan problemas relacionados con su administración que pueden inferir en su competitividad y resultados (Chakraborty et al., 2004; Gill & Biger, 2012). Cuando las firmas evidencian un crecimiento de su nivel de actividad, surge la necesidad de definir si se confía la administración a un socio (gestión propietaria) o a un profesional independiente, aspecto que puede ser determinante para la consecución de los objetivos organizacionales (Polat & Benligiray, 2022; R. L., 2021).

En estas circunstancias, surgen inquietudes respecto a qué alternativa permite alcanzar los objetivos empresariales, la administración propietaria o la gerencia independiente, cuestión que ha sido abordada por la literatura sin llegar a consensos, encontrándose riesgos y beneficios provenientes de ambas opciones.

En la separación de funciones, el principal o propietario cede la administración a un tercero, denominado “agente”, con la intención de delegar actividades y efectuar una división del trabajo que incentive la productividad y competitividad de la firma. No obstante, el propietario puede sentir desconfianza por la asimetría de información respecto a la que posee el agente, además de un posible conflicto entre los objetivos personales del administrador y las metas organizacionales. Esta situación ha sido denominada por la literatura como “conflicto de agencia” (Ganga, Quiroz et al., 2015; Gorbaneff, 2001; Lefort, 2008). Por otro lado, la administración propietaria permite mantener el control integral de la organización; sin embargo, puede llegar a impedir que personal altamente capacitado participe en la toma de decisiones (Al-Najjar & Hussainey, 2009).



Las empresas buscan la mejor estrategia de gobernanza y mecanismos de control con base en la etapa del ciclo de vida que atraviesan, con la finalidad de potenciar su desempeño (Agrawal & Knoeber, 1996). En este sentido, es importante el estudio del conflicto de agencia, frente a la posibilidad de acarrear efectos indeseables para la organización como costos de agencia, riesgo moral, riesgo asimétrico, incumplimientos en sus obligaciones y posibles quiebras, debido a que el principal no puede verificar todas las acciones realizadas por el agente. Jensen y Meckling (1976) describen los costos de agencia como aquellos costos en los que incurre la empresa para evitar las divergencias entre el “agente” y el “principal”, causadas por el conflicto de intereses, y monitorear las actividades y decisiones del gestor. De igual manera, se puede presentar i) riesgo moral, que refiere a la posibilidad de que el administrador cuente con información asimétrica a la del principal y pueda actuar con base en intereses propios (Acosta, 2018), o ii) riesgo asimétrico, relacionado con la desigualdad en la aversión al riesgo entre el agente y el principal, así como el diferente riesgo que asume cada una de las partes (Eisenhardt, 1989).

En la literatura, la teoría de agencia se aborda desde dos perspectivas: el conflicto de agencia tipo I, desarrollado por Jensen y Meckling (1976), que se caracteriza por la relación entre administradores y propietarios, dentro del cual se tiene el caso de una junta de accionistas o dueños que delegan la administración de la firma a un profesional independiente de la propiedad; el conflicto de agencia tipo II, que se basa en la existencia de un socio mayoritario que usa su posición de control sobre los socios minoritarios para extraer beneficios privados (Tsao et al. 2021; Villalonga & Amit, 2006).

La problemática de la teoría de agencia toma especial relevancia en economías emergentes, específicamente en la ecuatoriana, cuyo tejido empresarial se compone por una gran proporción de compañías familiares, las cuales representan el 90,8% de empresas en el país (Espinoza et al., 2021;

Bermeo & Mera, 2017; Ortiz et al., 2019) y altos niveles de concentración económica (Córdova et al., 2021), aspectos que propician la existencia de conflictos de agencia (Anderson & Reeb, 2003). En contraposición, ciertos autores indican que una dirección familiar reduce la presencia de conflicto de agencia (Block et al., 2011; González et al., 2012).

El efecto sobre el desempeño financiero ocasionado por la presencia de conflictos de agencia se mantiene ambiguo. Por una parte, existe evidencia sobre cómo los conflictos de agencia repercuten negativamente sobre los indicadores financieros empresariales en economías en desarrollo (Moolchandani & Kar, 2022); por otra, estudios como el de Afriyani (2018) o Alabdullah (2018) prueban una relación positiva entre el conflicto agente-principal y el rendimiento financiero de una firma en un contexto similar; asimismo, en economías desarrolladas se presentan evidencias de que el conflicto de agencia incrementa el desempeño financiero (Martínez et al., 2007; Tan et al. 2021; Fang et al., 2021).

En consecuencia, la presente investigación tiene como objetivo determinar la influencia del conflicto de agencia en el desempeño financiero de las sociedades ecuatorianas del sector textil, con la finalidad de proporcionar información sobre las firmas que presentan administración pro-pietaria o independiente. El estudio se enfoca en el conflicto de agencia tipo I, al evaluar las empresas en las cuales su administrador es independiente de la propiedad.

Para el desarrollo de la investigación, se estableció una muestra de 320 empresas del sector textil del Ecuador de 2014 a 2018, con información financiera obtenida del ente de control gubernamental. A partir de dicha data, se determinaron dos grupos de estudio: i) empresas que presentan conflicto de agencia y ii) empresas que no presentan conflicto de agencia. Estos grupos se compararon mediante pruebas estadísticas a través de la aplicación de indicadores de liquidez, actividad, endeudamiento y rentabilidad, lo que permitió identificar ciertas diferencias significativas en su comportamiento financiero. Posteriormente, se realizó un análisis de regresión, por mínimos cuadrados ordinarios, para identificar variables predictoras del desempeño financiero, así como la influencia por la existencia de un conflicto de agencia.

Los principales hallazgos del estudio muestran que las variables *liquidez*, *endeudamiento*, *conflicto de agencia* y la interacción de *conflicto de agencia* con *tamaño empresarial* son predictoras del desempeño financiero de las firmas. Se evidencia que el conflicto de agencia influye negativamente sobre el desempeño financiero en empresas de menor tamaño, mientras que, conforme incrementa el tamaño de la firma, este efecto se revierte, a tal punto que en grandes empresas la administración independiente influye positivamente sobre su desempeño.

El estudio presenta un aporte significativo a la literatura al exhibir evidencia empírica sobre la influencia del conflicto de agencia en el desempeño financiero, en empresas que se desenvuelven en economías emergentes con alta concentración económica. Además, la metodología adoptada evidencia el efecto de la interacción entre el conflicto de agencia y el tamaño sobre el desempeño de las firmas, lo que permite observar el comportamiento de las empresas conforme su operación aumenta. Esto aporta con valiosa información gerencial que permite al empresario evaluar y reflexionar sobre el comportamiento del sector y la incidencia que puede tener el conflicto de agencia en el desempeño empresarial.

La investigación se estructura de la siguiente manera después de esta introducción: primero, se exponen los principales aportes realizados a la literatura respecto al conflicto de agencia; luego, se

detallan los aspectos metodológicos que caracterizan al estudio; posteriormente, se presentan y discuten los resultados obtenidos para, finalmente, exponer las conclusiones de la investigación.

## REVISIÓN DE LITERATURA

### Desempeño financiero y conflicto de agencia

Para determinar la influencia que tiene el conflicto de agencia sobre el desempeño financiero, es preciso realizar una aproximación al conocimiento que se ha producido sobre esta problemática, de forma que se puedan identificar hallazgos, limitaciones y desafíos sobre la temática abordada.

La gestión financiera hace énfasis en las estrategias implementadas por las empresas con el fin de cuidar aspectos como la rentabilidad, el endeudamiento, la actividad y la liquidez, que son analizadas desde distintos puntos de vista, ya sea financiero, productivo o logístico (Nguyen et al., 2021). En la actualidad, las organizaciones pretenden ser más eficientes y eficaces, reduciendo sus costos, sustentando sus deudas y siendo competitivas, pero esto solo se puede lograr junto a una buena administración (Mehta et al., 2019; Sharif et al., 2019; Venkadasalam et al., 2020).

La administración financiera es un aspecto importante dentro de la dirección empresarial (Brenes et al., 2011). Herrera et al. (2016) determinan que la gestión financiera con respecto a la aplicación de indicadores, ratios e interpretaciones logra una gerencia empresarial positiva; además, destacan el desconocimiento que existe sobre la aplicación de estos por parte de los socios, gerentes, accionistas y administradores para la toma de decisiones. Gil et al. (2018) enfatizan el impacto positivo de la administración financiera sobre el desempeño financiero, al igual que Salazar (2017) para empresas ecuatorianas.

