



**EMPRESAS FAMILIARES, GOBIERNOS
CORPORATIVOS Y DESEMPEÑO DE SOCIEDADES
ANÓNIMAS EN CHILE 200-2009**

**TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN CONTROL DE GESTIÓN**

**Alumno: Paula Constanza Vargas Espinoza
Profesor Guía: Gino Loyola - Claudio Müller**

Santiago, noviembre 2015

AGRADECIMIENTOS

En primer lugar, quiero agradecer a los profesores Gino Loyola y Claudio Müller, quienes me apoyaron desde un comienzo en la orientación, ejecución y corrección de esta tesis.

Agradecimientos especiales a la profesora Elizabeth Gutiérrez, quien no dudo en prestarme ayuda cuando la necesité y gracias a ella pude hacer un trabajo de datos mucho más prolijo y exhaustivo obteniendo .

Finalmente agradezco a mi mamá pilar fundamental en mi vida como universitaria y ahora como profesional. También a mi papá, pololo y amigos que estuvieron en este proceso y me brindaron su apoyo en todo momento.

INDICE

RESUMEN EJECUTIVO	5
CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN	7
CAPÍTULO 2: MARCO TEORICO	10
2.1 Gobierno Corporativo: Concepto y Alcances.....	10
CAPÍTULO 3: METODOLOGÍA.....	16
3.1 Datos	16
3.2 Variables.....	16
3.2.1 Variables de propiedad y gobierno corporativo	17
3.2.2 Variables de propiedad y gobierno corporativo	18
3.3 Hipótesis	18
3.4 Modelo Econométrico	20
3.4.1 Modelos con el ROA como variable dependiente.....	20
CAPÍTULO 4: RESULTADOS.....	25
4.1 Análisis Estadístico.....	25
4.2 Análisis Econométrico	29
CAPÍTULO 5: CONCLUSIONES	34
BIBLIOGRAFÍA.....	38

INDICE DE TABLAS

Tabla 1: Número de empresas analizadas por año.	25
Tabla 2: Empresas Familiares v/s No Familiares.....	26
Tabla 3: Distribución de empresas respecto a grupo económico.	26
Tabla 4: Media de variables.	27
Tabla 5: Test Media - Test Varianza.	27
Tabla 6: Test de media y varianza.	27
Tabla 7: Media de ROA de según tipo de empresa y afiliación a grupo económico....	28
Tabla 8: Media de Remuneración pagada a directores.	28
Tabla 9: Modelos variable dependiente ROA.	31
Tabla 10: Modelos variable dependiente ROA RISK.	33
Tabla 11: Modelos variable dependiente ROA FAMILIAR.	34

INDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1: The family business model for good governance. Fuente: Davis et al.
(1982). 12

RESUMEN EJECUTIVO

Hoy en día las empresas familiares chilenas constituyen la gran masa de negocios del país, desempeñándose bajo un marco normativo y legal mucho más exigente en cuanto a la transparencia y calidad de información que presentan a sus accionistas y a la comunidad en general. La evidencia empírica previa sugiere que las empresas familiares tienen un mejor desempeño respecto a las empresas no familiares, pero no se ha ahondado respecto a otras variables de gobiernos corporativos tales como la pertenencia a un grupo económico o la composición del directorio.

El objeto de investigación es profundizar en el estudio de algunos de estos elementos de gobiernos corporativos que podrían explicar las diferencias encontradas en el desempeño de empresas familiares frente a empresas no familiares. Con este propósito, en primer lugar se construyó un panel de datos anuales sobre una amplia muestra de empresas que cotizan en la Bolsa de Comercio de Santiago para el periodo 2000-2009. En segundo lugar, se aplicó una regresión de efecto fijo, utilizando como variable dependiente dos medidas de desempeño corporativo – ROA y ROA ajustado por riesgo –, y como variables explicativas dos sets de variables: (i) variables de propiedad y gobierno corporativo, y (ii) variables de control adoptadas en investigaciones similares. Entre las primeras variables consideramos el tipo de empresa (familiar/no familiar), la presencia de inversionistas institucionales en la propiedad accionaria, la afiliación a un grupo empresarial y la remuneración pagada al directorio (ajustada por activos totales). Entre las variables de control incluimos el tamaño, la edad y el nivel de endeudamiento de cada firma.

Nuestros resultados, tomando como variable dependiente el ROA, indican que las empresas familiares presentan un mejor desempeño financiero que las empresas no familiares, siendo esta evidencia consistente con aquella hallada por estudios previos en la materia. Este resultado es robusto al adoptar el ROA ajustado por riesgo como variable dependiente. Una situación similar ocurre con la afiliación a un grupo económico, dado que los resultados sugieren que esta variable afecta positivamente el desempeño, incluso cuando consideramos al ROA como medida de desempeño. Sin embargo la variable presencia de inversionistas institucionales muestra ser no significativa para explicar el desempeño de las sociedades anónimas del periodo estudiado.

