

REVISIÓN DE LA LITERATURA DE EMPRESAS FAMILIARES: UNA PERSPECTIVA FINANCIERA

FAMILY FIRMS LITERATURE REVIEW: A FINANCIAL PERSPECTIVE

Maximiliano González Ferrero

Universidad de los Andes, Bogotá, Colombia

mgf@adm.uniandes.edu.co

Alexander Guzmán Vásquez

Universidad de los Andes, Bogotá, Colombia

Colegio de Estudios Superiores de Administración (CESA), Bogotá, Colombia

alexander.guzman@cesa.edu.co

Carlos Pombo Vejarano

Universidad de los Andes, Bogotá, Colombia

cpv@adm.uniandes.edu.co

María Andrea Trujillo Dávila

Universidad de los Andes, Bogotá, Colombia

Colegio de Estudios Superiores de Administración (CESA), Bogotá, Colombia

maria.trujillo@cesa.edu.co

RESUMEN

Las empresas familiares son la estructura organizacional más difundida en el mundo inclusive en las economías más desarrolladas. Por ello, siempre han sido un objeto de estudio interesante para las distintas áreas de la administración. Sin embargo, muchas de ellas trabajan de forma aislada y el conocimiento no se ha integrado suficientemente. En este artículo facilitamos esa integración mediante una revisión de la literatura de empresas familiares desde la perspectiva financiera, ordenando más de 30 años de avances y presentando una agenda de investigación comprehensiva desde esta perspectiva.

Palabras clave: empresas familiares, desempeño financiero, estructura de capital, gobierno corporativo.

Clasificación JEL: G3, G32.

ABSTRACT

Family firms are the most common organizational structure in the world, even in developed economies. Therefore, they have been an interesting object of study within the different areas related to business research. Most of the work in these areas, however, has occurred independently and the resulting knowledge has not been fully integrated. The aim of this paper is to contribute towards this integration by undertaking a thorough review of existing literature on family business from a financial perspective; organizing more than 30 years of research within the field, and offering a comprehensive research agenda from this perspective.

Key words: Family firms, financial performance, capital structure, corporate governance.

JEL classification: G3, G32.

1. Introducción

El estudio de las familias y sus negocios, las empresas familiares, fue abordado inicialmente por la historia económica y empresarial, la psicología, la sociología y la teoría organizacional. Sin embargo, a partir de la década de los ochenta las empresas familiares cobran importancia en la literatura financiera. Lo anterior sucede cuando los académicos en el área reconocen la importancia del estudio de los problemas de agencia y, en consecuencia, de las diferentes estructuras de propiedad y control en las empresas desde una perspectiva de gobierno corporativo.

Los problemas de agencia empiezan a mencionarse en la literatura hace un par de siglos. De acuerdo con Smith (1776) el propietario es el administrador más idóneo, pues presta atención a detalles que para un administrador sin participación en la propiedad pueden ser insignificantes. Posteriormente, Berle y Means (1932) resaltan un riesgo de la propiedad dispersa en las corporaciones al afirmar que bajo esta los gerentes pueden actuar de manera oportunista a favor de sus intereses, ignorando los de los accionistas. Con estos antecedentes, Jensen y Meckling (1976), apoyados principalmente en el trabajo de Coase (1937) y Alchian y Demsetz (1972), presentan la teoría de los costos de agencia de la firma.

A Jensen y Meckling (1976) se les atribuye la hipótesis de convergencia de intereses. De acuerdo con estos autores, cuando un gerente fundador posee una baja participación en el capital de la firma y, en consecuencia, una baja participación sobre las utilidades de la misma, tiene incentivos para actuar de manera oportunista buscando obtener prebendas y beneficios privados que afectan la utilidad de la empresa, pero que son aprovechados directa y totalmente por él mismo. Por tanto, en la medida en que aumente la participación del gerente en la propiedad de la firma, y en consecuencia, su participación sobre la utilidad, se genera una convergencia entre los intereses del gerente y los intereses de los accionistas, disminuyéndose así la probabilidad de un comportamiento oportunista por parte de la gerencia.

Fama (1980) propuso que estos costos de agencia pueden desaparecer totalmente en un escenario específico en el que el proceso de revisión de salarios impuesto por el mercado de trabajo gerencial equivalga a un arreglo de cuentas *ex post* con el gerente por su desempeño pasado. Por tanto, si el mercado puede castigar los salarios futuros de los gerentes con resultados pobres, estos tienen los incentivos necesarios para actuar correctamente. En su modelo, la disciplina a los gerentes proviene del mercado laboral gerencial con asistencia de mecanismos de supervisión internos y externos que logren estimular la eficiencia de la empresa. Sin embargo, debido a las asimetrías de información, en la práctica los mercados no logran realizar este arreglo de cuentas *ex post* de manera perfecta y los gerentes pueden asumir un comportamiento oportunista conscientes de la posibilidad de evitar el castigo sobre los salarios futuros por su manera de actuar.

Fama y Jensen (1983) realizan una propuesta diferente. Para ellos, en una organización existen funciones gerenciales (formulación e implementación de proyectos), funciones de control (aprobación y supervisión de proyectos), y la función de toma de riesgo o propiedad. Según estos autores, si las funciones gerenciales son tomadas por individuos que no asumen las consecuencias de las mismas en su riqueza personal (que no son propietarios), lo óptimo es que las funciones de control sean ejercidas por individuos diferentes. Así, las tres funciones (propiedad, gerencia y control) pueden estar concentradas en los mismos individuos, o debe haber una separación entre gerencia y control si se presenta una separación entre propiedad y gerencia.

De acuerdo con Fama y Jensen (1983), en las organizaciones no complejas, es decir, en las que el conocimiento para la toma de decisiones está concentrado en pocos agentes, se concentran naturalmente en los mismos individuos la propiedad, las decisiones de gerencia y las de control. De esta manera, en estas empresas se reducen los costos de agencia pero se generan otros costos, como una toma ineficiente de riesgo por miedo a las pérdidas o una diversificación ineficiente de la riqueza de los propie-

tarios, lo cual puede afectar la supervivencia de la firma. Por otra parte, en las organizaciones complejas el conocimiento específico para la toma de decisiones está disperso en toda la organización y se hace necesario separar las funciones de gerencia de la propiedad. Sin embargo, los costos de agencia que genera esta delegación pueden mitigarse separando las funciones de gerencia de las funciones de control.

Debido a que en las empresas familiares hay una concentración de la propiedad, y en ocasiones los miembros familiares ejercen las funciones de gerencia y control, los planteamientos realizados por diversos autores hasta 1983 sobre los costos de agencia entre gerente y accionistas, dan origen a diversas preguntas en relación con las familias y sus empresas. ¿Las familias ejercen funciones de propiedad, gerencia y control porque sus empresas no son complejas? ¿Lo hacen aún cuando sus empresas sean complejas? ¿Las empresas familiares afrontan los mismos problemas de agencia que las no familiares? y si es así, ¿los problemas son más o menos críticos en este tipo de empresas? ¿Las familias realizan una toma ineficiente del riesgo? ¿Si se presenta una toma ineficiente del riesgo en las empresas familiares, esta se ve compensada por la reducción en los costos de agencia? ¿Cómo impacta la propiedad familiar en el desempeño de la firma? ¿La estructura de la familia tiene implicaciones sobre el desempeño de la firma? ¿La generación de la familia que ejerce funciones de propiedad, gerencia o control tiene implicaciones diferentes sobre la empresa?

Lo anterior resalta las razones por las cuales desde la década de los ochenta las empresas familiares cobran importancia en la literatura financiera. En las últimas tres décadas, diferentes revistas académicas en el área de las finanzas han publicado trabajos relacionados con las empresas familiares que se han hecho cada vez más rigurosos y estructurados, y que han dado surgimiento a nuevas preguntas en relación con este tipo de organizaciones.

Este trabajo pretende poner en evidencia la evolución de la literatura financiera relacionada con las empresas familiares. Con el fin de cumplir este objetivo, se realiza una revisión de la literatura financiera de las últimas tres déca-

das, y de manera cronológica se exponen los diferentes temas que han sido tratados hasta el momento. Aunque la mayoría de los artículos presentados en esta revisión han sido publicados en revistas económicas y financieras, se consideraron otros estudios que han sido abordados desde la perspectiva financiera, pero que están publicados en revistas del área organizacional. Esta revisión contribuye al estudio de las empresas familiares desde una perspectiva financiera clarificando de manera sistemática y cronológica los diferentes aportes realizados por los académicos del área, resaltando la evolución de los temas y cuestionamientos de investigación abordados, y presentando un compendio de lo existente para alentar el desarrollo de nuevas hipótesis, estudios de caso, modelos y contrastaciones empíricas. Otro aporte fundamental de esta revisión es el poner al alcance de los académicos de diferentes disciplinas dedicados al estudio de las empresas familiares, la discusión y hallazgos obtenidos desde una perspectiva financiera. Lo anterior puede alentar una discusión interdisciplinaria y enriquecer los futuros trabajos de investigación que se realicen sobre este tipo de propiedad particular.

Este artículo se estructura de la siguiente manera: primero, se revisan los artículos que abordan la relación entre la propiedad familiar y el desempeño financiero. Segundo, se profundiza en aquellos que se centran en el estudio del papel de los herederos en las empresas familiares. Tercero, se revisan los estudios que buscan determinar el impacto de la propiedad familiar en la estructura de capital de la empresa. Cuarto, se abordan los artículos que evidencian el deseo de las familias por retener el control de sus empresas y las razones relacionadas. Finalmente, se resaltan los estudios que analizan diferentes mecanismos de gobierno corporativo y su funcionamiento en las empresas familiares.

2. Estudios pioneros sobre el desempeño financiero de las empresas familiares

Partiendo de los planteamientos teóricos de Jensen y Meckling (1976), las contrastaciones empíricas del impacto de la propiedad geren-

cial sobre el desempeño surgen con el trabajo de Morck, Shleifer y Vishny (1988). Los autores buscaban soporte empírico para la hipótesis de convergencia de intereses o para la hipótesis de atrincheramiento propuesta por Demsetz (1983), quien asegura que con una alta participación gerencial los gerentes se atrincheran, utilizan su poder para aferrarse al cargo, devengando altos salarios e impidiendo la activación de los mecanismos de disciplina de mercado. Morck *et al.* (1988) descartan la hipótesis de atrincheramiento, encuentran evidencia para la hipótesis de convergencia de intereses y descubren una relación no monotónica entre la propiedad gerencial y el desempeño financiero. Adicionalmente, los autores afirman que el decrecimiento del desempeño financiero para determinado rango de propiedad gerencial se debe a características de la firma que alienan el atrincheramiento, como la presencia de la familia fundadora, y no necesariamente al porcentaje de participación del gerente en la propiedad de la empresa. Además, los autores encuentran que la presencia de la familia fundadora afecta de manera adversa el desempeño en las firmas más antiguas, donde el talento del fundador puede ser menos valioso. Posiblemente esto suceda porque la organización se hace más compleja, siguiendo los planteamientos de Fama y Jensen (1983). Las variables de control utilizadas por estos autores en el primer estudio son los gastos en investigación y desarrollo y en publicidad, la estructura financiera, el tamaño de la firma y el sector industrial al que pertenece.