La administración financiera elabora estrategias en función de la situación particular y los objetivos de cada organización. Se ha evidenciado que, en empresas que presentan conflicto de agencia, la gestión financiera puede presentar características diferentes, como un mayor costo financiero de la deuda o una estructura de capital fundamentada principalmente en recursos propios en lugar de fondos de terceros, aspectos que podrían influir sobre el valor empresarial, la estabilidad financiera y la solvencia (Tolstov, 2021).

El acuerdo contractual entre un agente (gerente) y un principal (accionista o dueño) lleva a que el administrador tome decisiones y realice actividades que no pueden ser monitorizadas de manera plena por el principal, situación que se refiere a la asimetría de información que ocasiona que surja el conflicto de agencia (Davis et al., 1997; Villaluenga & Llibrer Escrig, 2019).

Dentro de la teoría, el conflicto de agencia surge debido a la asimetría de información y conflicto de intereses que se generan entre la dirección y la propiedad de la firma, estructura organizacional que difiere entre compañías, por lo que se originan dos tipos de conflicto. El primer tipo refiere a cuando los gerentes tienen incentivos para perseguir sus propios intereses mediante el uso de los recursos empresariales en perjuicio de los intereses de los accionistas (Agrawal & Knoeber, 1996). El segundo tipo de conflicto de agencia se presenta cuando un accionista mayoritario tiene la posibilidad de favorecerse del control que posee y actuar en beneficio propio a expensas de los accionistas minoritarios, a la vez que los accionistas mayoritarios no muestran interés en la monitorización de los accionistas pequeños o en los gerentes (Villalonga & Amit, 2006).

La existencia de conflictos de agencia puede ocasionar costos de agencia elevados, riesgos de agencia y asimetría de información entre las partes involucradas: por una parte, el administrador (gerente agente), quien dirige la organización; por otra, los propietarios (dueños o accionistas) (Ekadjaja et al., 2019), quienes cada año desean conocer la situación económica y financiera de la empresa y analizar el desempeño de la gerencia respecto a los objetivos organizacionales (Cha-kraborty et al., 2004).

En el campo de la economía financiera y del gobierno corporativo, el primer autor en estudiar la teoría de agencia fue Coase (1937), quien expuso que en las organizaciones existen costos de agencia que se dan entre las partes relacionadas, los cuales se dividen en costos de negociación, de contratación y de forma de pago, con el fin de que las empresas estén en capacidad de identificarlos y minimizarlos. Más adelante, Jensen y Meckling (1976) logran definir los costos de agencia como la suma de los gastos de monitoreo asumidos por el principal (costos de supervisión), más los costos de protección o garantía asumidos por el agente y más los costos por pérdidas residuales asumidos por la organización, el agente, o de forma proporcional en función de los acuerdos establecidos entre las partes (Blanco-Mazagatos et al., 2016).

De acuerdo con la teoría de agencia de Jensen y Meckling (1976), los gastos de monitoreo se refieren a aquellos costos incurridos para supervisar al administrador, mientras que los costos de garantía se realizan para fidelizar al agente mediante incentivos. Los costos por pérdida residual refieren a la asimetría en la información, reflejada en la toma de decisiones que hubiese llevado a cabo el principal en contraste con la del agente. La magnitud de cada uno de estos costos depende de factores como la transparencia de las actividades de las empresas y la efectividad de la administración del riesgo. Estos costos no se originan directamente en el accionar posiblemente oportunista del agente, en relación con los intereses del principal; más bien, pueden corresponder al riesgo propio del acuerdo contractual, que puede clasificarse en riesgo de selección adversa y riesgo moral, elementos fundamentales de la teoría de agencia (Fatmasari, 2011).

La asimetría de información se plasma a través de dos tipos: i) la selección adversa y ii) el riesgo moral. La selección adversa alude a que, antes de iniciar la relación laboral, el agente conoce a detalle aspectos que pueden repercutir sobre su desempeño, información que no es de conocimiento del principal y lleva a este a tomar decisiones ineficientes durante este proceso de selección (Bueno & Santos, 2012). El riesgo moral se refiere a que el agente toma decisiones y actúa de manera contraria a lo que el principal considera oportuno (Viveros, 2015).

Desde otra perspectiva, Fontes-Filho y Balassiano (2008) exponen que la teoría de la agencia estudia la operación normal de las empresas, desde la perspectiva de la delegación de actividades entre propietarios, administradores y trabajadores. Así, Villalonga y Amit (2006) exponen cómo empresas familiares con mecanismos de control y un gerente familiar pueden evidenciar conflicto de agencia tipo II, mientras que empresas familiares, que tienen mecanismos de control y un administrador independiente, pueden enfrentar ambos tipos de conflicto de agencia.

### **Evidencia empírica sobre conflicto de agencia**

En las sociedades, el problema más relevante es el establecimiento de mecanismos alineadores que tiendan a la convergencia del comportamiento del agente con los objetivos e intereses del principal; de esta manera, se reduce la asimetría del riesgo operacional asumido por las partes que intervienen en la delegación de actividades (principal y agente) (Ganga, Ramos et al., 2015). La investigación realizada por



Gogineni et al. (2013) encuentra costos de agencia significativamente mayores en empresas con administración independiente respecto a las que presentan administración compartida.

Escobar et al. (2016) determinaron que las prácticas de gobierno corporativo son importantes, pues proporcionan a los administradores y propietarios mecanismos que otorgan normas dirigidas a la reducción de conflictos de interés, así como a su consecuente mejora y a la transparencia en la toma de decisiones; por lo tanto, ayudan a elevar los niveles de desempeño financiero. En concordancia, Acosta (2018), basándose en el modelo de *shareholders* (accionistas) y *stakeholders* (partes relacionadas), destaca la necesidad permanente de estudiar las tendencias y evolución de la teoría de agencia, en especial en un entorno económico, político, social y cultural en constante cambio, que modifica la realidad de las empresas.

También, Pinto y Lisboa (2017) y Lagos et al. (2018) determinaron que la teoría de agencia debe enfocarse en la responsabilidad social empresarial, encaminada a que la administración vele por el bienestar común de la empresa, y que este propicie una influencia positiva en la sociedad por sobre sus intereses propios. De esta forma, se podrán resolver los efectos negativos del comportamiento individualista.

Dentro de los estudios que abordan la teoría de agencia, se puede destacar la investigación realizada por Ficco (2011), en donde se determina que la organización y la financiación de las empresas se caracterizan por la separación entre propietarios y gerentes, siendo necesaria la rendición de cuentas por parte de la administración hacia los socios. Bajo el enfoque de la rendición de cuentas, la contabilidad asume una función importante, ligada a resolver los problemas de agencia, derivados de intereses opuestos, en la búsqueda de facilitar la toma de decisiones.

Bueno y Santos (2012) estudian la relación de agencia, la función financiera y el gobierno corporativo, y concluyen que existe una relación entre estos tres factores, debido a su importancia para resolver los conflictos que surgen alrededor de los derechos de propiedad y de los derechos de las reclamaciones sobre el flujo de caja de las empresas. Asimismo, Fernandes et al. (2013) realizaron un estudio en Brasil sobre la teoría de agencia, en donde se analizaron los conflictos y los costos derivados de la separación entre la propiedad y la administración del capital, lo que condujo a concluir sobre la asimetría de información, riesgos morales y costos de agencia relacionados con el control ejercido por el principal sobre el agente.

El conflicto de agencia se puede originar o intensificar debido al crecimiento económico de las empresas a lo largo del tiempo (Fatmasari, 2011); por esta razón, el propietario busca contratar un agente profesional para delegar sus funciones, corriendo el riesgo de que este demuestre un comportamiento oportunista y divergente, velando por sus propios intereses y creando un ambiente laboral de incertidumbre (Amrullah & Wijaya, 2018). Este escenario se suma al hecho de que, en empresas familiares que operan en países emergentes, los propietarios se rehúsan a ceder el control (Chu, 2011) o compartir la propiedad de sus organizaciones con personas ajenas a la familia, aspecto que deriva en una mayor desconfianza sobre el agente e incidencia del conflicto de agencia (Barros et al., 2021; Ekadjaja et al., 2019; Faisal et al., 2020; Rahmawati et al., 2018).