Por su parte, la remuneración del directorio ajustada por el total de activos de la empresa resulta no significativa, teniendo una incidencia despreciable en el desempeño de la empresa. Este resultado es robusto a distintas medidas de desempeño, lo que sugiere la necesidad de utilizar otras variables de gobiernos corporativos para estudiar la posible existencia de *tunneling* en las sociedades anónimas chilenas.

Con respecto a las variables de control, nuestro modelo indica que aquellas sociedades de mayor edad muestran en promedio un efecto negativo en el desempeño financiero, resultado bastante robusto al incluir distintas variables dependientes e independientes, excepto cuando utilizamos como variable dependiente el ROA solo de empresas familiares. En el caso del tamaño, los resultados muestran un efecto positivo, que se mantiene cuando consideramos el ROA ajustado por riesgo. Por último, el nivel de endeudamiento presenta un efecto negativo tanto para el ROA como para el ROA ajustado por riesgo.

Finalmente, un análisis *Split* de la muestra revela que entre las empresas familiares, las compañías más exitosas son aquellas que están afiliadas a un grupo económico. Adicionalmente, en general aquellas empresas familiares de mayor tamaño y con menor apalancamiento financiero también resultan ser en promedio más rentables entre sus pares.

CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN

Durante el último tiempo la importancia por implementar y mejorar prácticas de gobiernos corporativos se ha incrementado considerablemente, tanto al interior de las empresas como en entes fiscalizadores y reguladores. El Gobierno Corporativo nace como respuesta a las necesidades de control que deben realizar las empresas para mitigar el problema de agencia involucrado en la separación entre la propiedad y la gestión de las compañías modernas. La mejor medida para medir la bondad del Gobierno Corporativo de una empresa es su efecto de largo plazo sobre el incremento de valor y rentabilidad para el accionista; esto sin olvidar la satisfactoria relación de la compañía con el mundo que la rodea (empleados, proveedores, clientes, comunidad, medio ambiente).

En nuestro país, el concepto de gobiernos corporativos ha tomado mayor relevancia en el último tiempo producto de los escándalos suscitados en reconocidas empresas, como el caso La Polar, la colusión de Farmacias, Enersis y Caso Cascadas. En términos generales, la más afectada, más allá de los propietarios, accionistas y la administración de la compañía, ha sido la comunidad en general, quien cumple un rol fundamental para lograr la sostenibilidad de la empresa a través del tiempo.

Es muy común escuchar hablar respecto a gobiernos corporativos en empresas no familiares, pero a raíz de esto, cabe preguntarnos, ¿Qué es lo que está pasando con las empresas familiares que cotizan en bolsa?.

En Chile y el mundo, las empresas familiares corresponden a la organización empresarial predominante en cuanto a la masa de negocios. Según Martínez, et al. (2007), del universo de empresas que cotizan en la Bolsa de Comercio de Santiago, alrededor del 57% son controladas por familias, reafirmando la importancia de las empresas familiares para el desarrollo económico de nuestro país.

En Chile existe poca evidencia empírica respecto al estudio de gobiernos corporativos y empresas familiares. Los resultados de Martínez, et al. (2007) sugieren que las empresas familiares muestran un mejor desempeño frente a empresas no familiares. Bonilla, et al. (2010) realiza una extensión de la investigación de Martínez, et al. (2007), analizando la presencia de inversionistas institucionales. Sus resultados reafirman los sugeridos por Martínez, et al. (2007).

Pese a las recientes investigaciones realizadas en Chile, no existe suficiente evidencia relacionada a aspectos de gobiernos corporativos que pudiera explicar el mejor o peor rendimiento financiero de empresas familiares en Chile.

El objetivo de la presente investigación es profundizar en el estudio de los elementos de gobiernos corporativos que podrían explicar las diferencias encontradas en el desempeño de empresas familiares, frente a empresas no familiares de Chile. Para llevar a cabo el estudio se construyó un panel de datos que abarcó el periodo 2000-2009, para un total de 234 empresas chilenas que cotizan en bolsa, de las cuales 154 corresponden a empresas familiares. La información para la construcción de la base de datos fue extraída desde Thomson Reuters y la página web de la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile.

Para contrastar las hipótesis del estudio se utilizaron dos medidas de desempeño como variable dependiente: ROA y ROA ajustado por riesgo. Como variables de gobiernos corporativos, se incluyeron el tipo de empresa (familiar/no familiar), la presencia de inversionistas institucionales, la pertenencia a un grupo económico y la remuneración del directorio ajustada por el total de activos de la compañía. En otras variables de control se consideraron el tamaño, la edad, y el nivel de endeudamiento de cada empresa.

