

EMPRESAS FAMILIARES: REVISIÓN DE LA LITERATURA DESDE UNA PERSPECTIVA DE AGENCIA*

*Maximiliano González Ferrero***

*Alexander Guzmán Vásquez****

*Carlos Pombo Bejarano*****

*María Andrea Trujillo Dávila******

* Este artículo constituye una revisión de la literatura en empresas familiares desde una perspectiva de agencia, elaborado por estudiantes y profesores del Doctorado en Administración de la Facultad de Administración de la Universidad de los Andes, dentro del Seminario de Investigación en Gobierno Corporativo. El artículo se recibió el 05-10-2009 y se aprobó el 21-05-2010.

** Doctor en Administración, Tulane University, New Orleans, Estados Unidos, 2002; Magíster en Administración de Empresas, Instituto de Estudios Superiores de Administración (IESA), Caracas, Venezuela, 1998; Administrador de Empresas, Universidad Metropolitana, Caracas, Venezuela, 1994. Profesor asociado y miembro del Grupo de Investigación en Finanzas, Facultad de Administración, Universidad de los Andes. Bogotá, Colombia.
Correo electrónico: mgf@adm.uniandes.edu.co.

*** Candidato a Doctor en Administración, Facultad de Administración, Universidad de los Andes, Bogotá, Colombia; Magíster en Administración de Empresas, Universidad de los Andes, 2006; Especialista en Gerencia de Mercadeo, Universidad del Rosario, Bogotá, Colombia, 2003; Especialista en Finanzas, Universidad Externado, Bogotá, Colombia, 1999; Administrador de Empresas, Universidad Externado, 1997. Profesor asociado y miembro del Grupo de Investigación en Innovación y Gestión Empresarial, Colegio de Estudios Superiores de Administración (CESA), Bogotá, Colombia. Correo electrónico: ale-guzm@uniandes.edu.co.

**** Doctor en Economía, University of Illinois at Urbana-Champaign, Chicago, Estados Unidos, 1999; Maestría en Ciencias de Economía, University of Illinois at Urbana-Champaign, 1996; Maestría en Economía, Universidad de los Andes, Bogotá, Colombia, 1994; Economista, Universidad Javeriana, Bogotá, Colombia, 1990. Profesor asociado y miembro del Grupo de Investigación en Finanzas, Facultad de Administración, Universidad de los Andes. Bogotá, Colombia.
Correo electrónico: cpv@adm.uniandes.edu.co.

***** Candidata a Doctora en Administración, Facultad de Administración, Universidad de los Andes, Bogotá, Colombia; Magíster en Administración de Empresas, Universidad de los Andes, Bogotá, Colombia, 2005; Ingeniera Sanitaria, Universidad de Antioquia, Medellín, Colombia, 2001. Profesora asociada y miembro del Grupo de Investigación en Innovación y Gestión Empresarial, Colegio de Estudios Superiores de Administración (CESA), Bogotá, Colombia.
Correo electrónico: ma.trujillo53@uniandes.edu.co.

Empresas familiares: revisión de la literatura desde una perspectiva de agencia

RESUMEN

En este artículo se presenta una revisión comprehensiva de la literatura financiera alrededor de los principales estudios relacionados con las empresas familiares. La revisión, hecha desde la teoría de agencia, enmarca la estructura de propiedad familiar dentro de los principales problemas de agencia que surgen entre gerentes y propietarios, gerentes y tenedores de deuda y accionistas mayoritarios y minoritarios. Se revisan tres décadas de artículos relacionados con las empresas familiares y publicados en las principales revistas financieras. Esta mirada a la literatura evidencia un campo de investigación en construcción, poco explorado en América Latina, en el que se hace necesario un mayor contraste empírico para entender la estructura de propiedad familiar alrededor del mundo. Al finalizar se propone una agenda de investigación en empresas familiares fundamentada en temas como el desempeño financiero, el papel de los herederos, la estructura de endeudamiento, la composición de las juntas directivas, el impacto de los costos de agencia sobre el costo de capital y los beneficios privados del control.

Palabras clave:

empresas familiares, problemas de agencia, gobierno corporativo.

Family Businesses: A Literature Review from an Agency Perspective

ABSTRACT

This article presents a comprehensive review of the financial literature consisting of the main studies on family businesses. Focusing on the agency theory, the review describes the main agency problems that arise between managers and owners, between managers and debt holders, and between majority and minority shareholders in a family ownership structure. Three decades of family business articles published in the main financial journals are reviewed. This look at the literature on the topic evidences a field of research that is incipient, little explored in Latin America, for which empirical comparison and contrasting is necessary in order to understand the family ownership structure worldwide. The article ends by proposing a family business research agenda including topics such as financial performance, the role of the heirs, debt structure, the composition of the board of directors, the impact of agency costs on capital costs, and private control benefits.

Keywords:

Family businesses, agency problems, corporate governance.

Empresas familiares: revisão da literatura desde uma perspectiva de agência

RESUMO

Neste artigo apresenta-se uma revisão comprehensiva da literatura financeira ao redor dos principais estudos relacionados com as empresas familiares. A revisão feita desde a teoria de agência enquadra a estrutura de propriedade familiar dentro dos principais problemas de agência que surgem entre gerentes e proprietários, gerentes e depositários de dívida e acionistas majoritários e minoritários. Revisam-se três décadas de artigos relacionados com as empresas familiares e publicados nas principais revistas financeiras. Este olhar à literatura evidencia um campo de pesquisa em construção, pouco explorado na América Latina, em que se faz necessário um maior contraste empírico para entender a estrutura de propriedade familiar ao redor do mundo. Ao finalizar propõe-se uma agenda de pesquisa em empresas familiares, fundamentada em temas como o desempenho financeiro, o papel dos herdeiros, a estrutura de endividamento, a composição do conselho de direção, o impacto dos custos de agência sobre o custo de capital e os benefícios privados do controle.

Palavras chave:

empresas familiares, problemas de agência, governo corporativo.

Introducción

La creciente literatura relacionada con las empresas de familia ha reconocido la importancia y el predominio de este tipo de estructura de propiedad. La Porta, López de Silanes y Shleifer (1999); Claessens, Djankov y Lang (2000), y Faccio y Lang (2002) muestran que la mayoría de las firmas en el mundo son controladas por sus fundadores y herederos. La perspectiva comparativa sobre empresas familiares elaborada por Colli y Rose (2003) resalta que a mitad de los años noventa, una buena parte de las empresas registradas en Europa era propiedad de familias (70% en Portugal y 95% en Italia). En Estados Unidos, más de 12 millones de empresas familiares generaban un tercio del producto interno bruto (PIB) y empleaban el 37% de la fuerza laboral. La mayoría de las empresas familiares desarrollaba procesos de internacionalización y un tercio de las empresas más grandes de Estados Unidos registradas en la revista *Fortune 500* era controlado por grupos familiares. En la actualidad, en Asia del Sur y del Este, la empresa y el grupo familiar permanecen culturalmente inseparables.