San Martín (2017) encuentra evidencia empírica de que la concentración de propiedad en las empresas familiares causa efectos negativos en el pago de dividendos, mientras que la presencia de accionistas institucionales o accionistas mayoritarios, que son ajenos a la familia, tiene un efecto positivo sobre este pago. En contraposición, Molina et al. (2017) no encuentran evidencia sobre la influencia que

puede tener la participación familiar en la administración de la empresa y su desempeño financiero, puesto que algunas empresas muestran un mejor desempeño siendo manejadas por miembros de su familia, otras muestran menores resultados y otras más no evidencian diferencias significativas en su desempeño.

Vallejos (2015) estudió la concentración de propiedad y la política de dividendos como factores que analizan el conflicto de agencia de 113 empresas chilenas entre los años 2003 a 2013. En su trabajo concluye que la concentración de propiedad presenta un efecto no lineal sobre los costos de agencia, lo cual evidencia que los accionistas mayoritarios toman decisiones sobre la empresa, dejando de lado a los accionistas minoritarios. En cuanto a la política de dividendos, evidencia una relación positiva y eficiente respecto a la utilización de los activos.

Existen diversas formas en que la existencia de un conflicto de agencia repercute sobre el desempeño financiero. Muñoz et al. (2019) establecen un efecto positivo de la propiedad gerencial sobre el plazo de la deuda y el apalancamiento; García-Teruel y Martínez-Solano (2010) presentan evidencia de un efecto positivo del conflicto de agencia sobre el nivel de endeudamiento a largo plazo. En contraparte, Abor (2008) concluye que la gerencia propietaria está negativamente relacionada con el nivel de endeudamiento de las firmas.

Respecto al resultado obtenido por las firmas que presentan conflicto de agencia, existe evidencia de que este comportamiento, repercute positivamente en su desempeño (Afriyani, 2018; Alabdullah, 2018); por el contrario, Amamou (2019) concluye que la existencia del conflicto de agencia eleva el nivel de riesgo asumido por la empresa, lo cual influye negativamente en su desempeño, situación que deriva en que las organizaciones que presentan altos grados de coincidencia entre la propiedad y la administración tienden a implementar políticas de pago de dividendos más generosas, con la intención de maximizar la rentabilidad de los recursos invertidos por los accionistas (Lefort 2008; Al-Najjar & Hussainey, 2009; San Martin-Reyna & Durán-Encalada, 2012).

Las investigaciones antes mencionadas permiten concluir que la gestión financiera es un pilar para la consecución de objetivos empresariales. Por medio del análisis financiero, las empresas tienen la oportunidad de medir continuamente su rendimiento y proyectar los resultados deseados en el corto, mediano y largo plazo. Este análisis, junto con otras herramientas administrativas, serán la base para evaluar el desempeño de la gerencia y determinar estrategias oportunas que lleven al cumplimiento de los objetivos empresariales. Las entidades que comparten la propiedad con la administración de la empresa pueden obtener resultados diferentes frente a aquellas que no lo hacen por tener intereses opuestos que pudieran ser distantes; por lo tanto, el análisis financiero de estas empresas puede proporcionar un panorama claro del impacto que el conflicto de agencia ejerce sobre el desempeño financiero.

De la revisión de literatura realizada se desprende que el conflicto de agencia representa un aspecto trascendental en el gobierno corporativo de las empresas, puesto que no existe un consenso respecto a la influencia que presenta en el desempeño de las firmas; por ende, la elección entre gerencia propietaria o gerencia independiente resulta de suma importancia para conseguir objetivos organizacionales. En este contexto, el aporte del presente trabajo consiste en aportar evidencia empírica, sobre la forma en que el conflicto de agencia repercute sobre el desempeño de las empresas que operan en países emergentes, de modo que se establecen las siguientes hipótesis:

**H1. El conflicto de agencia repercute negativamente en el desempeño financiero.**



**H2.** *La relación que existe entre el conflicto de agencia y el tamaño empresarial repercute en el desempeño financiero.*

**H3.** *El desempeño financiero de las empresas con conflicto de agencia difiere significativamente de aquellas que no poseen esta característica.*

## METODOLOGÍA

El presente estudio utilizó la información reflejada en el estado de situación financiera y en el estado de resultados de las sociedades del sector textil del Ecuador en el periodo 2014-2018. Teniendo en cuenta que el mercado de valores en el Ecuador no ha logrado consolidarse y alcanzar acogida en las empresas del país, la investigación comprendió el análisis de 320 empresas con personería jurídica que conforman la totalidad del sector de estudio, independientemente de que participen o no de las Bolsas de Valores, las cuales reportaron su información financiera a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, ente de control. Las observaciones estudiadas fueron 833, como se muestra en la tabla 1.

**Tabla 1.**

*Número de empresas del sector textil.*

Años	2014	2015	2016	2017	2018	Total
Observaciones totales	179	207	221	227	270	1.104
Observaciones sin actividad	37	48	55	57	74	271
Observaciones por estudiar	142	159	166	170	196	833

Fuente: elaboración propia.

El sector textil ha sido objeto de estudio por ser el segundo más grande a nivel nacional, con relación a la generación de ingresos. En el 2018, este sector registró ingresos que superaron los 359 millones de dólares; además, generó 6.703 plazas de empleo, según información reportada al organismo de control. Tal como lo señalan Cardenete y López (2012), los estudios sectoriales son de vital importancia, pues una vez que se identifica la problemática de dicho grupo de em-presas se pueden utilizar políticas específicas que resuelvan o mejoren su situación y, a su vez, beneficien al resto de la economía. El estudio de sectores económicos se basa en que estos cuentan con una participación relevante y creciente en el producto interno bruto (PIB); además, sirven como referencia para el análisis del impacto de las políticas económicas, sobre el desem-peño financiero de las empresas en situaciones de crisis económicas (Cuenca et al., 2021).

La información se obtuvo mediante el ordenamiento, verificación y contraste de datos públicos; de esta forma, se determinaron los socios y gerentes de cada una de las empresas año por año, con la finalidad de establecer aquellas que presentan conflicto de agencia, mediante la divergencia entre los administradores de las firmas y sus accionistas. Específicamente, se con-sideraron como empresas que presentan conflicto de agencia aquellas en las que el gerente no ostenta la calidad de socio.

La investigación cuantitativa se centró en aplicar indicadores que permitieron determinar el desempeño de las empresas mediante índices de rentabilidad, endeudamiento, liquidez y ac-tividad, métricas comúnmente utilizadas por la literatura para este fin (Dilipkumar et al., 2021; Mysaka y Derun, 2021; Pazarskis et al., 2021; Shakatreh, 2021). Sobre estas se evaluaron las tendencias y las diferencias estadísticamente significativas entre los grupos de estudio mediante pruebas estadísticas de diferencia

de medias con análisis de varianza y prueba T de Welch. Así, se determinaron las variables predictoras del desempeño financiero, mediante la estimación de un modelo econométrico de regresión lineal múltiple, con efectos de interacción de variables dicotómicas y continuas, mediante mínimos cuadrados ordinarios, conforme la siguiente ecuación:

$$\text{Desempeño económico} = \beta_0 + \beta_1(LIQ) + \beta_2(END) + \beta_3(CA) + \beta_4(TAM) + \beta_5(CA * TAM) \quad (1)$$

**Tabla 2.**

*Descripciones de las variables.*

	Variable	Abreviatura	Descripción
1	Desempeño económico: Rentabilidad sobre activos	ROA	ROA = Utilidad neta / activo total
2	Liquidez	LIQ	Razón de prueba ácida = (activo corriente - inventarios) / pasivo corriente
3	Endeudamiento	END	Índice de endeudamiento = pasivo total / activo total
4	Conflicto de agencia	CA	Variable dicotómica que toma el valor de 1, en el caso de una empresa que presenta conflicto de agencia, y 0, en el caso de una firma que no lo presenta
5	Tamaño	TAM	Logaritmo natural de las ventas
6	Interacción tamaño y conflicto de agencia	CA*TAM	Interacción de las variables tamaño y conflicto de agencia

Fuente: elaboración propia.

Se han considerado las variables descritas en la tabla 2 bajo la premisa de incluir aquellas razones financieras que han sido ampliamente analizadas por la literatura como predictores del desempeño financiero, esto es, indicadores de liquidez y endeudamiento (Islam & Ullah, 2020; Kakati & Roy, 2021; Rodríguez-García et al., 2022; Shakatreh, 2021). Además, con la intención de evidenciar la influencia del tamaño de las firmas y el conflicto de agencia, y su incidencia sobre el desempeño financiero, se consideran estas variables de forma independiente y mediante su interacción.