Denis y Denis (1994) desestiman la relación entre concentración de la propiedad y desempeño financiero. Estos autores construyen una base de datos con empresas que experimentan una concentración de la propiedad superior al 50% y definen un grupo de control, conformado por pares con propiedad difusa para cada empresa de la muestra, ubicados en el mismo sector industrial y con un tamaño similar medido por el valor en libros de los activos. Denis y Denis (1994) no encuentran diferencias significativas entre las firmas de la muestra y las firmas del grupo de control respecto al tamaño, varianza de los retornos de las acciones o gastos en investigación y desarrollo.

Para Denis y Denis (1994) la escogencia de propiedad concentrada puede estar cercanamente relacionada con los atributos específicos del propietario antes que con los atributos específicos de la firma. Aproximadamente, el 80% de las firmas de la muestra con propiedad concentrada están caracterizadas por involucramiento familiar o son gerenciadas por el fundador de la firma. Una vez este involucramiento por parte de la familia o el fundador disminuye, es menos probable que la firma esté controlada por accionistas mayoritarios. Los autores soportan sus conclusiones en la estimación de regresiones relacionando cambios en la propiedad con cambios en el desempeño sin encontrar relaciones significativas. Además, estiman regresiones relacionando cambios en la propiedad gerencial como variable dependiente e indicadores del estatus de propiedad, cambios en la gerencia, características de la firma y características del propietario como variables independientes.

Un trabajo crítico en el estudio de las empresas familiares fue el realizado por McConaughy, Walker, Henderson y Mishra (1998). Estos autores conforman una muestra de empresas familiares estadounidenses gerenciadas por el fundador o sus herederos y establecen dos tipos de pares para las mismas: pares de propiedad, empresas con similar porcentaje de propiedad gerencial, tamaño e industria; y pares difusos, empresas con iguales características pero propiedad gerencial inferior. McConaughy *et al.* (1998) encuentran que las empresas familiares son más valiosas que los dos grupos de control. Sus resultados señalan que la propiedad gerencial tiene poca relación con el valor de la firma, lo cual es consistente con el punto de vista de Demsetz y Lehn (1985) respecto a que la propiedad gerencial es endógena a la firma. Sin embargo, el control familiar tiene un impacto positivo sobre el valor y la eficiencia. El tipo de gerente parece ser mucho más importante que el nivel de propiedad gerencial. Esto es consistente con Fama y Jensen (1983) sugiriendo que las relaciones de la familia proveen un mejoramiento en la supervisión. Además, McConaughy *et al.* (1998) encuentran que las firmas controladas por los descendientes del fundador operan la firma de manera más eficiente gene-

rando altos crecimientos en ventas y mayores ventas y flujo de caja por empleado. Este es el primer trabajo que resalta el papel de los herederos en la gerencia y abre una nueva línea de investigación diferenciando el papel del fundador al papel de los herederos en las empresas familiares.

James (1999) desestima el planteamiento de Fama y Jensen (1983) respecto a que las empresas donde la propiedad, la gerencia y el control están concentrados en los mismos individuos pueden tomar posiciones de riesgo ineficientes por miedo a perder la riqueza. James (1999) presenta un modelo de dos períodos para mostrar cómo los vínculos familiares incrementan los horizontes de los gerentes familiares a través de las generaciones, mejorando las decisiones de inversión en comparación con las empresas no familiares. El modelo lleva a que si el propietario opera la empresa familiar buscando transferir el negocio a su descendiente en el segundo período y está preocupado por el bienestar de este, las inversiones en la firma serán más altas que en el caso de las empresas no familiares. En general, los gerentes familiares tienen en cuenta las implicaciones de largo plazo de sus decisiones de consumo e inversión sobre el bienestar familiar.

Las contrastaciones empíricas relacionadas con el desempeño financiero de las empresas familiares se incrementaron sustancialmente en la última década. El siguiente aparte del artículo profundiza en las investigaciones y planteamientos teóricos que analizan el desempeño financiero de las empresas familiares. Sin embargo, estas investigaciones presentan diferentes formas de medir el desempeño financiero y la mayoría de estas dan un énfasis especial al papel que cumplen los herederos en este tipo de organizaciones.

3. Empresas familiares, desempeño financiero y el papel de los herederos

Como se dijo anteriormente, McConaughy *et al.* (1998) resaltan el papel de los herederos en la gerencia y dan inicio a una nueva línea de investigación. A partir de este trabajo, casi todas las contrastaciones empíricas tendientes a evaluar el impacto de la propiedad familiar

sobre el desempeño financiero, tienen en cuenta si el involucramiento familiar en la empresa es ejercido por el fundador o sus herederos. La mayoría de los artículos que se reseñan en esta sección siguen relacionados con el desempeño financiero pero diferencian el impacto de los herederos del impacto del fundador en los resultados obtenidos por la firma. Además, debido a las diversas maneras utilizadas para medir el desempeño financiero, a continuación se reseñan estos trabajos clasificados según la metodología implementada.

3.1. Desempeño financiero y estudio de eventos

En los estudios que se reseñan a continuación, los autores miden el desempeño de las empresas familiares en un período de análisis previo y posterior a la sucesión gerencial, tomando medidas de mercado o contables y controlando por el tipo de gerente nombrado como sucesor.

Smith y Amoako-Adu (1999) realizan un estudio de eventos utilizando 124 sucesiones gerenciales en Canadá. Este trabajo analiza aspectos relacionados con la decisión de la familia de nombrar como sucesor a un miembro de la familia o a un gerente interno o externo no familiar. Los autores encuentran que firmas con alto involucramiento familiar y sin bloques controlantes externos tienen mayor probabilidad de nombrar a un miembro de la familia como sucesor. El mercado accionario reacciona de manera negativa al nombramiento de un gerente familiar, debido a que estos tienden a ser más jóvenes y carecen de reputación. Además, los autores encuentran que un desempeño financiero bajo en años previos lleva al nombramiento de un interno o un externo no familiar. En estos casos, el desempeño de la firma mejora luego de la sucesión. Otro hallazgo relevante está en que el desempeño previo de las firmas con sucesores familiares es similar al desempeño promedio de la industria pero decrece después de la sucesión. Lo anterior contradice los resultados de McConaughy *et al.* (1998) en cuanto a los herederos, pero Smith y Amoako-Adu (1999) sostienen que estas diferencias pueden presentarse debido a la diferencia en el período de análisis utilizado en los dos estudios.

Tratando de evidenciar la influencia de un nepotismo inapropiado para las empresas familiares, Pérez-González (2006) realiza un estudio de eventos sobre más de trescientas sucesiones gerenciales en empresas estadounidenses y encuentra soporte empírico para la idea de algunas firmas en la muestra que promueven gerentes basados en los vínculos familiares antes que en el mérito. Los gerentes familiares son, en promedio, ocho años más jóvenes que los gerentes no familiares en el momento de su nombramiento y las firmas que nombran gerentes familiares tienen un desempeño inferior a las que nombran un gerente no familiar. Además, controlando por el tipo de institución académica al que asistió el heredero, encuentra que los gerentes familiares que no asistieron a universidades de alto prestigio, tienen un desempeño dramáticamente inferior.

En una extensión al trabajo de Pérez-González (2006), Bennedsen, Meisner, Pérez-González y Wolfenzon (2007) utilizan una base de datos de Dinamarca. El principal hallazgo de este estudio de eventos es que las sucesiones familiares, entendiendo estas como el nombramiento de un miembro familiar como gerente, están negativamente correlacionadas con el desempeño de la firma alrededor de las sucesiones gerenciales. Los resultados descritos pueden explicarse por diferencias en desempeño reportadas pero no reales. Los gerentes familiares pueden ser más propensos a desviar flujos de caja hacia la familia controlante en comparación con los gerentes externos, aun cuando el desempeño operativo de los dos grupos de firmas sea idéntico. Según este estudio, los gerentes familiares tienen a ser más costosos en industrias de alto crecimiento, con salarios relativamente altos o fuerza laboral altamente capacitada.

Cucculelli y Micucci (2008) llevan a cabo otro estudio de eventos para empresas italianas y encuentran que el desempeño financiero después de la sucesión presenta un decrecimiento mayor para las firmas gerenciadas por los herederos en comparación con las gerenciadas por externos. Lo anterior implica que la gerencia heredada afecta negativamente el desempeño de la firma. Además, el decrecimiento del desempeño es mucho mayor en sectores competitivos,

en donde es probable que el talento del fundador sea mucho más valioso. Hasta el momento, todos los estudios de eventos relacionados con sucesiones sugieren un impacto negativo de los herederos.

3.2. Desempeño financiero, medidas contables y de mercado

En los estudios reseñados en esta sección, los autores miden el desempeño de las empresas familiares a través de medidas de mercado, como la Q de Tobin, o medidas contables, como la rentabilidad sobre el patrimonio o sobre los activos.

Ang, Cole y Lin (2000) realizan una contras-tación a los planteamientos de Jensen y Meckling (1976) tomando una muestra de empresas estadounidenses pequeñas, no listadas en bolsa. Los autores utilizan indicadores para medir los costos de agencia, como la diferencia de los gastos normalizados por ventas de una compañía con más de un accionista en comparación con los de una empresa con un único propietario –sin costos de agencia–. Ang *et al.* (2000) encuentran que estos son significativamente más altos cuando un externo, antes que un interno, gerencia la firma; están inversamente relacionados con la participación accionaria del gerente y se incrementan con el número de accionistas no gerentes. Estos hallazgos favorecen el involucramiento familiar en la empresa.

Anderson y Reeb (2003a) exploran la relación entre la propiedad de la familia fundadora y el desempeño de la firma en las grandes empresas listadas de los Estados Unidos. Además de tener en cuenta variables tradicionales en los análisis de desempeño financiero (como tamaño, oportunidades de crecimiento, riesgo, endeudamiento y edad de la firma), incluyen en sus regresiones variables de gobierno corporativo (como tamaño y composición de la junta directiva, la compensación del gerente y la presencia de otros accionistas controlantes). Los autores encuentran que el desempeño financiero es mejor en las empresas familiares. Además, evidencian que la relación entre la participación de la familia fundadora y el desempeño de la firma no es monótona; el desempeño primero incrementa en la medida en que la propiedad familiar incrementa, pero luego decrece con

una propiedad familiar creciente. Finalmente, Anderson y Reeb (2003a) muestran que cuando los miembros de la familia sirven como gerentes, el desempeño es mejor que con gerentes externos.

Chen, Cheung, Stouraitis y Wong (2005) estudian empresas familiares en Hong Kong y sus resultados no muestran una relación positiva entre la propiedad familiar y el desempeño financiero. Por tanto, estos resultados respaldan los planteamientos de Demsetz y Lehn (1985), para quienes la propiedad concentrada no está asociada con un mejor desempeño operativo o una alta valoración de la empresa. Debido a que este estudio es relevante respecto al análisis de los mecanismos de gobierno corporativo en las empresas familiares, será retomado posteriormente.

Luo y Chung (2005), estudian el papel de las relaciones interpersonales en los grupos económicos en Taiwan. Los autores encuentran que los vínculos familiares entre los gerentes de las empresas en un mismo grupo económico tienen un efecto positivo sobre el desempeño de las firmas. También afirman que tal efecto positivo se debe a un fortalecimiento de las relaciones comerciales entre las empresas gracias a los vínculos familiares existentes entre los tomadores de decisiones.