Algunos autores, como Anderson y Reeb (2003a, 2003b y 2004); Klein, Shapiro y Young (2005); Barontini y Caprio (2006); Sraer y Thesmar (2007); Miller, Le Breton, Lester y Cannella (2007); Bennedsen, Meisner, Pérez González y Wolfenzon (2007); Andrés (2008); Bertrand, Johnson, Samphantharak y Schoar (2008); Villalonga y Amit (2009), y Basu, Dimitrova y Paeglis (2009), resaltan la importancia de este tipo de organizaciones en diferentes países, demuestran la vigencia de este tema en la literatura y sus

hallazgos develan un campo de investigación en pleno desarrollo. Además, debido a la prevalencia de las empresas familiares y a la importancia de los problemas de agencia en la literatura financiera, varias investigaciones se enfocan en el estudio de estos dos aspectos de manera conjunta.

En términos generales, la teoría de agencia alrededor de la firma cuestiona si el gerente de una empresa actuará siempre a favor de los intereses de los accionistas y sustenta que, cuando se separan la propiedad y la gerencia de una empresa, el gerente tiende a adoptar un comportamiento oportunista que favorece sus propios intereses y no los de los accionistas (Berle y Means, 1932). Lo anterior, conocido como el *problema de agencia existente entre gerentes y accionistas*, ha sido ampliamente estudiado en la literatura.

Jensen y Meckling (1976) modelaron de manera formal la reducción en el valor de la firma a causa de dicho conflicto, y a partir de su contribución, varios estudios se han enfocado en proporcionar mecanismos para mitigar dicho problema. Adicional a la protección legal ofrecida por el país y a los diferentes instrumentos de gobierno corporativo, el aumento en la propiedad gerencial es una medida común adoptada por los accionistas para alinear sus intereses con los del gerente (Jensen y Meckling, 1976; Morck, Shleifer y Vishny, 1988; Denis, Denis y Sarin, 1997; Ang, Cole y Lin, 2000).

Ahora, si el aumento de la propiedad gerencial puede disminuir el conflicto de intereses entre gerentes y accionistas, al mismo tiempo puede generar otro tipo de problema

de agencia —el conflicto de intereses entre grandes accionistas y accionistas minoritarios— (Barclay y Holderness, 1989; Shleifer y Vishny, 1986; La Porta et al., 1999). Este problema se genera cuando los grandes accionistas utilizan su poder e influyen en las decisiones de la firma para expropiar a los accionistas minoritarios. Lo anterior puede llevarse a cabo a través de diferentes métodos, como altas compensaciones salariales, dilución de la participación de los minoritarios o precios de transferencia de activos inferiores a los precios de mercado.

Adicional a las dos tipologías de problemas mencionados, la literatura también ha considerado el conflicto de intereses existente entre los accionistas de la empresa y los tenedores de deuda. Para Jensen y Meckling (1976), en la medida en que la empresa utiliza la deuda como mecanismo de financiación, los tenedores de deuda incrementan su participación en los negocios y el riesgo operativo de la firma; mientras los accionistas y gerentes conservan el control de las decisiones de inversión y operación de la empresa. Lo anterior les proporciona a los gerentes incentivos para expropiar la riqueza de los tenedores de deuda a favor de su propio beneficio y el de los accionistas que ellos representan.

Como lo señalaron Jensen y Meckling (1976), la gravedad de los problemas de agencia varía entre firmas, dependiendo de la facilidad con que cada gerente pueda ejercer sus propias preferencias en la toma de decisiones, en contraposición a la maximización del valor de la empresa y a los costos asociados con las actividades de supervisión. Diferentes estudios han comenzado a explorar la varia-

ción de los problemas de agencia entre los diversos tipos de firmas, en particular entre empresas familiares y no familiares. Cada tipo de empresa cuenta con una estructura de propiedad específica, la cual a su vez influye en la existencia y cronicidad de los distintos problemas de agencia.

Para Basu et al. (2009), el carácter de propietarios a largo plazo de la familia, el mantener un monto sustancial de la riqueza familiar en la empresa, la participación activa de la familia en la gerencia y órganos de gobierno y la transferencia intergeneracional como objetivo corporativo son algunas de las características específicas que poseen las empresas familiares que pueden influenciar de manera directa la existencia de problemas de agencia. Anderson, Mansi y Reeb (2003) sostienen que las empresas familiares cuentan con menores costos de endeudamiento con terceros, debido a la mitigación de los problemas de agencia, gracias a los horizontes gerenciales de largo plazo y a la preocupación de las familias por su reputación.

Por otra parte, Faccio, Lang y Young (2001) se enfocan en la política de dividendos en las empresas familiares de Europa y del Este asiático y suministran pruebas de la expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios por parte de la familia fundadora. Además, Chrisman, Chua y Litz (2004) discuten teóricamente las diferencias entre los costos de agencia en empresas familiares y no familiares, y empíricamente encuentran que las empresas familiares tienen menores costos de agencia, al partir de una muestra conformada por más de mil empresas estadounidenses. Estos estudios constituyen tan

sólo una muestra de las investigaciones que se han realizado alrededor de las empresas familiares que buscan determinar si la estructura de propiedad familiar aliviana o incrementa los problemas de agencia.

Este artículo revisa la literatura relacionada con los problemas de agencia en las empresas familiares y busca presentar de manera comprehensiva los trabajos desarrollados hasta el momento, enmarcados en los tres problemas de agencia abordados en el gobierno corporativo. Además, contribuye a la investigación asociada con esta estructura de propiedad de tres maneras fundamentales: primero, presenta una revisión de la literatura financiera en empresas familiares, que puede servir para lectores de diferentes disciplinas interesados en esta estructura de propiedad y que no conocen en profundidad cómo ha sido abordada en el área financiera. Segundo, muestra la falta de acuerdo respecto al impacto de la propiedad familiar en los tres problemas de agencia tratados en la literatura e invita a desarrollar propuestas de investigación para contribuir a esclarecer esta discusión académica. Y, tercero, presenta una agenda de investigación derivada de la literatura revisada, que puede ser desarrollada especialmente en América Latina, región donde es evidente la falta de estudio de estas empresas.

Este artículo se estructura de la siguiente manera: en la primera sección se presentan los trabajos relacionados con los problemas de agencia existentes entre propietarios y gerentes en las empresas familiares. En la segunda se reseñan las investigaciones alrededor de los conflictos de agencia entre accionistas y tenedores de deuda. La tercera está dedicada

al problema de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios en empresas familiares. En la parte final se presenta la agenda de investigación y se concluye.

1. Problemas de agencia entre propietarios y gerentes en las empresas familiares

Fama y Jensen (1983a y 1983b) proponen que una forma de afrontar los problemas de agencia entre gerentes y accionistas en las organizaciones más complejas es separando las decisiones gerenciales de las de control, y en las menos complejas, un mecanismo eficiente puede ser la concentración de la propiedad. Así, esta concentración de la propiedad puede servir como un mecanismo de supervisión del comportamiento oportunista del gerente. Además, para ellos las empresas familiares, donde generalmente se combinan la propiedad, la gerencia y el control, son ejemplos de organizaciones poco complejas, donde la concentración de la propiedad puede llegar a ser eficiente.

Estos argumentos han originado varias investigaciones empíricas y aportes teóricos en relación con las bondades de la propiedad concentrada por las familias. Stein (1988 y 1989) ha expuesto argumentos teóricos a favor de la concentración de la propiedad familiar como mecanismo de supervisión del comportamiento oportunista del gerente. El autor afirma que la presencia de accionistas como las familias, con largos horizontes de inversión, puede mitigar los incentivos para la toma de decisiones de inversión miopes por parte de los gerentes. A la vez, James (1999) propone que las empresas familiares,

como estructuras de propiedad concentradas, tienen horizontes de inversión de largo plazo, lo que lleva a una mayor eficiencia en la inversión.