El uso de regresiones que cuentan con la interacción de variables continuas y dicótomas en el área financiera viene explicada por la facilidad de comprensión y aplicación de estas últimas en los diferentes escenarios y conflictos sobre el tema que nos ocupa. Tal como señala Lefort (2008) en su análisis de pago de dividendos, a raíz de la existencia de conflictos de agencia, el uso de variables ficticias dentro de la regresión ayuda al mejor entendimiento de factores que pueden influir, en este caso, de manera cualitativa, conductual y de pertenencia, como el estar o no relacionado a un conglomerado, permitiendo así tomar en cuenta aspectos específicos de la industria o sector.

La especificación del modelo ha contemplado el uso de una variable dicotómica de interacción, debido a que la literatura sugiere que la existencia de un conflicto de agencia genera costos a las organizaciones (Amrullah & Wijaya, 2018), lo cual abre la posibilidad de un efecto de economía de escala, conforme se incrementa el tamaño empresarial. El término de interacción recoge el efecto multiplicativo entre una variable regresora (TAM) y la variable dicotómica (CA).

Adicionalmente, se confirman los resultados obtenidos mediante un análisis de la robustez de las estimaciones econométricas, para lo cual se replica el modelo planteado mediante la metodología del sistema generalizado de momentos (GMM-SYS), y una variable dependiente distinta, como la rentabilidad sobre activos ajustada por la industria (ROA aj), que es igual a la desviación del ROA de cada empresa respecto a la mediana del sector, cuyos resultados se muestran en el subapartado de análisis de sensibilidad.

## RESULTADOS

### Resultados principales

El análisis de resultados inicia con la presentación de los estadísticos descriptivos que caracterizan a la población estudiada, conforme lo expuesto en la tabla 3. Las medidas de tendencia central indican que, en promedio, el sector genera beneficios sobre activos del 2 %, mantiene niveles de liquidez que permiten cubrir sus obligaciones de corto plazo, y ha apostado por financiar sus actividades de forma mayoritaria con recursos de terceros. Se destaca que el primer cuartil de empresas presenta pérdidas o resultado nulo. Además, el 50% de las firmas del sector presenta niveles de endeudamiento superiores al 70%, situación que reafirma la política de financiamiento, basada en apalancar la operación empresarial con recursos externos.

**Tabla 3.**

*Estadísticos descriptivos.*

Variable	Media	Mediana	Desv. estándar	p25	p50	p75
ROA	0,02	0,02	0,15	0,00	0,02	0,06
LIQ	1,66	1,15	1,71	0,78	1,15	1,89
END	0,66	0,70	0,31	0,45	0,70	0,87
TAM	12,48	12,90	2,50	11,02	12,90	14,23

Fuente: elaboración propia.

La ocurrencia del conflicto de agencia en el sector estudiado se observa en la tabla 4, en la que se observa que gran parte de las firmas del sector han optado por una administración propietaria (81,63%), situación que persiste en todos los niveles de actividad. Las microempresas son el nivel de actividad que presenta mayor proporción de administración independiente (21,15%). Se evidencia una tendencia decreciente de este comportamiento, conforme se incrementa el tamaño empresarial, hasta llegar a la mínima proporción en las pequeñas empresas (15,28%). No obstante, las grandes empresas presentan en mayor medida conflicto de agencia (18,66%) respecto a pequeñas y medianas empresas.

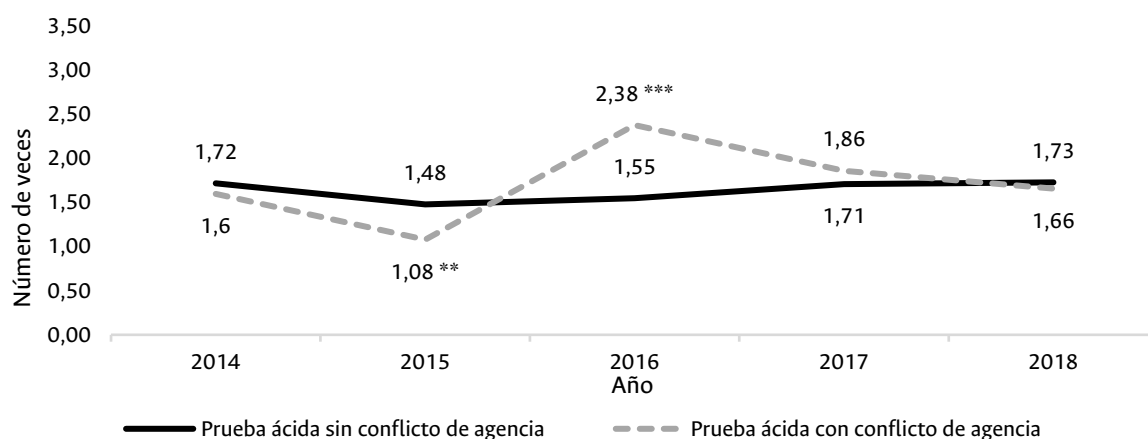
**Tabla 4.**

*Clasificación de las empresas del sector textil según conflicto de agencia y nivel de actividad.*

Tamaño	Conflicto de agencia		No conflicto de agencia	
	Frecuencia	Relación porcentual	Frecuencia	Relación porcentual
Microempresas	44	21,15%	164	78,85%
Pequeñas	38	18,27%	170	81,73%
Medianas	32	15,38%	176	84,62%
Grandes	39	18,66%	170	81,34%
Total	153	18,37%	680	81,63%

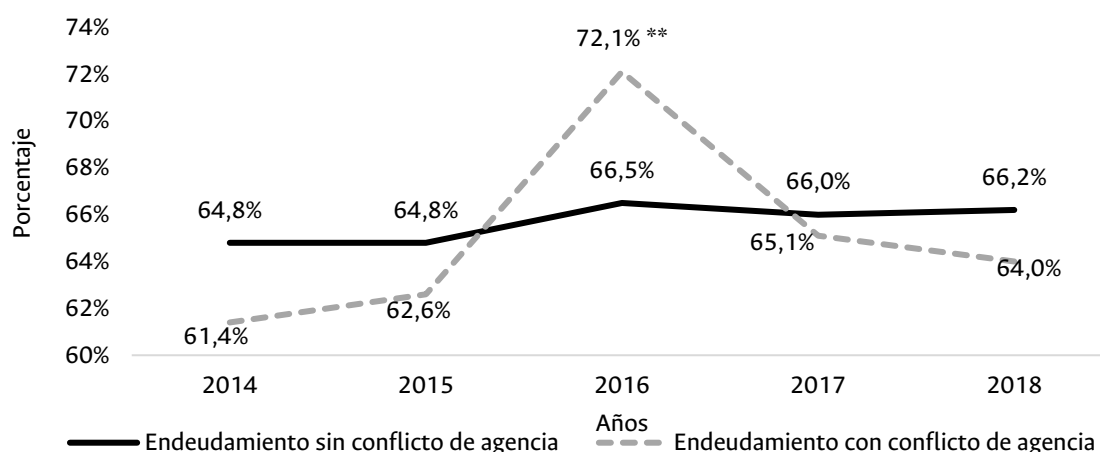
Fuente: elaboración propia.

Se evidencia que el tejido empresarial, en promedio, busca precautelar sus intereses, y opta mayoritariamente por una administración propietaria en búsqueda de mantener el control de las unidades económicas (81,63%), hallazgo que denota la oposición a ceder el control de empresas familiares en una economía emergente como la ecuatoriana, independientemente del tamaño de las firmas. Los socios denotan una conducta de aversión al riesgo inherente a la administración independiente y los costos derivados de posibles conflictos de agencia.



**Figura 1.** Prueba ácida de las empresas del sector textil entre 2014 y 2018. \*\* Diferencia estadísticamente significativa al 95% de confianza; \*\*\* Diferencia estadísticamente significativa al 99% de confianza. Fuente: elaboración propia.