El estudio de Villalonga y Amit (2006) por primera vez tiene en cuenta los efectos de la propiedad familiar, la gerencia y la utilización de los mecanismos que incrementan los derechos de control en relación con los derechos sobre los flujos de caja de la empresa. Su estudio, realizado con empresas estadounidenses, utiliza variables para propiedad y una *dummy* para la utilización de mecanismos que incrementan el control (como dos clases de acciones comunes, pirámides, propiedad cruzada o acuerdos de voto), evalúa la presencia de la familia en la gerencia, y tiene en cuenta diferencias entre el porcentaje de los derechos de propiedad y los derechos de control, la independencia de la junta directiva, un índice de gobierno corporativo, entre otros.

Estos autores encuentran que las empresas familiares pueden ser más o menos valiosas que las empresas no familiares. La propiedad familiar crea valor para todos los accionis-

tas solamente cuando el fundador permanece activo en la firma, sea como gerente o como presidente de junta directiva con un gerente no familiar contratado. Cuando las empresas familiares son gerenciadas por los herederos del fundador, los accionistas minoritarios están peor que lo que estarían en las empresas no familiares en las cuales estos podrían estar expuestos al problema de agencia clásico con los gerentes. Los fundadores crean valor aun cuando utilizan mecanismos de mejoramiento del control, los cuales facilitan la expropiación de los accionistas no familiares. Finalmente, los autores encuentran que el efecto negativo de los descendientes del fundador como gerentes es totalmente atribuible a las empresas familiares de segunda generación. La contribución incremental al valor de la firma en la tercera generación es positiva y significativa, lo que puntualiza un efecto no monotónico de la generación sobre el valor de la firma. Este último resultado pone en evidencia la necesidad de continuar con las investigaciones sobre el papel de los herederos en las empresas familiares.

Maury (2006) realiza un estudio similar con empresas de trece países de Europa occidental, sin discriminar entre gerente fundador y herederos. Maury (2006) encuentra que la propiedad familiar está asociada con mayores valoraciones y mayor rentabilidad medida como el retorno sobre activos. Además, encuentra que el involucramiento familiar activo, definido como presencia familiar en las dos posiciones gerenciales más importantes en la empresa, incrementa fuertemente la rentabilidad, mientras que el involucramiento familiar pasivo está asociado con tasas de rentabilidad similares al de las empresas no familiares. Estos efectos positivos tienden a disminuir cuando la protección legal a los inversionistas es baja. De igual manera, Barontini y Caprio (2006) realizan un estudio con empresas de once países de Europa continental y encuentra un impacto positivo de la propiedad y el control familiar sobre el desempeño financiero. Sin embargo, este efecto se diluye cuando un descendiente toma la posición de gerente, ya que en esta situación, las empresas familiares no son significativamente diferentes de las empresas no familiares en términos de valoración y desempeño.

Sraer y Thesmar (2007) conforman una muestra de empresas francesas listadas en bolsa y encuentran que las empresas familiares tienen un desempeño ampliamente superior al de las empresas de propiedad dispersa. Estos resultados se mantienen para empresas dirigidas por el fundador, por gerentes externos o por los herederos. Los autores ofrecen explicaciones para el buen desempeño de las empresas familiares. Los herederos son incluso marginalmente mejores que los gerentes externos debido a un uso más eficiente de la fuerza de trabajo. Estas empresas pagan salarios bajos, aun contando con trabajadores capacitados y experimentados. También encuentran que los herederos suavizan los choques de la industria y administran para honrar los contratos laborales implícitos. Es necesario resaltar que Sraer y Thesmar (2007) no tienen en cuenta diferencias entre los derechos de control y de propiedad.

Debido a la falta de consenso entre los distintos estudios analizados, Miller, Le Breton-Miller, Lester y Cannella Jr. (2007) utilizan una base de datos de empresas estadounidenses, buscando entender por qué los diferentes estudios previos en empresas familiares no llegan a los mismos resultados. Los autores realizan una distinción hasta entonces ignorada entre empresas de un solo fundador, en las cuales ningún pariente del fundador está involucrado, y otros verdaderos negocios de familia, que incluyen múltiples miembros familiares como los principales propietarios o gerentes. Miller *et al.* (2007) concluyen que los resultados de las empresas de un solo fundador combinados con los obtenidos por verdaderas empresas familiares son comparables con los obtenidos por Anderson y Reeb (2003a) y Villalonga y Amit (2006). El desempeño superior sólo se mantiene para el grupo de empresas de un solo fundador al separar los dos grupos y, por tanto, el desempeño superior de las empresas familiares resulta de acuerdo con la manera en que se defina este tipo de empresas.

En una muestra de empresas alemanas, Andres (2008) encuentra que aquellas con bloques controlantes familiares superan a las empresas con otro tipo de bloques controlantes, así como a las firmas con propiedad dispersa. Lo anterior implica que la identidad del bloque

controlante es importante sobre el desempeño financiero. El desempeño de la firma es mayor en aquellas empresas familiares en las cuales el fundador se encuentra activo como gerente, y los gerentes herederos o los gerentes externos no tienen un impacto significativo sobre el desempeño de la firma. El autor tiene en cuenta la utilización de acciones comunes de dos clases diferentes por parte de las empresas de la muestra, como un mecanismo para incrementar el control.

Bertrand, Johnson, Samphantharak y Schoar (2008) construyen una base de datos de árboles familiares y de grupos de negocios para noventa y tres de las familias de negocios más grandes en Tailandia. Los autores encuentran una asociación positiva fuerte entre el tamaño de la familia y el involucramiento de la familia en la propiedad y el control de las empresas familiares. Los hijos del fundador desempeñan un papel central tanto en la propiedad como en la junta directiva y un mayor involucramiento de los mismos está asociado con un bajo desempeño, especialmente cuando el fundador ha muerto. Una hipótesis que emerge del análisis es que parte de la decadencia de los grupos dirigidos por la familia en el tiempo, es debida a la dilución de la propiedad y el control entre un conjunto de descendientes del fundador igualmente poderosos, los cuales crean una carrera hacia el fracaso extrayendo la riqueza fuera de las empresas del grupo.

Tratando de resolver las discrepancias en relación con el impacto de los herederos en las empresas familiares, Saito (2008) examina el desempeño de firmas controladas por las familias fundadoras en Japón. El autor encuentra empíricamente que las empresas familiares gerenciadas por los fundadores son transadas con un premio. Después del retiro de los fundadores, los resultados son mixtos. El desempeño de las empresas familiares, de propiedad y a la vez gerenciadas por los descendientes del fundador, es inferior al de las empresas no familiares (propiedad y gerencia a la vez). En contraste, el desempeño de empresas familiares de propiedad o gerenciadas por los descendientes del fundador es superior al de las empresas no familiares (o propiedad o gerencia). Lo anterior sugiere que los herederos deben conservar

la propiedad sin involucrarse en la gerencia, o trabajar en la empresa sin conservar la propiedad de la misma.

Un estudio reciente que ratifica el impacto positivo del fundador en la empresa fue realizado por Adams, Almeida y Ferreira (2009). Estos autores utilizan una muestra de empresas estadounidenses y encuentran que un desempeño operativo inusualmente bajo en la empresa hace que el fundador se retire, sugiriendo que los fundadores no están inexorablemente atrincherados. De igual manera, períodos de alto desempeño financiero aumentan la probabilidad de retiro de los fundadores, lo cual puede indicar que un fundador que busca transferir el control a sus herederos puede lograrlo más fácilmente siguiendo un buen desempeño, o puede deberse al hecho de que los fundadores dejan sus compañías solo cuando estas se encuentran en buen estado. En general, los resultados en este artículo son consistentes con la visión positiva del control del fundador en las grandes corporaciones.

Fahlenbrach (2009) presenta resultados similares al estudiar el papel del fundador como gerente en las empresas estadounidenses. El autor muestra que las firmas dirigidas por su fundador invierten más en investigación y desarrollo, realizan mayores inversiones en activos fijos y realizan mejores fusiones y adquisiciones. Además, el autor muestra que un portafolio de inversiones en empresas dirigidas por el fundador durante el período 1993-2002, con igual ponderación, podría haber obtenido un exceso de retorno del 8,3% anual.

Los estudios de esta sección muestran discrepancia en los resultados encontrados en diferentes países, con diversos contextos legales y diferentes definiciones de lo que se considera una empresa familiar. Además, resalta la importancia y discusión en relación con el papel de los herederos en las empresas familiares.

3.3. Desempeño financiero y productividad

En los estudios que se abordarán a continuación, se evalúan las empresas familiares a través de su productividad. Los indicadores utilizados para medir la productividad de este tipo de firmas están relacionadas con las ventas o con márgenes de contribución. Además,

se tiene en cuenta la intensidad de estas firmas en los factores productivos, como el trabajo y la inversión en activos.

Para Barth, Gulbrandsen y Schøne (2005), utilizar un factor de productividad medido por una función de producción Cobb-Douglas, es una medida más confiable de desempeño que las financieras. Los autores encuentran que las empresas familiares noruegas son menos productivas que las no familiares con una diferencia en productividad de aproximadamente 10%. Sin embargo, esta diferencia de productividad es explicada por el régimen gerencial. Es decir, las empresas familiares que son gerenciadas por un gerente externo son igualmente productivas a las empresas no familiares; pero, si el gerente es miembro de la familia propietaria, la empresa es significativamente menos productiva que las no familiares.

Estos resultados parecen estar en contravía a los reportados por Anderson y Reeb (2003a), quienes afirman que las empresas familiares se desempeñan mejor que las no familiares. Sin embargo, ellos encontraron una relación cóncava entre propiedad familiar y desempeño en donde después del 30% la propiedad familiar tiene un efecto negativo sobre el desempeño, y a partir del 60%, las empresas familiares se desempeñan peor que las no familiares. En la muestra de Barth *et al.* (2005) la mayoría de las empresas familiares tienen una participación de parte de la familia de más del 50%, y el 74% de la muestra está conformado por empresas 100% familiares. Por último, Anderson y Reeb (2003a) concluyen que los externos son peores gerentes, pero según Barth *et al.* (2005) la diferencia en los resultados puede deberse a las medidas de desempeño utilizadas.

Al igual que Barth *et al.* (2005) Martikainen, Nikkinen y Vähämaa (2009) buscan medir la productividad de las empresas familiares con un modelo que incluye en una función Cobb-Douglas un factor que reflejaría la productividad de este tipo de empresas. La muestra está conformada por las empresas utilizadas por Anderson y Reeb (2003a; 2003b) y los resultados señalan que las empresas familiares son más productivas que las no familiares. Las tecnologías de producción de las empresas familiares y no familiares no difieren *per se*, lo que

implica que las diferencias en los niveles de producción son causadas por la alta eficiencia de producción de las empresas familiares. Los autores afirman que desde que la riqueza de la familia propietaria esta cercanamente relacionada con la eficiencia en la producción, la familia propietaria tiene mayores incentivos para mejorar la eficiencia. Debido a los horizontes de largo plazo de la familia, es más probable que la presencia de esta en la empresa permita invertir en proyectos que maximicen el valor en el largo plazo.

3.4. Desempeño financiero y modelos teóricos

Los trabajos que se presentan en esta sección representan modelos y planteamientos teóricos desarrollados en la última década en relación con la empresa familiar.