La mayoría de investigaciones han tratado de determinar si la concentración de la propiedad por parte de las familias, como mecanismo para mitigar los problemas de agencia, genera un desempeño financiero superior. Lo anterior puede indicar que la supervisión al comportamiento del gerente por parte de las familias lleva a un mejor desempeño financiero y a una reducción de los problemas de agencia entre gerentes y accionistas. De esta manera, la mayoría de los beneficios generados por la concentración de la propiedad por parte de las familias fundadoras serían percibidos por todos los accionistas a través de un mejor desempeño financiero.

Un estudio empírico bajo esta corriente de investigación es el McConaughy, Walker, Henderson y Mishra (1998), el cual muestra que la propiedad gerencial tiene poca relación con el valor de la empresa. Este resultado 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 en el valor y la eficiencia. El tipo de gerente parece ser mucho más importante que el nivel de propiedad gerencial y, de acuerdo con McConaughy et al. (1998), el control por parte de una familia mejora el desempeño de la firma.

Adicionalmente, algunos teóricos han argumentado que el efecto de la concentración de la propiedad puede depender del tipo de

accionista y que es mejor el impacto originado por las familias como accionistas controlantes. Por ejemplo, Tufano (1996) resalta que varios tipos de accionistas controlantes (*blockholders*) tienen portafolios diversificados. Típicamente, los inversionistas institucionales (como los fondos mutuos) tienen grandes posiciones en varias firmas, lo que sugiere que sus portafolios están bien diversificados, al compararlos con portafolios de las familias fundadoras. Estos accionistas grandes y diversificados proveen una supervisión gerencial y tienen reglas de inversión similares a las de accionistas atomizados y diferentes a las de las familias cuando actúan como accionistas controlantes (Shleifer y Vishny, 1986).

Anderson y Reeb (2003a) encuentran que el desempeño de las empresas familiares es mejor respecto a las no familiares. Además, estos mismos autores (Anderson y Reeb, 2003b) muestran que, contrario a lo que se espera de la propiedad concentrada, las empresas familiares no asumen posiciones de riesgo ineficientes, en comparación con las empresas no familiares y sus estructuras de capital son similares. Estos resultados contradicen la noción de que la propiedad familiar afecta de manera negativa el desempeño de la firma.

Resultados semejantes son presentados por Martikainen, Nikkinen y Vähämaa (2009), quienes encuentran que las empresas familiares son más productivas que las no familiares. Además, sus resultados muestran que las tecnologías de producción de estos dos tipos de organizaciones en Estados Unidos no difieren per se y ello sugiere que las dife-

rencias en los resultados de producción son causados por una mayor eficiencia productiva de las empresas familiares. En consecuencia, el desempeño financiero superior de estas firmas está relacionado con un uso más eficiente de los recursos de capital y trabajo involucrados en la producción.

Andrés (2008) también presenta resultados que favorecen el papel de las familias como accionistas controlantes, al mostrar que las empresas familiares no sólo son más rentables que las firmas con propiedad dispersa, sino que tienen un desempeño superior en comparación con otro tipo de accionistas controlantes. Sin embargo, el desempeño de las empresas familiares es sólo mejor en firmas en las que la familia fundadora aún tiene un papel activo en la gerencia o la junta directiva. Estos hallazgos sugieren que la propiedad familiar está relacionada con un desempeño superior sólo bajo ciertas condiciones. Si las familias son sólo grandes accionistas sin representación en la gerencia o en la junta directiva, el desempeño de sus empresas no es diferenciable del de otras firmas.

Aun cuando los comentarios anteriores sugieren que la concentración de la propiedad por parte de las familias tiene un impacto positivo en el desempeño, lo anterior no es un consenso en la literatura. Algunos autores han contemplado situaciones bajo las cuales la propiedad familiar influye de manera negativa en su desempeño. Morck, Shleifer y Vishny (1988) sugieren que la propiedad familiar puede tener un impacto negativo en el desempeño de firmas con más de 50 años de funcionamiento. Según ellos, el valor de

estas empresas es menor cuando son dirigidas por miembros de la familia fundadora, en lugar de ser administradas por gerentes externos.

DeAngelo y DeAngelo (1985) resaltan cómo la emisión de acciones —que otorga una proporción mayor de derechos a voto respecto a los derechos sobre el flujo de caja— puede resultar en un mecanismo de atrincheramiento de los gerentes, que los aísla de la disciplina de mercado. Este tipo de acciones diluye la efectividad de la disciplina de mercado ante comportamientos ineficientes y oportunistas de los gerentes y afecta el actuar de la junta directiva.

Además, Cronqvist y Nilsson (2003) afirman que las familias utilizan la emisión de este tipo de acciones para conservar el control sobre sus firmas y sostienen que este atrincheramiento de la familia genera costos de agencia, que oscilan entre el 6% y el 25% del valor de la firma. Además, el control de la familia con estos mecanismos ocasiona grandes descuentos sobre el valor de la empresa y rentabilidades significativamente inferiores. Un trabajo posterior de estos autores (Cronqvist y Nilsson, 2005) muestra que las empresas familiares evitan métodos de emisión que diluyan sus beneficios privados, derivados del control, o las someta a mayor supervisión.

King y Santor (2008) han encontrado que las empresas familiares con una única clase de acción común tienen un desempeño similar al de otras firmas. En contraste, las empresas familiares que utilizan dos clases de acciones comunes para conservar el

control de las firmas poseen valoraciones de mercado inferiores en comparación con las empresas no familiares, a pesar de tener una estructura financiera y un retorno sobre activos similares.

Por otra parte, Baek et al. (2004) muestran que las empresas familiares de Corea del Sur, denominadas empresas *chaebol*, asumen mayores consecuencias durante crisis económicas, lo cual puede explicarse por un pobre gobierno corporativo de la firma. Barth, Gulbrandsen y Schøne (2005) muestran que las empresas familiares pueden ser menos productivas que las firmas no familiares, dependiendo del gerente. Las empresas familiares dirigidas por gerentes externos son igualmente productivas a las no familiares, mientras que empresas familiares dirigidas por miembros de la familia exhiben una menor productividad.

Bertrand y Schoar (2006) consideran que las empresas familiares son más el resultado de los valores culturales de la sociedad, antes que una respuesta eficiente a las condiciones económicas. Además, estos autores argumentan teóricamente beneficios para las familias, por la concentración de la propiedad; pero, a la vez, posibles ineficiencias generadas por este tipo de empresas. Dentro de los beneficios está el enfoque de largo plazo en la gerencia (Stein, 1988 y 1989; James, 1999) y la confianza entre los miembros de la familia, la cual puede verse como un sustituto de una baja protección legal a los inversionistas. Además, la fácil trasmisión del conocimiento entre el fundador y los herederos puede ser un beneficio adicional de la concentración de la propiedad por parte de las familias.