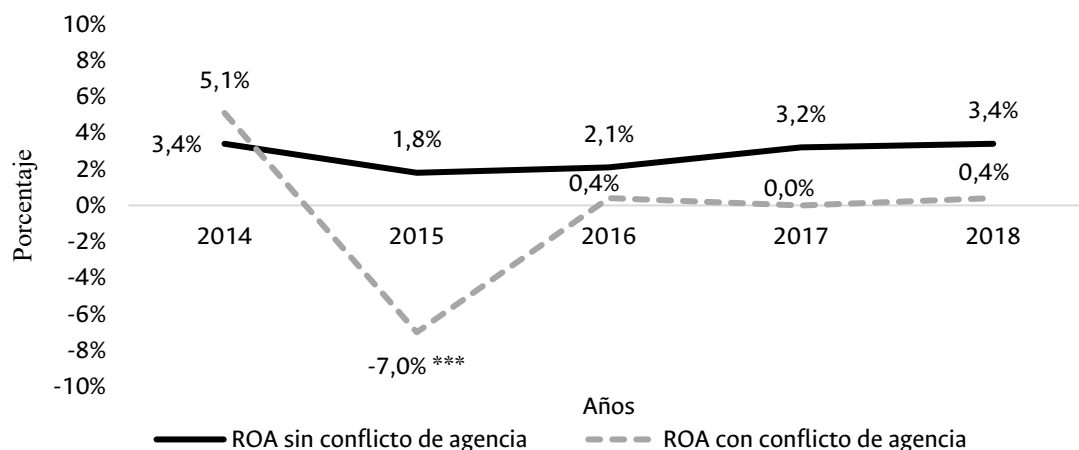
En cuanto al indicador de liquidez presentado en la figura 1, se observa que en todos los años de análisis, tanto en las empresas con administración independiente como en las que son gerenciadas por uno de sus accionistas, se exhibe una liquidez apropiada. Por lo tanto, las firmas pueden cumplir con sus obligaciones de corto plazo, sin depender de la realización de sus inventarios. Se destaca que las sociedades que presentan conflicto de agencia muestran mayor volatilidad respecto a las firmas con administración propietaria; este aspecto podría ser un indicador de que los administradores independientes asumen mayores niveles de riesgo de liquidez con respecto a la gerencia del segundo grupo, que optan por una gestión financiera de corto plazo más conservadora.



**Figura 2.** Índice de endeudamiento de las empresas del sector textil entre 2014 y 2018. \*\* Diferencia estadísticamente significativa al 95% de confianza. Fuente: elaboración propia.

En la figura 2 se aprecia que, en promedio, las empresas del sector apuestan por estrategias de financiamiento en las que predominan los recursos de terceros, situación que se refleja en los dos grupos

con índices de endeudamiento promedio superiores al 60%. Se observa que las firmas que comparten la administración con la propiedad muestran niveles de endeudamiento estables, pero mayores a las entidades que sí presentan conflicto de agencia, excepto en el año 2016. Esto demuestra que las empresas que separan su administración apuestan por estrategias de financiamiento menos agresivas, comportamiento congruente con mayores niveles de aversión al riesgo.



**Figura 3.** Rendimiento sobre activos de las empresas del sector textil entre 2014 y 2018. \*\*\* Diferencia estadísticamente significativa al 99% de confianza. Fuente: elaboración propia.

El rendimiento sobre los activos (ROA) de las empresas que han separado la propiedad de la administración presenta un comportamiento volátil, en comparación con las empresas del primer grupo, las cuales, en promedio, han obtenido resultados positivos durante todos los años del periodo de estudio (figura 3). Estos resultados confirman los hallazgos presentados en los indicadores financieros previamente analizados, en donde se evidencia que los administradores independientes asumen mayores riesgos respecto a los gerentes ligados a la propiedad, quienes apuestan por un modelo de gestión conservadora, que prioriza el crecimiento sostenido sobre los resultados inmediatos.

**Tabla 5.**

*Análisis de regresión.*

	$\beta$	Error estándar	t	p
Constante	0,060	0,040	1,486	0,137
LIQ	0,007	0,003	2,337	0,019
END	-0,127	0,020	-6,104	0,000
CA <sup>A</sup>	-0,179	0,074	-2,404	0,016
TAM <sup>B</sup>	0,003	0,002	1,375	0,169
TAM * CA <sup>C</sup>	0,012	0,005	2,203	0,027
R <sup>2</sup>	0,113			

**Nota.** a. Conflicto de agencia = 1, ausencia de conflicto de agencia = 0; b. Logaritmo natural de las ventas; c. Interacción del logaritmo natural de ventas y el conflicto de agencia. Fuente: elaboración propia.

La tabla 5 presenta los estadísticos de resumen del modelo de regresión. Allí, se observa que el modelo refleja la realidad de la actividad empresarial y sus riesgos inherentes, en el sentido de que las empresas enfrentan incertidumbre respecto a sus resultados; se pueden presentar distintos escenarios, que reflejan la variabilidad del desempeño financiero. En cuanto a las variables independientes, la liquidez presenta una influencia positiva sobre el desempeño financiero y se demuestra que, el contar

con recursos de corto plazo que aseguren la operación de la firma, se relaciona positivamente con el desempeño financiero. El nivel de endeudamiento pre-senta una influencia negativa sobre el desempeño de las firmas, situación que se relaciona con los beneficios del uso de recursos de terceros como la diversificación del riesgo y la disminución de la presión fiscal, derivada de los intereses pagados (García-Teruel & Martínez-Solano, 2010).

El conflicto de agencia repercute negativamente sobre la variable dependiente, puesto que la administración independiente asume mayores niveles de riesgo, apostando por estrategias de gestión agresiva, que priorizan la obtención inmediata de resultados, en lugar de la consecución de objetivos organizacionales y un crecimiento económico estable. Estos aspectos, sumados a los costos derivados del conflicto de agencia y los mecanismos de control, repercuten negativamente sobre el desempeño financiero. Es importante destacar que esta influencia se presenta mediante un efecto aditivo de la variable *conflicto de agencia*, manteniendo las demás variables constantes.

El tamaño empresarial no influye significativamente sobre el ROA; es decir, un mayor nivel de actividad no se relaciona con cambios en el desempeño financiero. Sin embargo, al analizar la interacción entre el tamaño empresarial y el conflicto de agencia, se muestra que, a mayor nivel de actividad, el conflicto de agencia influye positivamente sobre el desempeño financiero. Esta evidencia da indicios de que los costos que se desprenden del conflicto de agencia ejercen mayor incidencia sobre las empresas de menor tamaño, y que, conforme se incrementa el nivel de actividad, el beneficio de la administración independiente, sobre el desempeño financiero, crece a un ritmo superior que sus costos, lo cual da como resultado neto una influencia positiva, que confirma un efecto de economía de escala.

### Análisis de sensibilidad

Con la intención de confirmar los resultados obtenidos, se verifica la consistencia de los hallazgos provenientes del modelo econométrico presentado; para esto, se utiliza como técnica alternativa de estimación del modelo el sistema generalizado de momentos (GMM-SYS), caracterizado por su robustez y consistencia bajo supuestos no restrictivos. Además, se verifica la sensibilidad de los resultados mediante una forma alternativa de medición del desempeño empresarial calculado mediante el ROA ajustado por la industria.

**Tabla 6.**

*Análisis de sensibilidad.*

	MCO		GMM-SYS	
	$\beta$	$p$	$\beta$	$p$
Constante	0,060	0,137	0,093	0,129
LIQ	0,007	0,019	0,005	0,026
END	-0,127	0,000	-0,146	0,000
CA <sup>A</sup>	-0,179	0,016	-0,109	0,033
TAM <sup>B</sup>	0,003	0,169	0,002	0,525
TAM * CA <sup>C</sup>	0,012	0,027	0,006	0,044
Arellano Bond test AR(1)				0,354
Arellano Bond test AR(2)				0,519
Hansen test				0,179

**Nota.** a. Conflicto de agencia = 1, ausencia de conflicto de agencia = 0; b. Logaritmo natural de las ventas; c. Interacción del logaritmo natural de ventas y el conflicto de agencia. **Fuente:** elaboración propia.



La tabla 6 expone los resultados del modelo propuesto mediante dos diferentes técnicas de estimación: mínimos cuadrados ordinarios (MCO) y el sistema generalizado de momentos (GMM-SYS). Esta comparación evidencia que, al modificar la técnica de estimación, los hallazgos siguen siendo consistentes, ya que el comportamiento de las variables estudiadas persiste, lo que permite confirmar los hallazgos expuestos en la sección anterior.