Burkart, Panunzi y Shleifer (2003) presentan un modelo en donde suponen que un gerente externo es un mejor gerente que un heredero y se enfocan en el *trade off* entre nombrar un gerente heredero con un supuesto desempeño financiero inferior, o nombrar el externo y afrontarse a una posible expropiación por parte del gerente. El modelo predice que en entornos con alta protección legal se genera separación entre propiedad, gerencia y control; en entornos con protección intermedia la familia debe permanecer como gran accionista para vigilar las acciones del gerente; y entornos con débil protección legal los problemas de agencia son tan severos que no permiten la separación entre propiedad y gerencia. Lo cuestionable en este modelo está en el supuesto de base que descarta que un heredero pueda ser mejor gerente que un externo.

Bertrand y Schoar (2006) ofrecen una explicación alternativa a la predominancia de las empresas familiares en el mundo. Para ellos, en contraste con las explicaciones de eficiencia, bajo las cuales las empresas familiares tienen un desempeño financiero superior por diversas razones (como enfoque de largo plazo, confianza entre los miembros de la familia, capital humano y beneficios de las conexiones políticas), las teorías culturales proponen que la organización de negocios alrededor de las

familias no necesariamente es una adaptación óptima al entorno económico sino un resultado de un conjunto de normas culturales predeterminadas. Tales valores culturales llevan a que el fundador renuncie a retornos financieros para maximizar su utilidad, la cual incluye el respeto a los valores y obligaciones familiares. Los valores culturales pueden crear distorsiones de eficiencia si se introducen objetivos no monetarios dentro de la maximización de la utilidad del fundador. Estas distorsiones pueden surgir por: primero, nepotismo, debido a que los fundadores prefieren a sus herederos antes que a gerentes bien capacitados trabajando en la empresa. Segundo, legado familiar, ya que los valores pueden llevar a construir un legado familiar y al deseo de asegurar la supervivencia y el control familiar a todo costo, lo cual no siempre está alineado con los objetivos de largo plazo de la empresa. Y tercero, las normas bajo las cuales se rige la sucesión o herencia de la riqueza familiar. Normas rígidas, como favorecer al primogénito, puede imponer costos a las empresas familiares.

Para concluir esta sección, es importante resaltar que aunque algunos estudios no han encontrado una relación significativa entre propiedad familiar y desempeño financiero, e incluso, unos pocos encuentran una relación negativa, la mayoría de estudios afirman que la propiedad familiar agrega valor al desempeño de las empresas. Sin embargo, es importante tratar de entender si las diferencias en los resultados se deben al contexto en el cual son realizados los estudios, a la definición de empresa familiar utilizada o al método utilizado. Por ejemplo, todos los estudios de eventos sobre sucesiones familiares revisados reportan efectos negativos en el desempeño ante las sucesiones realizadas a los herederos del fundador. Por otra parte, parece existir un acuerdo en la literatura financiera respecto a las ventajas de contar con el fundador como gerente en las empresas familiares. Sin embargo, la discusión más álgida se encuentra en el papel que desempeñan los herederos en las empresas familiares. Se puede considerar esta discusión como la más importante en relación con la propiedad familiar y el desempeño financiero.

4. Empresas familiares y estructura de capital

Los antecedentes de esta línea de investigación se encuentran en los planteamientos de Jensen y Meckling (1976) y Myers (1977) respecto a los costos de agencia de la deuda, Jensen (1986) respecto a la hipótesis del flujo de caja libre y Kim y Sorensen (1986) respecto al impacto de los costos de agencia de la deuda y el capital en la política de endeudamiento. Según Jensen y Meckling (1976) el uso de deuda reduce los costos de agencia del capital porque implica una menor emisión de acciones para suplir las necesidades de financiación de la empresa y porque limita el consumo de prebendas por parte de los gerentes. A través de la deuda el gerente se compromete a dirigir eficientemente la empresa, o de lo contrario corre el riesgo de perderla. Adicionalmente, Jensen (1986) asegura que una empresa con altos excedentes de liquidez debe experimentar altos costos de agencia del capital, pues el gerente cuenta con un mayor nivel de efectivo para el consumo de prebendas. Por lo tanto, la deuda puede reducir el exceso de liquidez y controlar el comportamiento del gerente. Sin embargo, la deuda tiene asociados unos costos de agencia para los tenedores de la misma. De acuerdo con Jensen y Meckling (1976), si la empresa usa excesivamente deuda y se encuentra en estrés financiero, el gerente en representación de los accionistas, puede escoger proyectos de alto riesgo buscando utilidades elevadas que permitan cumplir con las obligaciones derivadas de la deuda y mantener la propiedad para los accionistas, arriesgando el dinero de los tenedores de deuda. Lo anterior se conoce como el problema de sustitución. Además, Myers (1977) asegura que si la empresa requiere de altas inversiones por parte de los accionistas en momentos de estrés financiero para asumir proyectos rentables y responder a los tenedores de deuda, es posible que los accionistas decidan no invertir el dinero, debido a que los beneficios percibidos por la inversión serán principalmente obtenidos por los acreedores de la empresa. Lo anterior se conoce como el problema de subinversión.

Kim y Sorensen (1986) contrastan empíricamente la relación entre los costos de agencia y la política de endeudamiento de las empresas.

Buscando examinar estos asuntos los autores clasifican las firmas en dos grupos, de alta y de baja participación sobre el capital por parte de los *insiders* (internos como gerentes y miembros de junta directiva). Kim y Sorensen (1986) encuentran que las empresas con alta participación en la propiedad por parte de los internos tienen razones de endeudamiento más altas que las empresas con baja participación en la propiedad por parte de los mismos. Este hallazgo puede evidenciar impacto de los costos de agencia sobre la estructura de endeudamiento. Las empresas con una alta participación en la propiedad por parte de los internos pueden emitir más deuda buscando evitar los costos de la financiación con capital externo. Estos costos surgen por el impacto negativo que tienen sobre el precio de las acciones los costos de agencia de capital esperados por los nuevos accionistas, generados por la reducción de la participación del accionista mayoritario.

Wiwattanakantang (1999) desarrolla un estudio empírico sobre los determinantes de la deuda en empresas tailandesas, en donde son comunes las empresas familiares. La autora, además de incluir variables explicativas comunes como indicadores para los escudos tributarios diferentes a los impuestos (*non debt tax shields*), tangibilidad, rentabilidad, riesgo del negocio y tamaño, incluye variables de agencia como *dummies* para el tipo de accionista controlante (familia, gobierno, inversionista institucional o extranjero), edad de la firma, tamaño de la junta directiva, propiedad gerencial y grado de concentración de la propiedad. Wiwattanakantang (1999) encuentra que las empresas de propiedad familiar en las que los accionistas están involucrados en la gerencia tienen altos niveles de deuda. Según el autor, los propietarios gerentes de este tipo de firmas usan deuda para proteger su poder de voto o como una señal de su compromiso a limitar los costos de agencia.

Desde una perspectiva de la teoría de agencia, Short, Keasey y Duxbury (2002) realizan un estudio con empresas del Reino Unido y encuentran que la razón de deuda está positivamente relacionada con la propiedad gerencial. Lo anterior es consistente con la teoría en relación con los costos de agencia de la deuda,

pues mayor propiedad gerencial implica una alineación de intereses entre los tenedores de deuda y el gerente, debido a que este último se hace más adverso al riesgo y evita acciones que terminen generando el problema de sustitución de activos.

Sin embargo, el estudio empírico de Ugurlu (2000) realizado con empresas de Turquía, muestra que la propiedad gerencial en sí misma no implica mayores niveles de deuda y encuentra que las firmas controladas gerencialmente tienen más baja tasa de deuda que las firmas controladas por accionistas institucionales o por familias, soportando la hipótesis de atrincheramiento. Por tanto, se puede inferir que para la deuda importa el tipo de gerente y, si este es familiar, mitiga el problema de agencia entre tenedores de deuda y el gerente.

Este atributo de las empresas familiares fue demostrado por Anderson, Mansi y Reeb (2003), quienes exploran si la presencia de grandes accionistas no diversificados, como las familias, mitiga los incentivos de los accionistas diversificados a expropiar la riqueza de los tenedores de deuda. Los autores realizan regresiones tomando como variable endógena el margen de la deuda, como variable explicativa la propiedad familiar, y como variables de control, indicadores para el desempeño financiero, el riesgo, el nivel de endeudamiento, el tamaño de la empresa, y la duración, la calificación de riesgo y la liquidez de la deuda. Anderson *et al.* (2003) encuentran que la propiedad familiar está asociada con un bajo costo de agencia de la deuda, lo que se ve reflejado en menores costos de financiación para las empresas familiares. Los mejores resultados se obtienen para determinado nivel de propiedad familiar (12%), y cuando la empresa familiar es administrada por un fundador o por un externo. En términos generales, la investigación sugiere que los inversionistas en bonos ven la propiedad de la familia fundadora como una estructura de propiedad que protege mejor sus intereses.

Schulze, Lubatkin y Dino (2003) presentan un argumento teórico bajo el cual el nivel de deuda que toma una empresa familiar está mediado por la dispersión de la propiedad entre diferen-

tes miembros de la familia y el efecto que esto tiene sobre las posiciones de riesgo que decide asumir el gerente familiar. En términos generales, los autores afirman que cuando la propiedad está muy concentrada (gerente fundador) o muy dispersa (familias de gran tamaño), la toma de riesgo es eficiente, las decisiones gerenciales basadas en las reglas de mercado y los gerentes familiares tendrán incentivos fuertes para utilizar deuda. Sin embargo, cuando la propiedad está concentrada en unos pocos familiares (hermanos o hijos del fundador), el interés del gerente familiar por favorecer primero a sus hijos antes que a los hijos de los otros propietarios y la presión de los demás accionistas por mantener altas tasas de reparto de dividendos, entre otras razones, generarán una toma ineficiente del riesgo y disminuirán el uso de la deuda. Los autores logran demostrar empíricamente, utilizando una muestra de empresas estadounidenses, que la relación entre el uso de la deuda en una empresa familiar y la dispersión de su propiedad se puede representar en forma de U.

Hasta donde los autores de esta reseña tienen conocimiento, desde los artículos de Anderson *et al.* (2003) y Schulze *et al.* (2003), se han presentado muy pocas publicaciones relacionadas con la estructura de capital en las empresas familiares. Por ejemplo, King y Santor (2008) muestran que las empresas familiares presentan niveles superiores de deuda, siempre y cuando sus derechos de propiedad sean iguales a sus derechos de control. Estos resultados son consistentes con los de Anderson *et al.* (2003). La poca evidencia y discusión presentada hasta el momento no permite concluir si las empresas familiares asumen mayores o menores niveles de deuda, si esto está relacionado con el nivel de protección legal ofrecido en cada país, con los costos de agencia de la deuda, con el deseo de retener el control, con los costos de agencia del capital, y si realmente los costos de financiación para este tipo de empresas son menores, tal como lo afirman Anderson *et al.* (2003). Se requiere un mayor nivel de investigación para esclarecer el impacto de la propiedad familiar sobre la estructura de capital y el costo asociado a la misma en las empresas familiares.