Sin embargo, para Bertrand y Schoar (2006), las familias pueden causar distorsiones en la eficiencia, al introducir objetivos no monetarios dentro de la maximización de su función de utilidad. Estos autores resaltan que una cultura basada en vínculos familiares puede generar nepotismo. Un contraste empírico al respecto fue realizado por Smith y Amoako-Adu (1999), quienes muestran que cuando el fundador decide entregar la gerencia a un heredero, antes que a un gerente externo, el mercado reacciona de manera negativa. Lo anterior debido a que se percibe a los herederos como demasiado jóvenes y con poca experiencia para desempeñar estos cargos. Otra distorsión generada por las familias, según Bertrand y Schoar (2006), es considerar la empresa como un legado familiar. Lo anterior genera el deseo de asegurar la supervivencia y el control familiar a cualquier costo. Este objetivo puede no estar siempre alineado a la mejor estrategia de largo plazo y de maximización del valor de la empresa. Finalmente, las normas de sucesión, que pueden otorgar todo el control al primogénito o dar igualdad de derechos a todos los hijos del fundador, pueden afectar el futuro de la firma. En el primer caso, puede llevar a un tamaño ineficiente de la empresa, y en el segundo, pueden causar graves conflictos de intereses entre los herederos.

A partir del trabajo de McConaughy et al. (1998), ya reseñado, se cuestiona cuán pertinente es la presencia de los herederos en los cargos familiares. Esta discusión es retomada por Villalonga y Amit (2006), quienes encuentran que las empresas familiares sólo muestran un desempeño financiero superior cuando son dirigidas por los fundadores. Sin

embargo, la gerencia a cargo de descendientes del fundador lleva a una destrucción del valor de la firma.

Pérez-González (2006) muestra que cuando el gerente sucesor está relacionado con el gerente que sale o el fundador por vínculos de sangre o matrimoniales, las firmas tienen un desempeño financiero inferior al de aquellas que nombran gerentes externos. Afirma, así mismo, que el bajo desempeño sobresale en empresas que nombran a un gerente familiar que no ha asistido a universidades “selectivas” y que el nepotismo afecta el desempeño financiero, lo que limita el uso del mercado laboral gerencial.

Siguiendo con el proceso de cambio generacional, Bennedsen et al. (2007) muestran que las sucesiones familiares llevan a que la rentabilidad operativa sobre los activos decrezca en las transiciones de gerente. Además, el pobre desempeño del gerente familiar es representativo en industrias con altas oportunidades de crecimiento, fuerza laboral altamente capacitada y firmas relativamente grandes. Estos resultados empíricos evidencian que los gerentes externos proveen servicios valiosos para las organizaciones que dirigen. Los argumentos que sustentan dicho trabajo son consistentes con los planteamientos de Fama y Jensen (1983a), lo cual sugiere que en empresas complejas debe haber una separación entre propiedad, gerencia y control, para mitigar los problemas de agencia. Resultados similares a los de Bennedsen et al. (2007) son proporcionados por Cucculelli y Micucci (2008), para una muestra de empresas italianas.

Un estudio reciente en esta línea de discusión es el de Fahlenbrach (2009), quien evalúa el desempeño de la firma ante la presencia del fundador como gerente en comparación con cualquier otro gerente. Para este autor la gerencia del fundador lleva a mejores desempeños financieros.

Expuesto lo anterior, es evidente que el impacto del involucramiento familiar en el problema de agencia entre gerentes y accionistas está lejos de ser claro en la literatura financiera. Las investigaciones documentadas (teóricas y empíricas) presentan posiciones contradictorias. Esto refleja la complejidad del problema, que va mucho más allá de identificar una empresa como familiar o no y comparar su desempeño. Como se señala aquí, la presencia de la familia en la toma de decisiones, el sistema legal, la función de utilidad que se busca maximizar, el tipo de empresa y el sector industrial donde opera influyen significativamente no sólo en los resultados reportados, sino en la forma como se interpretan y comparan.

Para los autores de este artículo, los hallazgos que señalan un desempeño financiero inferior por parte de las empresas familiares en relación con las no familiares no implican necesariamente que la supervisión de la familia sobre el gerente sea ineficiente o que el conflicto entre gerente y accionista mayoritario no sea mitigado en las empresas familiares. Lo anterior puede evidenciar que las familias obtienen beneficios monetarios y no monetarios por el control, y que maximizan sus beneficios privados bajo la concentración de la propiedad, aun cuando esto no beneficie

a las demás contrapartes involucradas en la empresa, como los tenedores de deuda y los accionistas minoritarios.

De acuerdo con los argumentos anteriores, los principales interesados en evaluar el impacto del involucramiento familiar en el desempeño de la empresa son los accionistas minoritarios y los tenedores de deuda. Por lo tanto, de atender a los hallazgos y planteamientos teóricos de las investigaciones realizadas, esta evaluación debe llevarse a cabo teniendo en cuenta diferentes aspectos. Por ejemplo, el tipo de gerente familiar. Desde esta perspectiva, la pregunta central es si los herederos influyen de manera negativa en el desempeño financiero de las empresas familiares. Aparentemente existe consenso en relación con las bondades del involucramiento del fundador en el desempeño financiero.

Sin embargo, existen posiciones encontradas en relación con el impacto del gerente heredero. Para Villalonga y Amit (2006), Pérez-González (2006), Bennedsen et al. (2007) y Cucculelli y Micucci (2008), las empresas familiares dirigidas por los herederos del fundador presentan un desempeño financiero inferior; mientras que, de acuerdo con Anderson y Reeb (2003a) y Sraer y Thesmar (2007), cuando los miembros de la familia sirven como gerentes, el desempeño es mejor que con gerentes externos. Ante estas discrepancias, es necesario ahondar en el estudio del impacto del involucramiento de los herederos en la gerencia de las empresas familiares.

González, Guzmán y Trujillo (2010) proponen un modelo teórico del que se derivan

condiciones específicas bajo las cuales el heredero puede tener un desempeño superior al de un gerente externo. Para ellos, el conocimiento tácito o privado respecto a las operaciones de la empresa, habilidades gerenciales desarrolladas o aprendidas en la firma y beneficios no monetarios percibidos por los miembros familiares pueden llevar a que un gerente heredero tenga un impacto positivo en el desempeño de la empresa.

Otros aspectos considerados al evaluar el impacto del involucramiento familiar en el desempeño de la empresa son su edad y tamaño. De cierta manera, en la mayoría de estudios reseñados se han dejado de lado los planteamientos de Fama y Jensen (1983a y 1983b), quienes afirman que las familias pueden mitigar los costos de agencia y tener un efecto positivo en el desempeño de la empresa familiar, siempre y cuando la empresa no sea compleja.

Al tomar como *proxies* de la complejidad de la empresa su edad y tamaño, podría decirse que entre los pocos autores que han tenido en cuenta este aspecto en sus estudios están Morck, Shleifer y Vishny (1988), al mostrar que la propiedad familiar puede tener un impacto negativo en el desempeño de firmas con más de 50 años de funcionamiento.

2. Problemas de agencia entre accionistas y tenedores de deuda en las empresas familiares

Otra dimensión de la teoría de agencia que se ha estudiado bajo la estructura de propiedad familiar es la relación existente entre los accionistas y los tenedores de deuda. Si bien

la literatura financiera sobre empresas familiares en esta relación ha sido más escasa, la mayoría de estudios han tratado de aportar a la discusión alrededor de la hipótesis que sostiene que las empresas familiares poseen ciertas características que pueden traducirse en menores conflictos de agencia entre accionistas y tenedores de deuda, en comparación con los existentes en las empresas no familiares.