**Tabla 7.**

*Análisis de sensibilidad mediante medidas alternativas de desempeño.*

	ROA		ROAAJ	
	$\beta$	p	$\beta$	p
Constante	0,060	0,137	0,037	0,377
LIQ	0,007	0,019	0,007	0,025
END	-0,127	0,000	-0,112	0,000
CA <sup>a</sup>	-0,179	0,016	-0,198	0,0074
TAM <sup>b</sup>	0,003	0,169	0,003	0,219
TAM * CA <sup>c</sup>	0,012	0,027	0,134	0,017
r <sup>2</sup>	0,113		0,1055	

**Nota.** a. Conflicto de agencia = 1, ausencia de conflicto de agencia = 0; b. Logaritmo natural de las ventas; c. Interacción del logaritmo natural de ventas y el conflicto de agencia. Fuente: elaboración propia.

Se realizó una segunda prueba de robustez utilizando una medida diferente del desempeño económico de las firmas (ROA ajustado por la industria) como variable dependiente, resultados que se presentan en la tabla 7. Los resultados de los modelos son consistentes respecto a las relaciones encontradas, referentes al sentido y significatividad estadística, situación que confirma la consistencia de los hallazgos obtenidos.

## DISCUSIÓN

El estudio empírico evidencia la intención de mantener el control y la propiedad de las empresas, sobre todo en unidades económicas familiares dentro de economías emergentes como respuesta a los riesgos que se desprenden del conflicto de agencia, conforme a lo expuesto por Barros et al. (2021) y Ekadjaja et al. (2019). Este comportamiento puede explicarse por la falta de disposición del agente a asumir un reparto óptimo del riesgo en entornos de incertidumbre, como lo mencionan Ganga, Ramos et al. (2015).

La gerencia independiente presenta un estilo de gestión distinta; por ejemplo, al enfocar el análisis sobre los aspectos financieros, se evidencia que estas organizaciones han mostrado valores análogos de liquidez, a la par de menores niveles de endeudamiento, en comparación con las firmas administradas por sus propietarios. Estos hallazgos dan indicios de que las firmas que presentan conflicto de agencia optan por un estilo de gestión que asume menos riesgos. Estos resultados se oponen a lo expuesto por autores que investigaron este fenómeno en economías emergentes como Muñoz et al. (2019), en empresas chilenas, y Abor (2008), en compañías de Ghana, así como en estudios de economías desarrolladas como el de García-Teruel y Martínez-Solano (2010) en firmas españolas, quienes encontraron que los gerentes independientes muestran menor aversión al riesgo y optan por menores niveles de endeudamiento para apalancar el crecimiento empresarial.

El desempeño obtenido por las firmas con administración independiente presenta menor rentabilidad sobre activos, concordante con los resultados encontrados por Amamou (2019), quien

expone que el conflicto de agencia repercute negativamente sobre el desempeño financiero; a la vez, contrapone los estudios de Afriyani (2018) y Alabdullah (2018) sobre la influencia positiva de la administración independiente, en relación con el desempeño financiero. El análisis de regresión confirma los resultados del estudio financiero comparativo al ratificar la relación negativa entre el conflicto de agencia y el desempeño financiero, resultado que soporta lo afirmado por Amamou (2019), Lefort (2008) y Al-Najjar y Hussainey (2009). Esta menor rentabilidad puede explicarse por los exhaustivos mecanismos de control sobre el tejido empresarial derivados de la desconfianza de ceder la administración a una persona ajena al grupo societario (Barros et al., 2021); por ende, el costo derivado del conflicto de agencia supera un posible incremento de beneficios proveniente de la administración independiente, dando como resultado un efecto negativo sobre el desempeño de la firma, en concordancia con lo expuesto por García-Teruel y Martínez-Solano (2010) y San Martín (2017).

Los hallazgos derivados del análisis de regresión conducen a otras reflexiones interesantes que contrastan con la literatura existente; en particular, el nivel de endeudamiento se relaciona negativamente con el desempeño empresarial, hallazgo que se contrapone con la teoría de la administración financiera que identifica beneficios provenientes del endeudamiento como el apalancamiento de la actividad y el escudo fiscal originado en los intereses pagados (García-Teruel & Martínez-Solano, 2010).

Los resultados indican que el desempeño financiero de las empresas no está explicado por su tamaño; sin embargo, esta variable, al interactuar con la presencia de conflicto de agencia, presenta una influencia positiva sobre el desempeño de las firmas. Este efecto se puede explicar por la teoría de economía de escala, en la que, para las empresas pequeñas, los costos derivados del conflicto de agencia superan a los beneficios de la administración independiente, mientras que, al incrementarse el tamaño de la empresa, los costos se observan por mayores niveles de ingreso, ejerciendo un efecto positivo sobre el desempeño. Esto corrobora la mayor incidencia del conflicto de agencia en empresas de mayor tamaño, expuesta por Fatmasari (2011). Este hallazgo también puede ser explicado desde la teoría del gobierno corporativo, pues las grandes empresas logran establecer una cultura organizacional y sentido de pertenencia orientados a la responsabilidad social empresarial con mayor facilidad respecto a las mipymes, condiciones que promueven la congruencia de intereses entre agente y propietario (Acosta, 2018; Escobar et al., 2016; Pinto & Lisboa, 2017).

## CONCLUSIONES

El presente estudio analiza el comportamiento financiero de las empresas del sector textil del Ecuador en el periodo 2014-2018, con el objetivo de determinar la influencia del conflicto de agencia en el desempeño financiero. En el análisis de tendencias se pudo observar que las empresas que presentan separación entre la propiedad y la gestión presentan, en algunos periodos, diferencias en los indicadores de liquidez y rentabilidad respecto a las empresas con administración propietaria. Por otro lado, las empresas que no tienen conflicto de agencia mostraron mejores índices de rentabilidad. Se evidenció también que las empresas que presentan administración independiente apuestan por estrategias de financiamiento menos agresivas, respecto a las empresas con administración propietaria, lo cual se plasma en menores niveles de endeudamiento para financiar las operaciones.

En cuanto al desempeño financiero y el conflicto de agencia, se observó que, cuando las firmas presentan menor tamaño, la administración independiente influye negativamente sobre el desempeño

financiero; sin embargo, conforme el tamaño empresarial se incrementa, esta influencia se revierte. Por lo tanto, en firmas con mayores niveles de actividad, la administración independiente favorece su desempeño. Se puede afirmar que la liquidez y la interacción entre el tamaño empresarial y el conflicto de agencia influyen positivamente sobre el desempeño financiero; en contraste, el endeudamiento y la presencia del conflicto de agencia presentan una relación negativa.

Es importante destacar que la relación entre el tamaño empresarial y el conflicto de agencia y su influencia en el desempeño financiero constituyen temas de interés que deben ser profundizados a futuro, con miras a establecer criterios que permitan a los socios y grupos de interés dilucidar en qué contexto y condiciones específicas de las firmas la administración independiente es una estrategia óptima, desde una perspectiva riesgo-beneficio. Como líneas de investigación derivadas del presente trabajo, se encuentran los determinantes de la existencia de conflicto de agencia y el estudio de los incentivos que presentan los administradores independientes, para perseguir los intereses personales sobre los organizacionales, así como los mecanismos de control de este tipo de problemática.

La principal limitación se relaciona con la imposibilidad de obtener información de índole cualitativa sobre las empresas y sus gerentes, que permita describir las características particulares del estilo gestión estratégica asumida por las firmas como análisis complementario al estudio del desempeño financiero. Además, otra limitación está relacionada con el acceso a información adicional que caracterice a la empresa o a la gerencia, lo que hubiese permitido la inclusión de variables de control en el estudio.

### DECLARACIÓN DE CONFLICTOS DE INTERÉS

Los autores no manifiestan conflictos de interés institucionales ni personales.

### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abor, J. (2008). Agency theoretic determinants of debt levels: Evidence from Ghana. *Review of Accounting and Finance*, 7(2), 183-192. <https://doi.org/10.1108/14757700810874146>
- Acosta, G. (2018). Gobierno corporativo y poder desde la perspectiva de la teoría de agencia. *Ciencias Administrativas*, 11(1), 41-54. <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=511654337004>
- Afriyani, J. (2018). The effect of managerial ownership, institutional and investment opportunities on stock performance in manufacturing companies that are listed on the IDX. *International Journal of Scientific and Technology Research*, 7(12), 110-115. <https://shorturl.at/xO347>
- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377-397. <https://doi.org/10.2307/2331397>
- Alabdullah, T. T. Y. (2018). The relationship between ownership structure and firm financial performance Evidence from Jordan. *Benchmarking: An International Journal*, 25(1), 319-333. <https://doi.org/10.1108/BIJ-04-2016-0051>
- Al-Najjar, B., & Hussainey, K. (2009). The association between dividend payout and outside directorships. *Journal of Applied Accounting Research*, 10(1), 4-19. <https://doi.org/10.1108/09675420910963360>
- Amamou, M., & Ben-Ahmed, K. (2019). Agency conflicts between business owners and managers: Empirical evidence from Tunisia. *International Journal of Business Performance Management*, 20(1), 34-

45. <https://doi.org/10.1504/IJBPM.2019.096463>
- Amrullah, A., & Wijaya, H. (2018). Dividend and agency conflict in Indonesian manufacturing firms. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 22(3), 395-404. <https://doi.org/10.26905/jkdp.v22i3.1820>
- Anderson, R., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00567>
- Barros, F., Dos Santos, R., Orso, L., & Sousa, A. (2021). The evolution of corporate governance and agency control: The effectiveness of mechanisms in creating value for companies with IPO on the Brazilian stock exchange. *Corporate Governance*, 21(5), 775-814. <https://doi.org/10.1108/CG-11-2019-0355>
- Bermeo, C., & Mera, P. (2017). Importancia de las empresas familiares en la economía de un país. *Revista Publicando*, 4(12), 506-531. <https://revistapublicando.org/revista/index.php/crv/article/view/721>
- Blanco-Mazagatos, V., Quevedo-Puente, E., & Delgado-García, J. B. (2016). How agency conflict between family managers and family owners affects performance in wholly family-owned firms: A generational perspective. *Journal of Family Business Strategy*, 7(3), 167-177. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2016.07.003>
- Block, J. H., Jaskiewicz, P., & Miller, D. (2011). Ownership versus management effects on performance in family and founder companies: A Bayesian reconciliation. *Journal of Family Business Strategy*, 2(4), 232-245. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2011.10.001>
- Brenes, E. R., Madrigal, K., & Requena, B. (2011). Corporate governance and family business performance. *Journal of Business Research*, 64(3), 280-285. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2009.11.013>
- Bueno, J., & Santos, D. (2012). La relación de agencia, la función financiera y el gobierno corporativo. *Revista de Economía y Administración*, 9(1), 101-119. <https://revistas.uao.edu.co/ojs/index.php/REYA/article/view/170>
- Cardenete, M., & López, J. (2012). Estructura y evolución de los sectores económicos estratégicos y del empleo de la economía andaluza a partir del marco input-output 1995-2000-2005. *Revista de Estudios Regionales*, 95, 39-72. <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=75525394001>
- Chakraborty, S., Kurien, V., Singh, J., Athreya, M., Maira, A., Aga, A., Gupta, A., & Khandwalla, P. (2004). Management paradigms beyond profit maximization. *Vikalpa*, 29(3), 97-118. <https://doi.org/10.1177/0256090920040308>
- Chu, W. (2011). Family ownership and firm performance: Influence of family management, family control, and firm size. *Asia Pacific Journal of Management*, 28(4), 833-851. <https://doi.org/10.1007/s10490-009-9180-1>
- Coase, R. (1937). The nature of the firm. *Económica*, 4(16), 386-405. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x>
- Córdova, F., Duque, G., & Sigüencia, A. (2021). La concentración empresarial y estrategias de inclusión. *Problemas del Desarrollo Revista Latinoamericana de Economía*, 52(205), 173-200. <https://doi.org/10.22201/ieec.20078951e.2021.205.69708>
- Cuenca, G., Maldonado, K., & Ramos, T. (2021). Estudio sectorial: Efectos del COVID-19 en el sector agroindustrial. *SuperCias*. <https://investigacionyestudios.supercias.gob.ec/index.php/estudios-sectoriales/>
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). The distinctiveness of agency theory and stewardship theory. *Academy of Management Review*, 22(3), 611-613.
- Dilipkumar, A., Sunder, D., Rajendra, N., & Rajan, P. (2021). An empirical study of the financial ratios of

- the Indian information technology sector by applying factor analysis and substantiation of the results using cluster analysis. *Indian Institute of Finance*, 35(1), 135-150.  
<https://www.financeindia.org/data/2021/FI351/FI-351-Art06.pdf>
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An assessment and review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57-74. <https://doi.org/10.2307/258191>
- Ekadjaja, M., Putera, H., & Amelinda, R. (2019). Parabolic effect between managerial ownership and firm value to control agency conflict. *Jurnal Manajemen*, 23(3), 355-374.  
<https://doi.org/10.24912/jm.v23i3.569>
- Escobar, N., Benavides, J., & Perafán, H. (2016). Gobierno corporativo y desempeño financiero: conceptos teóricos y evidencia empírica. *Cuadernos de Contabilidad*, 17(43), 203-254.  
<https://doi.org/10.11144/Javeriana.cc17-43.gcdf>
- Espinoza, C., Salinas, A., Camino, S., & Portalanza, A. (2021). Policy Report: Empresas familiares en Ecuador (2021). Universidad Espíritu Santo. <https://www.uees.edu.ec/wp-content/uploads/2021/12/Policy-Report-Empresas-Familiares-en-Ecuador-2021.pdf>
- Faisal, F., Majid, M., & Sakir, A. (2020). Agency conflicts, firm value, and monitoring mechanisms: An empirical evidence from Indonesia. *Cogent Economics & Finance*, 8(1), 1822018.  
<https://doi.org/10.1080/23322039.2020.1822018>
- Fang, H., Chrisman, J. J., Daspit, J. J., & Madison, K. (2021). Do nonfamily managers enhance family firm performance? *Small Business Economics*, 58(3), 1459-1474. <https://doi.org/10.1007/s11187-021-00469-6>
- Fatmasari, R. (2011). The relation between growth opportunity, leverage policy and function of covenant to control the agency conflict between shareholders and debtholders. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, 13(3), 307-324. <https://doi.org/10.21098/bemp.v13i3.395>
- Fernandes, V., Barbosa, A., & Del Canto, E. (2013). Gobernanza, teoría de la agencia y auditoría. *Revista de Auditoría Governanca e Contabilidade*, 1(2) 87-95.  
<https://revistas.fucamp.edu.br/index.php/ragc/article/view/348>
- Ficco, R. (2011). Evolución histórica de los enfoques en contabilidad financiera: implicaciones para los objetivos y los requisitos de la información contable. *Actualidad Contable Faces*, 14(23), 39-61.  
<https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=25720652004>
- Fontes-Filho, J., & Balassiano, M. (2008). The problem of incentives in building corporate governance models. *Corporate Ownership and Control*, 5(2), 352-359. <https://doi.org/10.22495/cocv5i2c3p4>
- Ganga, F., Ramos, E., Leal, A., & Valdivieso, P. (2015). Teoría de agencia (TA): supuestos teóricos aplicables a la gestión universitaria. *Innovar*, 25(57), 11-26.  
<https://doi.org/10.15446/innovar.v25n57.50324>
- Ganga, F., Quiroz, J., & Maluk, S. (2015). ¿Qué hay de nuevo en la teoría de agencia (TA)? Algunos trabajos teóricos y empíricos aplicados a las organizaciones. *Prisma Social*, 15(1), 685-707.  
<https://www.redalyc.org/pdf/3537/353744533019.pdf>
- García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2010). Ownership structure and debt maturity: New evidence from Spain. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 35(4), 473-491.  
<https://doi.org/10.1007/s11156-009-0115-1>
- Gil, J., Cruz, J., & Lemus, A. (2018). Desempeño financiero empresarial del sector agropecuario: un análisis comparativo entre Colombia y Brasil -2011-2015-. *Revista Escuela de Administración de Negocios*, 84, 109-131. <https://doi.org/10.21158/01208160.n84.2018.1920>
- Gill, A., & Biger, N. (2012). Factors that affect small business performance in Canada. *International Journal of Entrepreneurial Venturing*, 4(2), 181-193. <https://doi.org/10.1504/IJEV.2012.046520>