5. Empresas familiares y el deseo de las familias por retener el control

La literatura financiera ha reseñado a través de diversos estudios el deseo de las familias fundadoras por conservar el control de sus empresas. En esta sección se abordarán estos trabajos y aquellos que buscan ofrecer explicaciones relacionadas con este comportamiento adoptado por los fundadores de las empresas familiares.

Allen y Panian (1982) analizan los efectos del control y el desempeño corporativo sobre la duración del gerente en su cargo y la probabilidad de una sucesión gerencial. Para ello, utilizan una muestra conformada por las grandes corporaciones en los Estados Unidos. Los autores señalan que el poder de un gerente o alto directivo en la firma está definido en función de la relación que tenga con la familia fundadora. Los autores encuentran que la rentabilidad no es el único objetivo de la gran corporación. En el caso de las empresas controladas por familias, el control directo de la firma por parte de un miembro familiar, incluyendo el poder que le confiere el cargo sobre otros miembros de la familia, puede llegar a ser un objetivo en sí mismo. De hecho, las familias controlantes pueden estar dispuestas a sacrificar algún grado de rentabilidad corporativa en orden de retener el control de la firma.

DeAngelo y DeAngelo (1985) realizan un estudio sobre los derechos a voto y la participación accionaria gerencial. Aunque este estudio no es principalmente sobre empresas familiares, las conclusiones obtenidas están totalmente relacionadas con las mismas. Los autores encuentran que para las familias la propiedad del voto *per se* es importante y en su muestra, las familias tienen aproximadamente el 57% de los derechos a voto aunque tan solo el 24% de los derechos sobre los flujos de caja de la empresa. El mecanismo estudiado por los autores y utilizado por las familias para generar esta brecha, es la emisión de acciones comunes de dos clases, en donde una otorga mayores derechos a voto en comparación con la otra.

La Porta, Lopez-de-Silanes y Shleifer (1999) encuentran que en economías que no ofrecen una buena protección a los inversionistas existen pocas firmas con propiedad dispersa,

en contraste con la imagen de propiedad de la corporación moderna de Berle y Means (1932). En los países con una protección pobre a los inversionistas, incluso las grandes firmas tienen accionistas controlantes, los cuales son frecuentemente las familias. Los derechos de control de las familias superan en exceso los derechos sobre los flujos de caja y esto sucede en parte por el uso de pirámides y acciones comunes de dos clases, y en parte porque las firmas son gerenciadas por las mismas familias. Para los autores, en estas empresas se genera el problema de gerentes accionistas con poder para expropiar a los accionistas minoritarios e intereses para hacerlo. Quizás una de las principales contribuciones realizadas por La Porta *et al.* (1999) es la metodología utilizada. Los autores buscan determinar la identidad de los últimos propietarios de capital y derechos de voto en las empresas.

Otro trabajo con conclusiones similares es el de Claessens, Djankov y Lang (2000), quienes encuentran que en todos los países del este asiático, el control se aumenta por medio de estructuras piramidales y propiedad cruzada (cruce de participaciones) entre las empresas. Según los resultados de este trabajo, la separación entre propiedad y control es más pronunciada en las firmas controladas por familias, en las cuales, mientras que sí existe separación entre propiedad y gerencia, no existe una separación entre control y gerencia. Adicionalmente, en estos países las firmas más antiguas tienen mayor probabilidad de ser controladas por una familia, lo cual contradice que la dispersión de la propiedad es solo cuestión de tiempo. Claessens *et al.* (2000) además encuentran que entre los países del este asiático incluidos en su estudio, la concentración de control a nivel de firma generalmente disminuye con el nivel de desarrollo. Estos hallazgos se relacionan con los planteamientos teóricos de Bhattacharya y Ravikumar (2001), quienes diseñan un modelo formal en la literatura de la economía financiera para analizar la evolución de los negocios de familia. Este modelo predice que los negocios de familia son más grandes, más duraderos y tienen tasas de inversión más bajas en economías con mercados de capitales primarios menos desarrollados.

Faccio y Lang (2002) desarrollan un trabajo muy similar al de Claessens *et al.* (2000), tomando como muestra empresas de trece países de Europa occidental. Los autores encuentran que un porcentaje importante de las empresas (44,29%) son controladas por las familias fundadoras, y que las familias son más importantes para las firmas no financieras y para las pequeñas. Además, reportan el uso de múltiples clases de acciones, estructuras piramidales y propiedad cruzada, todos los cuales son mecanismos que dan a los accionistas controlantes derechos a voto en exceso en relación con sus derechos de flujo de caja.

Otros autores, como Kim y Sorensen (1986) y Wiwattanakantang (1999) afirman que un mecanismo alternativo posiblemente utilizado por las familias como grandes accionistas para mantener su participación sobre el capital y en consecuencia el control de la firma, es la emisión de deuda. La pregunta que surge ante los planteamientos expuestos hasta el momento es ¿por qué a las familias les interesa conservar los derechos de voto y el control sobre la empresa?

De acuerdo con Volpin (2002), desde un punto de vista teórico, la presencia de un gran accionista reduce la discreción gerencial pero incrementa la probabilidad del conflicto potencial entre el accionista controlante y los minoritarios. Según algunos teóricos, el balance entre las dos fuerzas se resuelve a favor de la segunda, llevando a magnificar los conflictos de agencia por la expropiación de la riqueza de los minoritarios por parte del controlante. Este autor realiza un estudio que provee evidencia directa sobre los costos potenciales de los grupos piramidales y las acciones sin derecho a voto, analizando el cambio de los ejecutivos y la valoración de mercado en las compañías italianas listadas en la bolsa de valores. Su estudio empírico, realizado con una base de datos de empresas italianas, sugiere que existe un gobierno corporativo pobre, medido como una baja sensibilidad al cambio de los ejecutivos por desempeño, cuando los accionistas controlantes son también altos ejecutivos, el control está totalmente en manos de un solo accionista o los accionistas controlantes poseen menos del 50% de los derechos de flujo de caja de una firma.

Resultados similares a los presentados por Volpin (2002), son los expuestos por Claessens, Djankov, Fan y Lang (2002), los cuales, utilizando su muestra de empresas de países del este asiático, encuentran que el valor de la firma se incrementa con la propiedad sobre los flujos de caja de la firma por parte del accionista más grande, consistente con un efecto de incentivos positivo. Sin embargo, el valor de la firma cae cuando los derechos de control del principal accionista exceden los derechos de propiedad sobre el flujo de caja, consistente con un efecto de atrincheramiento.

Cronqvist y Nilsson (2003) realizan un intento de valorar el costo de agencia generado por la brecha entre los derechos de control y los derechos de propiedad, y estudian diferentes tipos de accionistas controlantes de empresas suecas, como las familias fundadoras. Los autores encuentran que las familias, en comparación con otras categorías de propietarios como las instituciones financieras o las corporaciones, tienen mayor probabilidad de emplear las estructuras de propiedad que generan este tipo de brecha. Además, encuentran una relación negativa y significativa entre los derechos a voto de los accionistas controlantes y el valor de la firma. Aunque en la firma promedio estos costos de agencia oscilan entre el 6% y el 25% del valor de la empresa, las familias tienen asociado el descuento más alto sobre el valor.

Anderson y Reeb (2003b) exploran la severidad de los conflictos de riesgo moral entre los grandes accionistas no diversificados y los accionistas minoritarios revisando la influencia de la familia fundadora sobre la diversificación de la empresa y las decisiones de financiación. Los autores encuentran que las firmas de familia experimentan menos diversificación y utilizan niveles similares de deuda respecto a las empresas no familiares. Por tanto, los resultados no soportan la hipótesis de que la propiedad de la familia fundadora en las firmas listadas en bolsa conduce a la expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios y, por el contrario, muestran que los accionistas minoritarios en las grandes firmas de los Estados Unidos se benefician de la presencia de las familias fundadoras.

Lo anterior implica, según Anderson y Reeb (2003b) que, en mercados de capitales transparentes y bien regulados, la propiedad familiar parece mitigar los conflictos de riesgo moral y es una estructura organizacional efectiva. Esta afirmación podría explicar las diferencias de los resultados encontrados entre estos autores y los de Cronqvist y Nilsson (2003). De acuerdo con La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer y Vishny (1998), la protección legal a los accionistas es mejor en los Estados Unidos que en Suecia.

Hauser y Lauterbach (2004) estudian el valor del voto de un accionista controlante al considerarlo una medida de los beneficios privados que puede extraer gracias al control. En este estudio utilizan una base de datos de empresas transadas en bolsa en Israel. Los autores toman el caso de Israel ya que en 1989 el 40% de las empresas transadas en la bolsa de valores de Tel Aviv tenían dos clases de acciones comunes. En 1990 la autoridad en emisión de valores prohibió este tipo de acciones, lo que suscitó una serie de unificaciones durante la década de los noventa. Los autores encuentran que el precio del voto en las unificaciones incrementa con el porcentaje de voto perdido por los accionistas mayoritarios y es más alto en las firmas controladas por familias.

Posteriormente, Cronqvist y Nilsson (2005), utilizando nuevamente una base de datos de empresas suecas, examinan si las familias controlantes evitan usar métodos de emisión de capital, tal como la colocación privada a un nuevo inversionista, que puede amenazar o desafiar el control familiar creando un nuevo gran accionista. Los autores encuentran que las empresas familiares evitan métodos de emisión que diluyan sus beneficios o los exponga a más supervisión, especialmente cuando el margen de control familiar es pequeño y la brecha entre votos y capital es amplia.

Almeida y Wolfenzon (2006) presentan un modelo teórico que permite entender las razones por las que los grupos de empresas familiares utilizan las pirámides como estructuras de propiedad. Los autores suponen en su modelo que las familias pueden extraer beneficios privados de las empresas que controlan y que en el tiempo los grupos familiares fundan nuevas empresas. La utilización de una estructura de

propiedad piramidal en las nuevas empresas que se adhieren al grupo familiar le permite a la familia utilizar todas las utilidades retenidas de la empresa original, aun cuando estas sean compartidas con otros accionistas, y aumentar el control que tiene sobre recursos financieros y empresas, lo que lleva a un incremento en los beneficios privados del control ejercido.

El impacto de la diferencia entre los derechos de control y los derechos sobre el flujo de caja en el desempeño financiero de las empresas familiares es estudiado por varios autores. Maury (2006) realiza un estudio utilizando una base de datos conformada por empresas de trece países de Europa occidental. Principalmente, el autor busca establecer si la propiedad y la gerencia familiar tienen un impacto sobre el desempeño financiero. Sin embargo, no desconoce la diferencia entre derechos de control y derechos de flujo de caja, al utilizarla como variable explicativa en sus regresiones. Maury (2006) establece que, aunque el impacto de esta brecha de derechos de control sobre derechos de flujo de caja no es positivo sobre el desempeño, tampoco es lo suficientemente negativo como para contrarrestar las bondades de la propiedad familiar.

Barontini y Caprio (2006) realizan un estudio muy similar en Europa continental y encuentran que el control familiar está claramente asociado con los mecanismos que mejoran el control y les permiten la separación entre control y flujos de caja. Sin embargo, al igual que los resultados de Maury (2006), los análisis muestran que, a pesar del efecto negativo de los más frecuentes mecanismos de mejoramiento del control, el control familiar es positivo en las corporaciones europeas. Es importante resaltar que estos autores utilizan la metodología propuesta por La Porta *et al.* (1999), y utilizada por Claessens *et al.* (2000) y Faccio y Lang (2002), para determinar la brecha entre propiedad y control.