Según Jensen y Meckling (1976), los accionistas diversificados tienen incentivos para expropiar a los tenedores de deuda, invirtiendo en proyectos rentables pero que implican un alto riesgo. Los acreedores anticipan tal comportamiento y cobran altas tasas de endeudamiento. Además, Myers (1977) resalta la existencia de otro costo de agencia de la deuda, al afirmar que los accionistas de las empresas con alto riesgo de bancarrota no tienen los incentivos económicos para contribuir con nuevo capital destinado a proyectos que incrementen el valor de la firma. La razón es que bajo este escenario los accionistas incurren en la totalidad de los costos de la inversión; pero sus retornos son capturados principalmente por los tenedores de deuda. De esta manera, deudas elevadas resultan en una mayor probabilidad de rechazo de proyectos que agreguen valor.

Partiendo de los argumentos anteriores, la pregunta de interés es si las empresas familiares, como accionistas mayoritarios no diversificados, tienen incentivos para mitigar los conflictos de agencia que pueden generarse con los tenedores de deuda. Por lo tanto, algunos estudios teóricos y empíricos han tra-

tado de evaluar el impacto de la propiedad concentrada en los costos de agencia de la deuda, y no sólo en los costos de agencia del capital. Kim y Sorensen (1986) encuentran que las empresas con alta concentración de la propiedad por parte de los internos (como empleados de mandos medios, gerentes, miembros de junta directiva o accionistas controlantes) tienen razones de deuda más altas que las evidenciadas en empresas con baja concentración de la propiedad por parte de ellos. Para los autores, esto puede explicarse por bajos costos de agencia de la deuda o del capital.

Alineado a este enfoque, el trabajo de Ugürlü (2000) intenta mostrar la relación entre los costos de agencia y el uso de mecanismos de control corporativo para mitigarlos. Dentro de los hallazgos del estudio, el autor revela que las firmas controladas por familias tienen mayores niveles de endeudamiento. Lo anterior puede deberse a que gerente está más supervisado por las familias que controlan las empresas en Turquía, lo que mitiga el riesgo que afrontan los tenedores de deuda al financiar este tipo de empresas.

Aun cuando los argumentos anteriores favorecen la hipótesis bajo la cual las empresas familiares realizan una mejor supervisión del gerente para un adecuado manejo del negocio y para beneficiar a los tenedores de deuda, DeAngelo y DeAngelo (2000) resaltan el caso de *The Times Mirror Company*, empresa controlada por la familia Chandler, donde el accionista controlante sólo se interesaba por garantizar sus dividendos y pasaba por alto decisiones ineficientes del gerente que

afectaron los intereses de los acreedores. Lo anterior cuestiona el papel de supervisión de las familias como accionistas controlantes.

Entre los pocos estudios que buscan establecer si los problemas de agencia entre accionistas y tenedores de deuda en las empresas familiares son más o menos graves que en las empresas no familiares, está el de Anderson, Mansi y Reeb (2003), quienes afirman que la estructura de propiedad familiar incide en los costos de agencia de la deuda. Los autores mostraron que los costos de agencia de la deuda para este tipo de empresas son 32 puntos básicos menores en comparación con las empresas no familiares. Sus resultados son consistentes con el supuesto de los tenedores de deuda, quienes perciben las empresas familiares como organizaciones con enfoques de largo plazo y mayor reputación. Lo anterior se traduce en menores tasas al financiar este tipo de empresas.

Los hallazgos de los que se dispone actualmente sobre este punto están lejos de ser concluyentes. Si bien la literatura reconoce el establecimiento de cláusulas de protección (*covenants*) como mecanismos de mitigación de los costos de agencia de la deuda, no queda claro el papel que desempeña ser una empresa familiar en la política y los costos de endeudamiento de la firma.

Las familias pueden llevar a tasas de endeudamiento superiores y baja emisión de capital, motivadas por el deseo de mantener el control de sus empresas. Este asunto ha sido abordado por autores como La Porta et al. (1999), Claessens et al. (2000) y Burkart, Panunzi y Shleifer (2003), quienes mues-

tran que las familias utilizan mecanismos que les permiten ampliar el control sobre sus empresas.

Por otra parte, de acuerdo con Fama y Jensen (1985), la concentración de la propiedad por parte de las familias puede llevar a una ineficiencia en la toma de riesgos y a subinversión, debido a la concentración de la riqueza de la familia en la empresa. Según estos planteamientos, las empresas evitarán tomar deuda y dejarán de lado oportunidades de crecimiento e inversión, para evitar exponerse al riesgo financiero inherente a la deuda. De esta manera, las familias pueden contratar deuda para financiar proyectos y retener el control de sus empresas o pueden evitarla, por los riesgos relacionados.

Matthews, Vasudevan, Barton y Apana (2004) presentan un enfoque que intenta ser más ecléctico, al desarrollar un modelo teórico en el cual el endeudamiento depende de la actitud del dueño hacia la deuda, moderada por las condiciones del entorno. Por lo tanto, para los autores la deuda es una función de la percepción de la deuda por parte de los propietarios, influenciada por el deseo de retener el control, la propensión al riesgo, la experiencia, las normas sociales y la riqueza personal.

De acuerdo con los argumentos anteriores, determinar si las empresas familiares tienen más o menos deuda, en comparación con las no familiares, puede ayudar a esclarecer este asunto. A través de estudios empíricos, Wiwattanakantang (1999) y King y Santor (2008) han mostrado que las empresas familiares utilizan mayores niveles de deuda, lo

que sugiere una prevalencia en el deseo de mantener el control sobre la mayor aversión al riesgo. Sin embargo, Gallo y Vilaseca (2004) encuentran exactamente lo contrario. Por lo tanto, al respecto son necesarios contrastes empíricos adicionales.

En la literatura financiera (por ejemplo, Kim y Sorensen, 1986), mayor cantidad de deudas en las empresas se ha interpretado como resultante de menores costos de agencia entre tenedores de deuda y accionistas. Así, estructuras de propiedad con menores costos de agencia de la deuda podrán acceder a mayores endeudamientos. Por lo tanto, mayor deuda puede evidenciar, a la vez, el deseo de las familias por retener el control y menores costos de agencia con los acreedores.

Además, es necesario estudiar el impacto de la propiedad familiar en los costos de financiación de las empresas. Aparte de la contrastación empírica realizada por Anderson, Mansi y Reeb (2003), hasta donde los autores de este artículo tienen conocimiento, no existen trabajos que comparen el costo de financiación de las empresas familiares y las no familiares.

Finalmente, tal como se sugirió para el caso de desempeño, el estudio del impacto de la familia en la política y costos de endeudamiento de la firma debe tener en cuenta su edad y tamaño. La madurez de la empresa y su crecimiento en inversión en activos, así como en la complejidad de la operación, pueden afectar el impacto del involucramiento familiar en la cantidad y costo de la deuda.