- Gogineni, S., Linn, S., & Yadav, P. (2013). *Ownership structure, management control and agency costs*. College of Business, University of Wyoming.
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M. A. (2012). Family firms and financial performance: The cost of growing. *Emerging Markets Review*, 13(4), 626-649. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.09.003>
- Gorbaneff, Y. (2001). Teoría de la agencia y sus aplicaciones en el mercadeo. *Innovar*, 1(18), 37-46. <https://repositorio.unal.edu.co/handle/unal/36665>
- Herrera, A., Betancourta, V., Herrera, A., Vega, S., & Vivanco, E. (2016). Razones financieras de liquidez en la gestión empresarial para la toma de decisiones. *Quipukamayoc*, 24(46), 153-162. <https://doi.org/10.15381/quipu.v24i46.13249>
- Islam, M., & Ullah, G. M. W. (2020). Debt and profitability: Evidence from Bangladesh. *International Journal of Monetary Economics and Finance*, 13(4), 362-382. <https://doi.org/10.1504/IJMEF.2020.109995>
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kakati, S., & Roy, A. (2021). Financial performance of farmer producer companies of India: A study from 2013-2014 to 2018-2019. *International Journal of Rural Management*, 18(3), 410-428. <https://doi.org/10.1177/09730052211034700>
- Lagos, D., Betancourt, J., & Gómez, G. (2018). Relación entre gobierno corporativo, control familiar y desempeño en empresas colombianas. *Innovar*, 28(69), 85-98. <https://doi.org/10.15446/innovar.v28n69.71698>
- Lefort, F. (2008). El efecto de los conflictos de agencia en las políticas de dividendos a los accionistas. El caso chileno. *El Trimestre Económico*, 75(299). <https://www.eltrimestreeconomico.com.mx/index.php/te/article/view/413/608>
- Martínez, J. I., Stöhr, B. S., & Quiroga, B. F. (2007). Family ownership and firm performance: Evidence from public companies in Chile. *Family Business Review*, 20(2), 83-94. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2007.00087.x>
- Mehta, K., Sharma, R., & Vyas, V. (2019). Efficiency and ranking of sustainability index of India using DEA-TOPSIS. *Journal of Indian Business Research*, 11(2), 179-199. <https://doi.org/10.1108/JIBR-02-2018-0057>
- Molina, A., Botero, S., & Montoya, A. (2017). Estudios de rendimiento en las empresas de familia. Una nueva perspectiva. *Estudios Gerenciales*, 33, 76-86. <https://doi.org/10.1016/j.estger.2016.10.009>
- Moolchandani, R., & Kar, S. (2022). Family control, agency conflicts, corporate cash holdings and firm value. *International Journal of Emerging Markets*, 17(10), 2636-2654. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-07-2020-0828>
- Muñoz, J., Sepúlveda, S., & Veloso, C. (2019). Non-linear effects of ownership structure, growth opportunities and leverage on debt maturity in Chilean firms. *Revista Mexicana de Economía y Finanzas*, 14(1), 21-40. <https://doi.org/10.21919/remef.v14i1.357>
- Mysaka, H., & Derun, I. (2021). Corporate financial performance and Tobin's Q in dividend and growth investing. *Contemporary Economics*, 15(3), 277-288. <https://doi.org/10.5709/ce.1897-9254.449>
- Nguyen, T. Q., Viet, H. T., & Loan, L. T. T. (2021). Factors affecting financial management: Case study of educational manager training and fostering public institutions. *Management Science Letters*, 11(6), 1861-1870. <https://doi.org/10.5267/j.msl.2021.1.016>
- Ortiz, K., Campos, E., Alvarado, M., & Alcívar, C. (2019). Análisis de las empresas familiares en Ecuador



- desde una óptica multivariante. *Revista de Ciencias Sociales*, 25(4), 161-174.  
<https://www.redalyc.org/journal/280/28062322012/html/>
- Pazarskis, M., Vogiatzoglou, M., Koutoupis, A., & Drogalas, G. (2021). Corporate mergers and accounting performance during a period of economic crisis: Evidence from greece. *Journal of Business Economics and Management*, 22(3), 577-595. <https://doi.org/10.3846/jbem.2021.13911>
- Pinto, J., & Lisboa, P. (2017). Ética y agencia. Una revisión crítica de la neutralidad moral de la Teoría de la Agencia. *Revista Empresa y Humanismo*, 20(2), 51-86. <https://doi.org/10.15581/015.XX.2.51-86>
- Polat, G., & Benligiray, S. (2022). The impact of family business professionalization on financial performance: A multidimensional approach. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 29(7), 1149-1175. <https://doi.org/10.1108/JSBED-11-2021-0437>
- R. L., M. (2021). Ownership structure and corporate social responsibility in India: Empirical investigation of an emerging market. *Review of International Business and Strategy*, 31(4), 540-555. <https://doi.org/10.1108/RIBS-07-2020-0077>
- Rahmawati, A., Moeljadi, M., Djumahir, & Sumiati. (2018). The effects of managerial ownership, leverage, dividend policy in minimizing agency problem. *Investment Management and Financial Innovations*, 15(4), 273-282. [https://doi.org/10.21511/imfi.15\(4\).2018.22](https://doi.org/10.21511/imfi.15(4).2018.22)
- Rodríguez-García, M. del P., Galindo-Manrique, A. F., Cortez-Alejandro, K. A., & Méndez-Sáenz, A. B. (2022). Eco-efficiency and financial performance in Latin American countries: An environmental intensity approach. *Research in International Business and Finance*, 59, 101547. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101547>
- Salazar, G. (2017). Factores determinantes del desempeño financiero en el sector manufacturero en la República del Ecuador. *Panorama Económico*, 25(2), 243-254. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=6839611>
- San Martín, J. (2017). Estructura de propiedad y su efecto en la política de dividendos en el contexto mexicano. *Contaduría y Administración*, 62(4), 1183-1198. <http://dx.doi.org/10.1016/j.cya.2015.12.005>
- San Martin-Reyna, J. M., & Duran-Encalada, J. A. (2012). The relationship among family business, corporate governance, and firm performance: Evidence from the Mexican stock exchange. *Journal of Family Business Strategy*, 3(2), 106-117. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2012.03.001>
- Sharif, O., Hasan, M., Kurniasari, F., Hermawan, A., & Gunardi, A. (2019). Productivity and efficiency analysis using DEA: Evidence from financial companies listed in Bursa Malaysia. *Management Science Letters*, 9(2), 301-312. <https://doi.org/10.5267/j.msl.2018.11.010>
- Shakatreh, M. (2021). The effect of liquidity ratios management on the profitability of industrial companies listed on the Amman Stock Exchange. *Accounting*, 7(5), 1131-1138. <https://doi.org/10.5267/j.ac.2021.2.026>
- Tan, J. D., Sugiarto, S., & Budhijono, F. (2021). Family business and risk management: Perspectives of SMEs entrepreneurs in Indonesia. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(5), 851-861. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2021.vol8.no5.0851>
- Tolstov, N. (2021). Model for assessment of the quality of financial management in solving the problem of agency conflicts. En: T. Antipova (Ed.), *Comprehensible Science. ICCS 2020. Lecture Notes in Networks and Systems: Vol. 186*, (pp. 91-100). Springer. [https://doi.org/10.1007/978-3-030-66093-2\\_9](https://doi.org/10.1007/978-3-030-66093-2_9)
- Tsao, C. W., Le Breton-Miller, I., Miller, D., & Chen, S. J. (2021). Firing managers: The benefits of family ownership and costs of family management. *Journal of Family Business Strategy*, 12(3), 100411. <https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2020.100411>

- Vallejos, R. (2015). Estructura de capital, concentración de propiedad y política de dividendos como factores determinantes de problemas de agencia en empresas chilenas. *Estudios de Administración*, 22(1) 57-89. <https://doi.org/10.5354/0719-0816.2015.56731>
- Venkadasalam, S., Mohamad, A., & Sifat, I. M. (2020). Operational efficiency of shipping companies: Evidence from Malaysia, Singapore, the Philippines, Thailand and Vietnam. *International Journal of Emerging Markets*, 15(5), 875-897. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-07-2019-0493>
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385-417. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>
- Villaluenga, S., & Llibrer Escrig, I. (2019). Charge and discharge ending the agency relationship. *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, 22(2), 225-232. <https://doi.org/10.6018/rcsar.382281>
- Viveros, A. A. (2015). El riesgo moral y la regulación de la calidad de los servicios públicos. *Derecho y Sociedad*, 45, 45-52.  
<http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/derechoysociedad/article/view/15223/15691>