Resultados diferentes presentan King y Santor (2008) para su muestra de firmas canadienses. Los autores encuentran que las empresas familiares, con una sola clase de acciones comunes, tiene un desempeño similar al del mercado medido en términos de valoración y un desempeño contable superior. En contraste,

las empresas familiares que usan dos tipos de acciones comunes, como un mecanismo para retener el control, tienen valoraciones que son inferiores en un 17% en promedio en relación con las empresas de propiedad dispersa, a pesar de tener un desempeño contable similar. La conclusión de los autores es que la propiedad familiar no es negativa para el desempeño de las firmas canadienses *per se*; en cambio, sí lo es el uso de mecanismos que incrementan el control y reducen el valor de la firma.

Caprio y Croci (2008) investigan de manera extensa cómo el tipo de los accionistas mayoritarios afecta el diferencial de precio entre las acciones con y sin derecho a voto, y también revisan cómo la interacción entre el tipo de accionista mayoritario y su porcentaje de capital con derecho a voto impacta la prima de voto. Los autores encuentran que las firmas italianas controladas por familias tienen mayores primas de voto, especialmente cuando la familia apropia una alta participación en el capital con derecho a voto en la empresa y el fundador es el gerente o preside la junta directiva. Los autores explican este resultado mostrando que las familias le dan una mayor importancia al control y son más propensas que otros tipos de accionistas controlantes a expropiar a los accionistas sin derecho a voto.

El estudio más reciente en cuanto al deseo de las familias por retener el control y el impacto sobre el valor, es el realizado por Villalonga y Amit (2009). Estos autores conforman una muestra de empresas familiares estadounidenses que se encuentren por lo menos en la segunda generación y en las que las familias fundadoras son los únicos bloques controlantes, cuyos derechos de control exceden en promedio sus derechos de flujos de caja. Al analizar cómo las familias crean estas brechas, se identifican mecanismos como las acciones comunes de dos clases y los acuerdos de voto. Además, el control familiar se amplía frecuentemente a través de una representación en exceso en la junta directiva y con la presencia de un miembro familiar como gerente de la empresa o presidente de la junta directiva. Sin embargo, no todos los mecanismos tienen el mismo impacto sobre el valor de la empresa. Los resultados indican que las acciones comunes de dos cla-

ses y una representación desproporcional en la junta directiva tienen un impacto negativo, mientras que las pirámides y los acuerdos de voto tienen el efecto opuesto.

Adicionalmente, Basu, Dimitrova y Paeglis (2009) estudian fusiones estadounidenses y determinan que los adquirientes con bajos niveles de propiedad familiar tienen una mayor probabilidad de escoger el efectivo como medio de intercambio, evitando así cualquier dilución de su propiedad y protegiendo sus beneficios de control. Además, los autores encuentran una relación negativa entre los retornos de la empresa adquiriente y la propiedad familiar en dicha empresa, si esta última es baja. En conjunto, los resultados son consistentes con el atrincheramiento de la familia a bajos niveles de propiedad y a una mejor alineación de los intereses de la familia con los de los minoritarios en altos niveles de propiedad familiar.

Helwege y Packer (2009) buscan determinar por qué las familias permanecen con propiedad privada y evitan emitir acciones en la bolsa. Los autores no encuentran que la relativa escasez o abundancia de oportunidades de crecimiento sea una determinante principal para que las firmas permanezcan privadas o se vuelvan públicas en los Estados Unidos. Para ellos, en cambio, mantener los beneficios privados del control es el factor más importante detrás del sorprendente número de empresas grandes privadas. Además, las empresas familiares tienen mayor posibilidad de permanecer privadas en la medida en que son firmas en las que las juntas directivas otorgan más autonomía a la gerencia. Sin embargo, las empresas dirigidas por las familias muestran que no son menos rentables y tienen una menor probabilidad de fracasar en comparación con otras firmas. Además, los autores tampoco encuentran que estructuras de juntas directivas que otorgan más autoridad a la gerencia estén asociadas con un desempeño pobre, lo cual es consistente con el punto de vista en el que las compañías pueden frecuentemente beneficiarse de la autonomía de la gerencia cuando los puntos de vista de la gerencia difieren de los de otros accionistas.

Las investigaciones antes reseñadas resaltan el deseo de las familias por mantener el control de sus empresas. De acuerdo con algunos auto-

res, esto se debe a los beneficios privados que pueden extraer de las empresas. Sin embargo, no hay un acuerdo en relación con el bienestar de los accionistas minoritarios en estas firmas. Algunos autores aseguran que a pesar del impacto negativo del exceso de control ejercido por las familias, los accionistas minoritarios están mejor en este tipo de empresas que invirtiendo su dinero en empresas de propiedad dispersa. Se hace necesario profundizar en el bienestar que perciben los accionistas minoritarios al relacionarse con las empresas familiares.

6. Empresas familiares y diversos mecanismos de gobierno corporativo

Las investigaciones relacionadas con los mecanismos de gobierno corporativo en las empresas familiares están ampliamente justificadas en el trabajo de Schulze, Lubatkin, Dino y Buchholtz (2001). Estos autores parten de las implicaciones teóricas del modelo de Jensen y Meckling (1976) y afirman que el hecho de reconocer la existencia de preferencias no económicas en la función de utilidad de los gerentes familiares permite entender la existencia de otros problemas de agencia no contemplados originalmente en este modelo. Específicamente, el altruismo que los fundadores tienen con sus hijos, otorgándoles importantes beneficios económicos, permitiéndoles ocupar cargos directivos en las empresas, aun si no son idóneos para los mismos, y garantizándoles la propiedad futura de la empresa, pueden generar un comportamiento oportunista por parte de los herederos. De esta manera los gerentes familiares, motivados por sus preferencias no económicas, actúan en contra de sus intereses económicos y los de los demás accionistas. Los autores encuentran que las buenas prácticas de gobierno corporativo son tan necesarias en las empresas familiares como lo son en las empresas de propiedad dispersa, y que el desempeño de las empresas familiares con buenas prácticas de gobierno corporativo es mejor en comparación con el de aquellas que no tienen bien definidos estos mecanismos.

Ugurlu (2000) realizó un estudio sobre los mecanismos de control corporativo y los cos-

tos de agencia de empresas de Turquía, país en el que la concentración de la propiedad es elevada. El estudio revela que la proporción de internos en la junta directiva está positivamente relacionada con el porcentaje de participación accionaria de las familias y negativamente relacionada con el de accionistas institucionales externos.

Gomez-Mejia, Nuñez-Nickel y Gutierrez (2001), analizan la industria de la prensa escrita en España en el período comprendido entre 1966 y 1993 y encuentran que la permanencia en el cargo del gerente está más relacionada con el desempeño financiero y la toma de riesgo cuando este no tiene vínculos familiares con los propietarios de la empresa. Los resultados reportados por los autores indican que los mecanismos de supervisión operan de manera diferente en las relaciones contractuales cuando existe presencia de la familia en dichas relaciones. Lo anterior parece indicar que los mecanismos de gobierno corporativo operan de manera débil en las empresas familiares.

Teniendo en cuenta que la compensación gerencial es utilizada como un mecanismo de gobierno corporativo para mejorar el desempeño del gerente y reducir los costos de agencia, Gomez-Mejia, Larraza-Kintana y Makri (2003) estudian los determinantes de la compensación gerencial en las empresas familiares. Los autores señalan que en la medida en que la propiedad está más concentrada, los gerentes familiares reciben una protección frente al riesgo. Es decir, el gerente familiar recibe un pago fijo y no se ve expuesto al riesgo que generan los bonos relacionados con el desempeño de la firma sobre la compensación que percibe. Sin embargo, al gerente externo se le diseña un esquema de compensación diferente. Así, de acuerdo con los autores, la familia adopta un comportamiento altruista con los gerentes familiares.

Anderson y Reeb (2004) examinan el posible papel de la junta directiva para mitigar los conflictos entre la familia, como accionista controlante, y los demás accionistas. Los autores realizan regresiones tomando el desempeño de la firma como variable dependiente y la independencia de la junta, la participación de la familia en la misma, el porcentaje de propie-

dad familiar y el control familiar como variables explicativas, además de otras variables de control. Los autores encuentran que en firmas con propiedad de la familia fundadora existe una relación positiva entre el desempeño de la firma y el grado de independencia de la junta directiva, sugiriendo que existen primas de desempeño para las empresas familiares con mayores niveles de independencia en la junta directiva respecto a las empresas no familiares o respecto a firmas familiares con predominio de miembros internos en la junta directiva. Además, en empresas en donde el control familiar de la junta excede el control de los miembros independientes, el desempeño de la firma es significativamente más pobre. Finalmente, el análisis empírico indica una relación negativa y significativa entre la presencia de miembros de la junta directiva afiliados a la familia y el desempeño de la firma.

Posteriormente, Baek, Kang y Suh Park (2004) realizan un estudio de eventos relacionado con la crisis coreana de 1997 buscando relaciones entre el gobierno corporativo y el desempeño de la empresa. Los autores encuentran que las firmas con alta concentración de la propiedad por parte de inversionistas extranjeros y aquellas con altos estándares de revelación de la información experimentaron una pequeña reducción en el valor de sus acciones. En contraste, las firmas *chaebol*, con propiedad concentrada por parte de los accionistas familiares, experimentaron una gran caída en el valor de su capital. Las firmas en las cuales los derechos a voto de los accionistas controlantes excedían los derechos sobre el flujo de caja también presentaron bajos retornos. Los resultados sugieren que el gobierno corporativo tiene influencia significativa en el desempeño de la firma en una crisis y además que el impacto negativo es mayor sobre las firmas en las cuales los accionistas controlantes tienen fuertes incentivos y medios para expropiar los recursos de la empresa.

Klein, Shapiro y Young (2005) analizan la relación entre el valor de la firma y varios índices desarrollados sobre el gobierno corporativo para empresas canadienses. Estos índices describen medidas de composición y efectividad de la junta directiva, políticas de compensación

a los ejecutivos, derechos de los accionistas y prácticas de revelación de la información. Los hallazgos señalan que derechos fuertes a los accionistas, políticas de compensación que alinean los intereses del gerente y los accionistas, y mecanismos abiertos y transparentes de revelación de información, son altamente valorados por los accionistas. Sin embargo, los aspectos específicos del gobierno corporativo más valiosos pueden variar dependiendo de la propiedad de la firma. Por ejemplo, los autores encuentran que la independencia de la junta directiva está negativamente correlacionada con el desempeño en las empresas familiares. Para ellos, este hallazgo soporta la reclamación de varias empresas familiares para las cuales una alta independencia de la junta directiva no lleva automáticamente a un mejor desempeño. Klein *et al.* (2005) argumentan que en la empresa familiar el control y la propiedad están concentrados en la familia, lo cual hace innecesario los miembros independientes en las juntas. Más aún, estos pueden distraer a la gerencia y enfocarla en objetivos de corto plazo.