3. Problemas de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios en las empresas familiares

La creencia generalizada en relación con el impacto de la propiedad familiar sobre el tercer problema de agencia puede sintetizarse citando a Ali, Chen y Radhakrishnan:

Si bien es cierto que los problemas de agencia que se generan de la separación entre la propiedad y la gerencia tienden a atenuarse en una organización familiar, también debe reconocerse que el otro tipo de problemas, aquellos que surgen entre pequeños y grandes accionistas, se amplifican en este tipo de firmas. (2007, p. 238)

Sin embargo, según estos autores, los beneficios por la reducción de los problemas de agencia entre gerentes y accionistas compensan el incremento en los problemas de agencia entre mayoritarios y minoritarios. Uno de los mecanismos para reducir los problemas de agencia entre mayoritarios y minoritarios, contemplado por Shleifer y Vishny (1997), es la protección legal a los inversionistas. Para estos autores, el accionista minoritario está dispuesto a entregar sus recursos financieros al mayoritario cuando cuenta con mecanismos legales que lo protejan de la expropiación de su riqueza.

Maury (2006) muestra que si las empresas familiares trabajan en un ambiente de protección legal fuerte, la concentración accionaria tiene un impacto positivo en su desempeño y que esto compensa de manera positiva los

costos de agencia entre accionistas minoritarios y controlantes. Sin embargo, cuando el ambiente legal no brinda suficientes garantías a los minoritarios, la relación entre la concentración accionaria y el rendimiento tiende a ser negativa.

El trabajo de Gomes (2000) aporta a esta discusión, argumentando que el problema de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios emerge en algunos países, porque la estructura de gobierno corporativo aísla a los accionistas mayoritarios de la disciplina del mercado, o bien porque el sistema legal del país no protege a los minoritarios, debido a la existencia de leyes débiles o a su pobre aplicación. Bajo este contexto, el autor se cuestiona por qué los individuos están dispuestos a ser minoritarios, aun cuando conocen que ni los mecanismos de gobierno corporativo ni el sistema legal los va a proteger de la expropiación por parte de los mayoritarios. El argumento central del autor está en que los gerentes están dispuestos a comprometerse implícitamente a no expropiar a los minoritarios desarrollando reputación de manera creíble para tratar bien con estos, incluso en entornos con débil protección legal. Esto puede aplicarse al caso de las familias para las cuales la reputación es un factor determinante de su comportamiento.

Un estudio que señala cómo puede llevarse a cabo la expropiación de los accionistas minoritarios es el de Johnson, La Porta, López-de-Silanes y Shleifer (2000). Estos autores utilizan el término *tunneling* —acuñado originalmente para caracterizar la expropiación de los accionistas minoritarios en la República Checa, al remover activos a tra-

vés de un túnel subterráneo— para describir la transferencia de activos y utilidades fuera de las firmas en beneficio de aquellos que las controlan. En su artículo aseguran que aun en países desarrollados el *tunneling* puede ser sustancial y permitido por los marcos legales.

Otros estudios relacionados con los problemas de agencia entre mayoritarios y minoritarios en las empresas familiares se dedican a analizar cómo el control familiar impacta la relación con los minoritarios. Cuando las familias que poseen acciones comunes con derecho a voto superior renuncian a estas a cambio de acciones que conservan la regla de un voto una acción, el precio de la transacción es elevado y ello refleja una prima de control alta y posiblemente el valor de los beneficios privados que puede extraer el accionista controlante (Hauser y Lauterbach, 2004). De acuerdo con Barclay y Holderness (1989), lo anterior evidencia los beneficios privados del control que puede extraer el accionista mayoritario, en este caso la familia, a expensas de la riqueza de los minoritarios.

Por otra parte, Burkart, Panunzi y Shleifer (2003) consideran que las familias buscan preservar el control por tres razones: primera, el beneficio potencial no monetario de dirigir la empresa, reflejado en la posibilidad de tener incidencia en los eventos políticos, culturales y sociales a través de la propiedad de sus firmas, o en el placer de tener a sus hijos trabajando en una empresa con el apellido de la familia; segunda, la reputación de la familia, y, tercera, la posibilidad de expropiar la riqueza de los accionistas externos. Para los autores, esta última razón es crítica y determina mayoritariamente la propensión de la

familia a conservar el control y la gerencia bajo su dominio.

Anderson y Reeb (2004) estudian los mecanismos utilizados para limitar la expropiación de la riqueza de los accionistas minoritarios por parte de las familias controlantes y encuentran que las firmas más valiosas son aquellas en las que los miembros independientes de la junta directiva balancean la representación familiar. De acuerdo con los autores, en firmas en las que hay una presencia continuada de la familia fundadora y muy pocos miembros independientes en la junta, el desempeño financiero es inferior al de las empresas no familiares. Además, aseveran que una presencia moderada de la familia en la junta provee beneficios sustanciales para la firma.

El trabajo de Machuga y Teitel (2009) sustenta lo anterior en el contexto mexicano, al señalar que las empresas que no tienen propiedad familiar concentrada o miembros de junta directiva compartidos presentan mejor desempeño financiero. Lo anterior resalta la importancia de los miembros de junta independientes para mitigar los conflictos de agencia entre accionistas y sugiere que los intereses de los minoritarios son protegidos por los miembros de junta independientes, siempre que estos puedan balancear el poder del accionista mayoritario.

Sin embargo, Klein, Shapiro y Young (2005) llegan a conclusiones totalmente diferentes al analizar la relación entre el valor de la firma y varios índices desarrollados sobre el gobierno corporativo para empresas canadienses. Los autores encuentran que la independencia

de la junta está negativamente correlacionada con el desempeño en las empresas familiares. Para los autores, en la empresa familiar el control y la propiedad están concentrados, razón por la cual los miembros independientes en las juntas son innecesarios. Además, su presencia puede distraer a la gerencia y enfocarla en objetivos cortoplacistas.

Volpin (2002) afirma que la presencia de un gran accionista reduce la discreción gerencial, pero incrementa la probabilidad del conflicto entre el accionista controlante y los minoritarios. El autor muestra que entre más grande sea la diferencia entre los derechos de control y los de flujo de caja apropiados por los accionistas controlantes, menos sensible es el cambio de los ejecutivos en relación con el desempeño y mayor el conflicto entre mayoritarios y minoritarios.

Un estudio reciente acerca de la separación entre propiedad y control en las empresas familiares en Estados Unidos es el de Villalonga y Amit (2009), el cual muestra que las familias son los únicos bloques controlantes cuyos derechos de control exceden en promedio sus derechos de flujos de caja. Al analizar los mecanismos que utilizan las familias para retener el control, encuentran que no todos ellos impactan de igual forma en el valor de la empresa. Los resultados indican que las acciones de clase dual y una representación desproporcionada en la junta directiva tienen un impacto negativo, mientras que las pirámides y los acuerdos de voto tienen el efecto opuesto.

Para Anderson, Duru y Reeb (2009), los mecanismos que mejoran el control en las fir-

mas con presencia del fundador o herederos pueden afectar negativamente a los inversionistas minoritarios, dependiendo del nivel de opacidad o la falta de claridad en la información corporativa. Los autores encuentran que en las firmas en las cuales existe más opacidad, el uso de mecanismos para mejorar el control y las acciones de clase dual están asociadas con un desempeño inferior respecto a las firmas de propiedad difusa.