Chen *et al.* (2005), en su estudio de empresas familiares en Hong Kong, encuentran una relación negativa entre desempeño y la dualidad del gerente (cuando este se desempeña como director de la junta directiva), lo cual es consistente con el atrincheramiento gerencial. Además, encuentran una relación positiva entre una propiedad familiar del 10% al 35% y el *dividend yield* de la empresa para firmas pequeñas. Estas firmas también muestran baja sensibilidad del pago de dividendos al desempeño. Esta evidencia sugiere que los controlantes ven los dividendos como una manera de extraer recursos de la firma que controlan, haciéndolos desproporcionadamente altos. Además, los resultados muestran que la composición de la junta directiva no tiene impacto sobre el desempeño de la firma o la política de dividendos, lo que sugiere que esta es un mecanismo débil de gobierno corporativo en las empresas familiares.

En su estudio sobre control familiar y desempeño financiero, Barontini y Caprio (2006) rescatan el papel de la junta directiva en las empresas familiares y encuentran que para las empresas familiares de Europa continental, solamente cuando la familia no está represen-

tada en la junta directiva, las empresas familiares parecen desempeñarse peor que las no familiares.

Un mecanismo de gobierno diferente es estudiado por Jara-Bertin, López-Iturriaga y López de Foronda (2008), quienes exploran un aspecto poco investigado en los conflictos de agencia. Los autores estudian la capacidad de otros accionistas de desafiar el control ejercido por la familia como accionista controlante, en empresas familiares de once países europeos. Los autores encuentran que un incremento en dicha capacidad agrega valor a las empresas familiares. Además, muestran que la formación de una coalición controlante de accionistas puede exacerbar la expropiación a los accionistas minoritarios si estos accionistas controlantes son familias o individuos que se ponen de acuerdo para extraer beneficios privados a costa de la riqueza de los minoritarios. De manera contraria, la participación de accionistas no familias en la coalición controlante de la empresa familiar puede incrementar el valor de la empresa. Finalmente, sugieren que una fuerte protección legal a los accionistas que no están incluidos en la coalición dominante mejora el valor de las empresas familiares.

En la misma línea de trabajo, Attig, Guedhami y Mishra (2008) revisan si la presencia de múltiples accionistas mayoritarios, en empresas de países del este asiático y Europa occidental, alivia los costos de agencia de la firma y las asimetrías de información manifestadas en el costo de financiación con capital. Los autores encuentran evidencia de que el costo del capital decrece con la presencia, el número y el tamaño del voto de aquellos accionistas que pueden ejercer contrapeso al poder del propietario controlante. Además, encuentran que la identidad del segundo accionista mayoritario es importante para determinar el riesgo de expropiación corporativa en las firmas controladas por familias. El mercado asigna una prima de riesgo positiva cuando el segundo gran accionista es una familia y una prima de riesgo negativa cuando este es el Estado.

Bauguess y Stegemoller (2008) utilizan una base de datos de empresas estadounidenses y estudian diferentes estructuras de gobierno protectoras, como la propiedad familiar, ya que

son vistas frecuentemente como costosas para los accionistas minoritarios, quienes asumen los costos del oportunismo de gerentes atrincherados. Los autores encuentran características de atrincheramiento en las empresas familiares, mostrando que tienen un 52% menos de probabilidad de ser objetivo de un *takeover* exitoso en relación con las empresas no familiares y realizan inversiones relativamente malas; se presenta en promedio una reducción de 143 millones de dólares en el valor de la empresa por cada adquisición realizada. La magnitud de las pérdidas es mayor cuando el fundador actúa como gerente de la empresa. Los malos resultados financieros están relacionados con la actividad de adquisiciones y no con el desempeño financiero como tal.

Un estudio reciente sobre juntas directivas en empresas familiares mexicanas, es el realizado por Machuga y Teitel (2009). Para los autores, la estructura de propiedad familiar controlante que domina en México, unida a una débil protección legal a los inversionistas minoritarios, crea un problema de agencia importante para los inversionistas externos. Las juntas directivas mexicanas son controladas por las familias, las cuales desempeñan un papel importante en la gerencia de sus propias empresas. Además de que las familias controlan y gerencian sus propias firmas, existe frecuente sobreposición o *interlokings* entre juntas con propiedad familiar concentrada en México. Los hallazgos indican que los miembros de junta compartidos tienen un impacto negativo sobre la calidad de las utilidades de las empresas.

Anderson, Duru y Reeb (2009) realizan un estudio sobre la transparencia o calidad de revelación de la información en empresas estadounidenses. Los análisis indican que existe mayor opacidad o falta de claridad en la información de la empresa en aquellas que son controladas por el fundador o por sus herederos. Con el fin de determinar el nivel de opacidad de cada firma los autores desarrollan un índice en el que ponderan diferentes variables, como el error en los pronósticos que realizan los analistas de mercado sobre la empresa. En relación con el desempeño, los autores encuentran una relación negativa entre el valor de la firma y el control del fundador o del heredero entre las

firmas menos transparentes. Estos resultados sugieren que los inversionistas externos solamente valoran la presencia del fundador o un heredero cuando esta se encuentra acompañada de un alto nivel de transparencia financiera. En términos generales, el análisis de los autores sugiere que los fundadores y sus herederos en las grandes firmas transadas públicamente explotan la falta de claridad para extraer beneficios privados a expensas de los accionistas minoritarios.

Después de revisar estos artículos relacionados con los mecanismos de gobierno corporativo en las empresas familiares es evidente que no existe un acuerdo en relación con la composición adecuada de la junta directiva para favorecer el desempeño financiero de este tipo de empresas. Además, surgen preguntas relacionadas con la capacidad de otros accionistas para desafiar el control ejercido por el accionista controlante y el papel de otros accionistas mayoritarios. Finalmente, se hace evidente la necesidad de regulación que lleve a estas empresas a una mayor transparencia en relación con la información que entregan al mercado.

7. Empresas familiares en América Latina

La investigación relacionada con el gobierno corporativo en las empresas familiares en América Latina representa todavía un campo en desarrollo. Las investigaciones que se han adelantado hasta el momento conforman una base de estudios preliminares que han permitido formarse una idea del estado del gobierno corporativo en los países de la región. Chong y Lopez-de-Silanes (2006) encuentran una baja protección al inversionista en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Venezuela, acompañada de poco interés por parte de los gobiernos en la implementación de reformas legales que hagan los mercados regionales más atractivos. Según los autores, la concentración de propiedad es más alta en países con una pobre protección al inversionista por lo menos por dos razones. Primera, los problemas de agencia pueden requerir que los grandes accionistas supervisen para prevenir o minimizar la expropiación. Segunda, los accionistas minoritarios

pueden no estar dispuestos a pagar altos precios por acciones en países con una protección legal débil. Al mismo tiempo, los emprendedores van a ser más renuentes a ofrecer acciones a precios con descuento, resultando todo esto en alta concentración de la propiedad, así como en mercados pequeños y poco profundos para capital externo. Estos planteamientos encuentran validez empírica en la alta concentración en los países de la región, exceptuando a Chile.

Chong, Izquierdo, Micco y Panizza (2003) reconocen la importancia del gobierno corporativo para el desarrollo económico de la región. Estos autores encuentran que el gobierno corporativo es un determinante crucial de la inversión extranjera directa y afirman que la volatilidad de la misma en los países de América Latina puede ser reducida implementando mejores prácticas de gobierno corporativo. Esto ayudaría a estabilizar el comportamiento económico de los países latinoamericanos.

Gutierrez y Pombo (2007) analizan 108 empresas colombianas listadas en bolsa y encuentran que la concentración de la propiedad en las mismas es alta. Además, resaltan una influencia positiva por parte de los accionistas controlantes sobre el valor de la firma, siempre y cuando no se presente separación entre los derechos de control y los derechos sobre flujos de caja. Esto podría indicar que los accionistas controlantes ejercen un papel de supervisión y sustituyen la labor de una reglamentación fuerte en materia de protección legal a los inversionistas. Los resultados de estos autores muestran además que la implementación de buenas prácticas de gobierno corporativo en Colombia ha sido lenta, acompañada de un mercado de capitales poco desarrollado.

Tomando una base de datos de empresas venezolanas, Garay y González (2005) encuentran que Venezuela exhibe bajos estándares de gobierno corporativo. Los autores mencionan prácticas que deben ser mejoradas. Sus hallazgos señalan que las juntas directivas cumplen un papel de asesoramiento y no de supervisión, la elección de los auditores externos no es llevada a cabo por un comité de auditoría, estos son contratados como consultores o asesores, solo pocas firmas tienen un comité de gobierno corporativo, falta transparencia en la revelación

de los propietarios de las empresas, hay una baja protección legal a los inversionistas minoritarios y existe poca revelación de los paquetes de compensación gerencial.

Chong y López-de-Silanes (2006) utilizan una muestra de empresas mexicanas y encuentran que mejores prácticas de gobierno corporativo implementadas a nivel de las empresas están relacionadas con altas valoraciones, un mejor desempeño financiero y una mayor cantidad de dividendos distribuidos entre los accionistas. Sin embargo, en términos generales el entorno legal mexicano constituye una barrera de acceso a capital para las empresas del país.

Como puede verse, estos estudios exploran el gobierno corporativo en general y sus efectos en la economía del país, la profundidad de los mercados de capitales y el desempeño y valoración de las empresas. Sin embargo, es evidente el vacío en la literatura financiera relacionado con el estudio de las empresas familiares latinoamericanas.

8. Comentario final

El recorrido cronológico por los diferentes estudios y propuestas teóricas en relación con las empresas familiares desde una perspectiva financiera ponen en evidencia diferentes líneas de investigación. La controversia más álgida está relacionada con el papel de los herederos en las empresas familiares, pero no menos importante resulta esclarecer el impacto de la propiedad familiar sobre la estructura de capital de las empresas, entender cómo el deseo de mantener el control impacta el desempeño de la firma y la riqueza de los accionistas minoritarios. Además, es clara la necesidad de estudiar cómo funcionan los diferentes mecanismos de gobierno corporativo en las empresas familiares, predominantes en el mundo entero, en países con alta y baja protección legal a los inversionistas.

Aparte de algunos artículos seminales en gobierno corporativo, en esta revisión se abordan cincuenta y cinco artículos relacionados con el estudio de las empresas familiares y escritos durante las últimas tres décadas,

período en el cual se ha desarrollado esta literatura en el área de las finanzas. Sin embargo, es importante resaltar que hasta 1999 se había escrito una baja cantidad de estos trabajos. El auge del estudio de estas empresas, desde una perspectiva financiera, se presenta desde el año 2000, incentivados por las conclusiones obtenidas por La Porta *et al.* (1999), quienes resaltan la predominancia de la concentración de la propiedad alrededor del mundo y la necesidad de estudiar las diferentes estructuras de propiedad. El creciente interés de la comunidad académica financiera en este tipo de organizaciones está sustentado en el constante desafío que afrontan las empresas familiares por trascender a través de las diferentes generaciones de la familia fundadora y responder a los intereses de las contrapartes con las que se relacionan.

Maximiliano González Ferrero

Es doctor en Administración de Tulane University, New Orleans, Estados Unidos, magister en Administración de Empresas del Instituto de Estudios Superiores de Administración (IESA), Caracas, Venezuela y administrador de empresas por la Universidad Metropolitana, Caracas, Venezuela. Actualmente es profesor asociado y miembro del Grupo de Investigación Estudios en Finanzas y Economía Financiera, Facultad de Administración, Universidad de los Andes.

Alexander Guzmán Vásquez

Es magister en Administración de la Universidad de los Andes y se graduará en agosto de 2011 del Doctorado en Administración de la misma Universidad. Es especialista en Gerencia de Mercadeo de la Universidad del Rosario, especialista en Finanzas y administrador de empresas (1997) de la Universidad Externado. Actualmente es profesor asociado y miembro del Grupo de Investigación en Innovación y Gestión Empresarial en el Colegio de Estudios Superiores de Administración (CESA) y miembro del Grupo de Investigación Estudios en Finanzas y Economía Financiera, Facultad de Administración, Universidad de los Andes.

Carlos Pombo Vejarano

Es doctor en Economía y magíster en Ciencias de Economía de la University of Illinois at Urbana-Champaign, magíster en Economía de la Universidad de los Andes y economista de la Pontificia Universidad Javeriana. Actualmente es profesor asociado y miembro del Grupo de Investigación Estudios en Finanzas y Economía Financiera, Facultad de Administración, Universidad de los Andes.

María Andrea Trujillo Dávila

Magíster en Administración de la Universidad de los Andes y se graduará en agosto de 2011 del Doctorado en Administración de la misma Universidad. Ingeniera sanitaria de la Universidad de Antioquia. Actualmente es profesora asociada y miembro del Grupo de Investigación en Innovación y Gestión Empresarial, Colegio de Estudios Superiores de Administración (CESA) y miembro del Grupo de Investigación Estudios en Finanzas y Economía Financiera, Facultad de Administración, Universidad de los Andes.

Referencias

- Adams, R., Almeida, H., & Ferreira, D. (2009). Understanding the relationship between founder-CEOs and firm performance. *Journal of Empirical Finance*, 16(1), 136-150.
- Alchian, A., & Demsetz, H. (1972). Production, information cost and economic organization. *American Economic Review*, 62(5), 777-795.
- Allen, M., & Panian, S. (1982). Power, performance and succession in the large corporation. *Administrative Science Quarterly*, 27(4), 538-547.
- Almeida, H., & Wolfenzon, D. (2006). A theory of pyramidal ownership and family business groups. *Journal of Finance*, 61(6), 2637-2680.
- Anderson, R., Duru, A., & Reeb, D. (2009). Founders, heirs, and corporate opacity in the United States. *Journal of Financial Economics*, 92(2), 205-222.
- Anderson, R., Mansi, S., & Reeb, D. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), 263-285.
- Anderson, R., & Reeb, D. (2003a). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *Journal of Finance* 58(3), 1301-1327.
- Anderson, R., & Reeb, D. (2003b). Founding-family ownership, corporate diversification, and firm leverage. *Journal of Law & Economics*, 46(2), 653-680.
- Anderson, R., & Reeb, D. (2004). Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms. *Administrative Sciences Quarterly*, 49(2), 209-237.
- Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance –an empirical examination of founding- family ownership. *The Journal of Corporate Finance*, 14(4), 431-445.
- Ang, J., Cole, R., & Lin, J. (2000). Agency costs and ownership structure. *Journal of Finance*, 55(1), 81-106.
- Attig, N., Guedhami, O., & Mishra, D. (2008). Multiple large shareholders, control contests, and implied cost of equity. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 721-737.
- Baek, J., Kang, J., & Suh Park, K. (2004). Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 71(2), 265-313.
- Basu, N., Dimitrova, L., & Paeglis, I. (2009). Family control and dilution in mergers. *Journal of Banking & Finance*, 33(5), 829-841.
- Bauguess, S., & Stegemoller, M. (2008). Protective governance choices and the value of acquisition activity. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 550-566.
- Barontini, R., & Caprio, L. (2006). The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe. *European Financial Management*, 12(5), 689-723.
- Barth, E., Gulbrandsen, T., & Schöne, P. (2005). Family ownership and productivity: the role of owner-management. *The Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 107-127.
- Bennedsen, M., Meisner Nielsen, K., Pérez-González, F., & Wolfenzon, D. (2007). Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance. *Quarterly Journal of Economics*, 20(2), 647-691.
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2006). The role of family in family firms. *Journal of Economic Perspectives*, 20(2), 73-96.
- Bertrand, M., Johnson, S., Samphantharak, K., & Schoar, A. (2008). Mixing family with business: A study of thai business groups and the families behind them. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 466-498.

- Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: The Macmillan Company, Reprint, (1991), Transaction Publishers, New Brunswick, N. J.
- Bhattacharya, U., & Ravikumar, B. (2001). Capital Markets and the Evolution of Family Businesses. *The Journal of Business* 74(2), 187-219.
- Burkart, M., Panunzi, F., & Shleifer, A. (2003). Family firms. *Journal of Finance*, 58(5), 2167-2202.
- Caprio, L., & Croci, E. (2008). The determinants of the voting premium in Italy: The evidence from 1974 to 2003. *Journal of Banking & Finance*, 32(11), 2433-2443.
- Chen, Z., Cheung, Y., Stouraitis, A., & Wong, A. (2005). Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(4), 431-449.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. (2000). The separation of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 81-112.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., & Lang, L. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.
- Chong, A., Izquierdo, A., Micco, A., & Panizza, U. (2003). *Corporate governance and private capital flows to Latin America*, Working paper 482. Inter-American Development Bank.
- Chong, A., & Lopez-de-Silanes, F. (2006). *Corporate governance and firm value in Mexico*. RES Working Papers 4466, Inter-American Development Bank, Research Department.
- Chong, A., & Lopez-de-Silanes, F. (2007). *Gobierno corporativo en América Latina (Corporate governance in Latin America)*. RES Working Papers 4495, Inter-American Development Bank, Research Department.
- Coase, R., (1937). The nature of the firm. *Económica*, 4(16), 386-405.
- Cronqvist, H., & Nilsson, M. (2003). Agency Costs of Controlling Minority Shareholders. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(4), 695-719.
- Cronqvist, H., & Nilsson, M. (2005). The choice between rights offerings and private equity placements. *Journal of Financial Economics* 78(2), 275-407.
- Cucculelli, M., & Micucci, G. (2008). Family succession and firm performance: Evidence from Italian family firms. *The Journal of Corporate Finance*, 14(1), 17-31.
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (1985). Managerial ownership of voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 33-69.
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 375-390.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Denis, D., & Denis, D. (1994). Majority owner-managers and organizational efficiency. *The Journal of Corporate Finance*, 1(1), 91-118.
- Faccio, M. y Lang, L. (2002). The ultimate ownership of western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365-395.
- Fahlenbrach, R. (2009). Founder-CEOs, investment decisions, and stock market performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(2), 439-466.
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Garay, U., & González, M. (2005). *CEO and director turnover in Venezuela*, Working Paper R-517. Inter-American Development Bank, Latin American Research Network, Research Network, IESA.
- Gomez-Mejia, L., Nuñez-Nickel, M., & Gutierrez, I. (2001). The role of family ties in agency contracts. *Academy of Management Journal*, 44(1), 81-95.
- Gomez-Mejia, L., Larraza-Kintana, M., & Makri, M. (2003). The determinants of executive compensation in family controlled public corporations. *Academy of Management Journal*, 46(2), 226-237.
- Gutierrez, L., & Pombo, C. (2007). *Corporate governance and firm valuation in Colombia*, Inter-American Development Bank, Working paper 568, Universidad del Rosario.
- Hauser, S., & Lauterbach, B. (2004). The value of voting rights to majority shareholders: Evidence from dual-class stock unifications. *The Review of Financial Studies*, 17(4), 1167-1184.

- Helwege, J., & Packer, F. (2009). Private matters. *Journal of Financial Intermediation*, 18(3), 362-383.
- James, H. (1999). Owner as manager, extended horizons and the family firm, International. *Journal of Economics of Business*, 6(1), 41-55.
- Jara-Bertin, M., López-Iturriaga, F., & López de Foronda, O. (2008). The contest to the control in european family firms: How other shareholders affect firm value. *Corporate Governance: International Review*, 16(3), 146-159.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kim, W., & Sorensen, E. (1986). Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21(2), 131-144.
- King, M., & Santor, E. (2008). Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. *Journal of Banking & Finance*, 32(11), 2423-2432.
- Klein, P., Shapiro, D., & Young, J. (2005). Corporate governance, family ownership and firm value: The canadian evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 13(6), 769-784.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and Finance. *The Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- Luo, X., & Chung, C. (2005). Keeping it all in the family: the role of particularistic relationships in business group performance during institutional transition. *Administrative Science Quarterly*, 50(3), 404-439.
- Machuga, S., & Teitel, K. (2009). Board of director characteristics and earnings quality surrounding implementation of a corporate governance code in Mexico. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 18(1), 1-13.
- Martikainen, M., Nikkinen, J., & Vähämaa, S. (2009). Production functions and productivity of family firms: Evidence from the S&P 500. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(2), 295-307.
- Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *The Journal of Corporate Finance*, 12(2), 321-341.
- McConaughy, D., Walker, M., Henderson, G., & Mishra, C. (1998). Founding family controlled firms: Efficiency and value. *Review of Financial Economics*, 7(1), 1-19.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R., & Cannella Jr., A. (2007). Are family firms really superior performers? *The Journal of Corporate Finance*, 13(5), 829-858.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Myers, S. (1977). The Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* 5, 147-176.
- Pérez-González, F. (2006). Inherited Control and Firm Performance. *The American Economic Review*, 96(5), 1559-1588.
- Saito, T. (2008). Family firms and firm performance: Evidence from Japan. *Journal of the Japanese and International Economics*, 22(4), 620-646.
- Short, H., Keasey, K., & Duxbury, D. (2002). Capital structure, management ownership and large external shareholders: A UK analysis. *International Journal of the Economics of Business*, (3), 375-399.
- Schulze, W.; Lubatkin, M., Dino, R., & Buchholtz, A. (2001). Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization Science*, 12(2), 99-116.
- Schulze, William, Lubatkin, M., & Dino, R. (2003). Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *Academy of Management Journal*, 46(2), 179-194.
- Smith, A. (1776). *The wealth of nations* (Reprint, 1937). Nueva York: Cannan Edition, Modern Library.
- Smith, B., & Amoako-Adu, B. (1999). Management succession and financial performance of family controlled firms. *The Journal of Corporate Finance*, 5(4), 341-368.
- Sraer, D., & Thesmar, D. (2007). Performance and behavior of family firms: Evidence from the french stock market. *Journal of the European Economic Association*, 5(4), 709-751.
- Ugurlu, M., (2000). Agency costs and corporate control devices in the Turkish manufacturing industry. *Journal of Economic Studies*, 27(6), 566-600.

- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385-417.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2009). How are U. S. family firms controlled? *Review of Financial Studies*, 22(8), 3047-3091.
- Volpin, P. (2002). Governance with poor investor protection: Evidence from top executive turnover in Italy. *Journal of Financial Economics*, 64(1), 61-90.
- Wiwattanakantang, Y. (1999). An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7, 371-403.

RECEPCIÓN DEL ARTÍCULO: 14/09/2009

ENVÍO EVALUACIÓN A AUTORES: 03/02/2010

RECEPCIÓN CORRECCIONES: 06/02/2010

ACEPTACIÓN ARTÍCULO: 12/04/2010