Los estudios presentados muestran que las familias, como accionistas controlantes, tienen los mecanismos a disposición y están en capacidad de expropiar la riqueza de los accionistas minoritarios. Sin embargo, no es claro si los minoritarios están mejor bajo este tipo de estructura de propiedad. El estudio de Maury (2006) tiene en cuenta el influjo de la protección legal a los inversionistas en el desempeño de la empresa familiar y resalta su importancia; sin embargo, es necesario estructurar más investigaciones que permitan contrastar los planteamientos de Gomes (2000), quien plantea que la preocupación por la reputación es suficiente para que el accionista mayoritario, representado por el gerente, se comprometa a no expropiar a los minoritarios.

Por otra parte, es incipiente el estudio de la efectividad de los mecanismos de gobierno corporativo, como la junta directiva, bajo la propiedad familiar. La estructura de propiedad familiar puede influir en la efectividad de diferentes mecanismos de gobierno corporativo, lo cual implica investigar profundamente cómo funcionan en las empresas familiares.

4. Agenda de investigación futura

La falta de acuerdo en los resultados presentados y que analizan diferentes conflictos de agencia muestran la necesidad de llevar a cabo contrastes empíricos que esclarezcan la gravedad de los conflictos de agencia y sus costos para la familia, los accionistas minoritarios y los tenedores de deuda, teniendo en cuenta el contexto donde se desarrollan los estudios y las medidas utilizadas. A continuación se resaltan los principales aspectos objeto de investigación para las empresas familiares, identificados en esta revisión de la literatura. Investigaciones relacionadas con estos temas permitirán entender mejor este tipo de empresas, predominantes en el mundo.

4.1 Problemas de agencia entre propietarios y gerentes en las empresas familiares

Al retomar los problemas de agencia entre gerentes y accionistas, es necesario esclarecer si el fundador, ejerciendo funciones de propiedad y gerencia a la vez, es el único miembro de la familia capaz de generar valor y mejorar el desempeño de la empresa. Aunque la mayoría de estudios señala un nepotismo potencial en las sucesiones familiares, algunas empresas familiares, en la práctica, parecen tener buen desempeño financiero y un proceso de consolidación bajo la dirección de los herederos. Esto plantea diversos interrogantes: ¿bajo qué condiciones un heredero debe ocupar la gerencia de la empresa? ¿Deben los herederos limitar su participación en la empresa sólo a la esfera de la propiedad o pueden ejercer funciones gerenciales de manera exitosa? ¿Deben permanecer los herederos

ros como accionistas mayoritarios y ejercer labores de supervisión a gerentes externos?

Adicionalmente, es necesario revisar la metodología implementada en los estudios precedentes para encontrar posibles causas a las diferencias en el desempeño financiero de las empresas familiares. Tal como lo mencionan Bennedsen et al. (2007), es posible que los indicadores financieros no muestren la realidad de las empresas familiares, debido a distorsiones en la información financiera y a la extracción de beneficios monetarios para la familia de diversas formas y no sólo a través de los dividendos.

Por lo tanto, las empresas familiares pueden presentar un desempeño diferente al que muestran sus estados financieros. Además, la falta de profundidad y eficiencia en los mercados de capitales de algunos países limita la disponibilidad de indicadores de mercado respecto al valor de la empresa. Entonces ¿qué medidas alternativas se pueden utilizar para evaluar el desempeño financiero de las empresas familiares? Aunque Barth et al. (2005) y Martikainen et al. (2009) pretenden medir la productividad de las empresas familiares con modelos basados en funciones de producción, es necesario plantear medidas adicionales, o mejorar las existentes, a fin de evaluar la eficiencia de la empresa familiar.

Si la concentración de las funciones de propiedad, gerencia y control es eficiente cuando las empresas no son complejas, siguiendo los planteamientos de Fama y Jensen (1983a), ¿el impacto del involucramiento familiar es el mismo independientemente de la edad o el tamaño de la empresa? ¿Cómo

una empresa familiar puede determinar que se ha convertido en una estructura donde es eficiente separar las funciones de propiedad, gerencia y control, debido a la complejidad de la operación?

4.2 Problemas de agencia entre accionistas y tenedores de deuda en las empresas familiares

Igualmente, respecto a los costos de agencia existentes en la relación entre accionistas y tenedores de deuda, se presentan interrogantes que conllevan nuevos cuestionamientos. Por ejemplo, ¿las empresas familiares tienen un endeudamiento diferente al de las no familiares? Si esto es así, ¿qué razones determinan el uso de mayores o menores niveles de deuda? Más endeudamiento puede estar asociado al deseo de la familia de conservar el control y evitar mecanismos de consecución de fondos que diluyan su participación en el capital de la empresa.

Adicionalmente, un mayor endeudamiento puede originarse de los menores costos de agencia de la deuda asociados a las empresas familiares. Y si esto es así ¿el costo de capital de estas empresas es más bajo que el de las empresas no familiares? ¿Pueden hacerse extensibles los resultados de Anderson, Masi y Reeb (2003) a países diferentes a Estados Unidos? Por otra parte, menor cantidad de deuda puede deberse a un atrincheramiento del gerente familiar y al deseo de evitar la supervisión que los acreedores pueden ejercer sobre la gerencia. Además, puede deberse a una toma ineficiente de riesgo financiero por la concentración de la riqueza de la familia fundadora en la empresa.

4.3 Problemas de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios en las empresas familiares

En relación con el problema de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios, es posible tratar de responder interrogantes como: ¿cómo influyen los problemas de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios en la baja protección legal a los inversionistas en países emergentes? ¿Las empresas familiares mitigan o potencian este problema de agencia en países con escasa protección legal a los inversionistas? ¿Deben los entes gubernamentales regular la utilización de mecanismos que generen una brecha entre los derechos de propiedad y los derechos de control?

En países con mínima protección legal a los inversionistas es común el uso de dos tipos de acciones comunes, pirámides, propiedad cruzada y acuerdos de voto, lo cual puede propiciar la expropiación de la riqueza a los accionistas minoritarios por parte de los mayoritarios. Por otra parte, si los herederos no agregan valor a la empresa al ocupar cargos de gerencia, tal como lo suponen Burkart, Pannunzi y Shleifer (2003) en su modelo, ¿será cierto que la propiedad familiar es sólo un sustituto de segundo óptimo a la baja protección legal a los inversionistas en un país? De esta manera, la familia preferiría contar con un heredero como gerente porque este es más confiable que un gerente externo. Y si esto es cierto, ¿por qué las empresas familiares predominan aún en entornos con alta protección legal a los inversionistas como Estados Unidos?

Finalmente, mecanismos de gobierno corporativo, como las juntas directivas, requieren especial atención y estudio en países emergentes, donde los mercados de capitales presentan un bajo desarrollo y la protección legal a los inversionistas es insuficiente. Determinar si la independencia de la junta directiva genera o no valor para las empresas familiares, el papel de la transparencia en la revelación de los estados financieros y la sensibilidad de la rotación de los gerentes respecto al desempeño financiero son temas que continúan alentando el debate alrededor de las empresas familiares.

Conclusión

La agenda de investigación futura, resaltada en la sección anterior, muestra que si bien la investigación en relación con los costos de agencia en las empresas familiares ha cobrado relevancia en las últimas décadas, aún existen diversos temas en los cuales es necesario ahondar para generar una posición más consistente respecto al impacto de esta estructura de propiedad particular en el bienestar de los actores involucrados con la empresa, entre ellos los accionistas mayoritarios y minoritarios y los tenedores de deuda.

La literatura financiera desarrollada hasta el momento no permite entender claramente el impacto del involucramiento de los herederos en la gerencia de las empresas familiares. No existe claridad respecto al impacto de la propiedad familiar en relación con los costos de agencia de la deuda y, por ende, los costos de financiación y respecto al funcionamiento y estructura adecuados de di-

versos mecanismos de gobierno corporativo en las empresas familiares, como las juntas directivas.

Este trabajo resume la teoría asociada con los problemas de agencia de las empresas familiares, abordados en la literatura financiera bajo el gobierno corporativo. Es necesario señalar que la mayoría de estudios relacionados con estas empresas, y desarrollados desde una perspectiva financiera, han sido conducidos principalmente en Estados Unidos, y recientemente en Canadá, México, Europa y Asia. Sin embargo, las principales revistas académicas carecen de artículos relacionados con el estudio de las empresas familiares en América Latina. Lo anterior pone en evidencia la necesidad de conocer la literatura en empresas familiares y adelantar investigaciones que complementen las realizadas en otros países y contribuyan a la discusión académica respecto a este tipo de estructura de propiedad.

Lista de referencias

- Ali, A.; Chen, T. Y. and Radhakrishnan, S. (2007). Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics*, 44 (1-2), 238-286.
- Anderson, R. and Reeb, D. (2003a). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58 (3), 1301-1327.
- (2003b). Founding-family ownership, corporate diversification, and firm leverage. *Journal of Law & Economics*, 46 (2), 653-680.
- Anderson, R. and Reeb, D. (2004). Board composition: balancing family influence in S&P 500 firms. *Administrative Sciences Quarterly*, 49 (2), 209-237.
- Anderson, R.; Duru, A. and Reeb, D. (2009). Founders, heirs, and corporate opacity in the United States. *Journal of Financial Economics*, 92 (2), 205-222.
- Anderson, R.; Mansi, S. and Reeb, D. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68 (2), 263-285.
- 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. and Lin, J. (2000). Agency costs and ownership structure. *Journal of Finance*, 55 (1), 81-106.
- Baek, J.-S.; Kang, J.-K. and Suh Park, K. (2004). Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 71 (2), 265-313.
- Barclay, M. and Holderness, C. (1989). Private benefits from control of public corporations. *Journal of Financial Economics*, 25 (2), 371-395.
- Barontini, R. and 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. and Schøne, P. (2005). Family ownership and productivity: the role of

- owner-management. *The Journal of Corporate Finance*, 11 (1-2), 107-127.
- Basu, N.; Dimitrova, L. and Paeglis, I. (2009). Family control and dilution in mergers, *Journal of Banking & Finance*, 33 (5), 829-841.
- Bennedsen, M.; Meisner Nielsen, K.; Perez-Gonzalez, F. and Wolfenzon, D. (2007). Inside the family firm: the role of families in succession decisions and performance. *Quarterly Journal of Economics*, 20 (2), 647-691.
- Berle, A. and Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: The Macmillan Company. [Reprint (1991), Transaction Publishers, New Brunswick, N. J.]
- Bertrand, M. and Schoar, A. (2006). The role of family in family firms. *Journal of Economic Perspectives*, 20 (2), 73-96.
- Bertrand, M.; Johnson, S.; Samphantharak, K. and 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.
- Burkart, M.; Panunzi, F. and Shleifer, A. (2003). Family firms. *Journal of Finance*, 58 (5), 2167-2202.
- Chrisman, J.; Chua, J. and Litz, R. (2004). Comparing the agency costs of family and non-family firms: conceptual issues and exploratory evidence. *Entrepreneurship, Theory and Practice*, 28 (4), 335-354
- Claessens, S.; Djankov, S. and 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. and Lang, L. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, 57 (6), 2741-2771.
- Colli, A. and Rose, M. (2003). Family firms in a comparative perspective. En F. Amatori and G. Jones (Eds.), *Business history around the world* (pp. 339-352). Cambridge: Cambridge University Press.
- Cronqvist, H. and Nilsson, M. (2003). Agency costs of controlling minority shareholders. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38 (4), 695-719.
- (2005). The choice between rights offerings and private equity placements. *Journal of Financial Economics*, 78 (2), 275-407.
- Cucculelli, M. y Micucci, G. (2008). Family succession and firm performance: Evidence from Italian family firms. *The Journal of Corporate Finance*, 14 (1), 17-31.
- DeAngelo, H. and 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.
- (2000). Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy: a study of the Times Mirror Company. *Journal of Financial Economics*, 56 (2), 153-207
- Demsetz, H. and Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: causes and conse-

- quences. *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Denis, D.; Denis, D. and Sarin, A. (1997). Agency problems, equity ownership, and corporate diversification. *Journal of Finance*, 52, 135-160.
- Faccio, M. and Lang, L. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65 (3), 365-395.
- and Young, L. (2001). Dividends and expropriation. *American Economic Review*, (91), 54-78.
- Fahlenbrach, R. (2009). Founder-CEOs, investment decisions, and stock market performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44 (2), 439-466.
- Fama, E. and Jensen, M. (1983a). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- (1983b). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 327-349.
- Gallo, M. and Vilaseca, A. (2004). Finance in family business. *Family Business Review*, 9 (4), 387-401.
- Gomes, A. (2000). Going public without governance: managerial reputation effects. *Journal of Finance*, 55 (2), 615-646.
- González, M.; Guzmán, A. and Trujillo, M. A. (2010). The role of heirs in family businesses: The case of Carvajal. *Innovar Journal*, 20 (36), en impresión.
- Hauser, S. and 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.
- James, H. (1999). Owner as manager, extended horizons and the family firm. *International Journal of Economics of Business*, 6 (1), 41-55.
- Jensen, M. and Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- Johnson, S.; La Porta, R.; López-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (2000). Tunneling. *The American Economic Review*, 90 (2), 22-27.
- Kim, W. S. and 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. and 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. and 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.; López de Silanes, F. and Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54 (2), 471-517.
- Machuga, S. and 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. and 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.
- Matthews, C.; Vasudevan, D.; Barton, S. and Apana, R. (2004). Capital structure decision making in privately held firms: Beyond the finance paradigm. *Family Business Review*, 7 (4), 349-367.
- 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. and 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. and Cannella Jr., A. (2007). Are family firms really superior performers? *The Journal of Corporate Finance*, 13 (5), 829-858.
- Morck, R.; Shleifer, A. and 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.
- Shleifer, A. and Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control. *The Journal of Political Economy*, 94 (3), 461-488.
- (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52 (2), 737-783
- Smith, B. and Amoako-Adu, B. (1999). Management succession and financial performance of family controlled firms. *The Journal of Corporate Finance*, 5 (4), 341-368.
- Sraer, D. and 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.
- Stein, J. (1988). Takeover threats and managerial myopia. *Journal of Political Economy*, 96 (1), 61-80.
- (1989). Efficient capital markets, inefficient firms: a model of myopic corporate behavior. *Quarterly Journal of Economics*, 104 (4), 655-669.
- Tufano, P. (1996). Who manages risk?: An empirical examination of risk management practices in the gold mining industry. *Journal of Finance*, 51 (4), 1097-1137.
- Ugurlu, M. (2000). Agency costs and corporate control devices in the Turkish manufacturing industry. *Journal of Economic Studies*, 27 (6), 566-600.

- Villalonga, B. and Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80 (2), 385-417.
- (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.