En primer lugar, se realizó un análisis estadístico de los datos, lo que nos entrega una aproximación de los resultados esperados de la investigación. Este análisis preliminar indica que las empresas familiares muestran un mejor desempeño que empresas no familiares, además de una menor variabilidad en su rendimiento. Asimismo, la pertenencia a un grupo económico parece influir positivamente en el desempeño financiero de las firmas. Adicionalmente, en promedio, la remuneración percibida por los directores ajustada por el total de activos, es considerablemente mayor cuando se trata de una empresa familiar.

En segundo lugar, se realizó un análisis multivariado. Al considerar el ROA como variable dependiente, los resultados del modelo econométrico confirman que las empresas familiares tienen un mejor desempeño financiero frente a las empresas no familiares. Adicionalmente, la afiliación a un grupo económico también muestra un efecto positivo y significativo en el mejor desempeño financiero de las empresas de la muestra. Por su parte, la presencia de inversionistas institucionales y la remuneración de los directores la afiliación a un grupo económico resultan ser no significativas para explicar el desempeño financiero de las compañías.

Al considerar el ROA ajustado por riesgo como variable dependiente, los resultados siguen el mismo comportamiento que para los modelos anteriores. De este modo, el tipo de empresa (familiar/no familiar), y la afiliación a un grupo económico resultan ser estadísticamente significativas. En contraposición, la remuneración percibida por directores y la presencia de inversionistas institucionales nuevamente muestra no significancia sobre el desempeño financiero de las empresas.

Por tanto, existe robustez de los resultados para las variables de empresa familiar, presencia de inversionistas institucionales, la pertenencia a un grupo económico y la remuneración de directores ajustada por el total de activos, pero solo la calidad de empresa familiar y la afiliación a un grupo económica sugieren un mejor desempeño en las empresas chilenas.

Finalmente, se realiza un Split de la muestra con el objetivo de poder aislar el comportamiento de empresas familiares. Solo la variable de grupo económico resulta ser significativa y muestra un impacto positivo en el desempeño financiero de empresas familiares. Por su parte, la remuneración de directores ajustada por el total de activos y la presencia de inversionistas institucionales resultan no significativas, para explicar el modelo.

Dado lo anterior, la principal implicancia de nuestros resultados es la importancia de contar con políticas de gobiernos corporativos sólidas y estandarizadas, tanto para empresas familiares como no familiares. Al respecto, un elemento relevante es que las firmas aprovechen al máximo su estructura de propiedad, vinculándose con grupos económicos que les permitan alcanzar mejores desempeños.

La estructura de la tesis es la siguiente. El segundo capítulo contiene una revisión de la literatura previa y la evidencia empírica en cuanto a los conceptos de gobiernos corporativos, empresas familiares chilenas que cotizan en bolsa, y finalmente literatura respecto a gobiernos corporativos en empresas familiares. El tercer capítulo describe la muestra y variables utilizadas, las fuentes de información y construcción de la base de datos, además de los modelos econométricos utilizados en la investigación. En el cuarto capítulo se presentan los principales resultados y finalmente, en el quinto capítulo se exponen las conclusiones derivadas de la investigación.

CAPÍTULO 2: MARCO TEORICO

En este capítulo se desarrollan cuatro aspectos centrales del marco teórico bajo el cual se conceptualiza nuestra investigación: (i) gobiernos corporativos, (ii) empresas familiares, (iii) gobernanza de empresas familiares, y (iv) efecto de los gobiernos corporativos sobre el desempeño de las empresas familiares en Chile.

2.1 Gobierno Corporativo: Concepto y Alcances

Hoy en día el actuar de las empresas está cada vez más expuesto no solo al juicio evaluador de sus accionistas, sino que de la comunidad en general. Y es aquí donde los principios de Gobiernos Corporativos cobran mayor relevancia en la actualidad.

La importancia del concepto de Gobierno Corporativo radica en que este incluye una serie de principios que buscan regular el funcionamiento de la empresa, las relaciones de poder dentro de esta, y por último proteger los intereses de todos los stakeholders de la compañía, (accionistas, directorios, y la alta administración). Dicho de otra forma, un buen gobierno corporativo provee los incentivos para proteger los intereses de la compañía y sus accionistas, monitorea la creación de valor y garantiza la transparencia de la información.

En términos simples, el Gobierno Corporativo consiste en un conjunto de relaciones que se establecen entre los diferentes participantes en la empresa con el fin de garantizar que cada uno reciba lo que es justo. La razón para que esto no ocurra de forma automática es la existencia de asimetrías de información y la imposibilidad de implementar contratos frente a cada una de las posibles eventualidades futuras.

Un adecuado sistema de Gobierno Corporativo actúa para evitar y resolver los conflictos de interés, lo que en economía se conoce como teoría de agencia, pretende evitar el uso de los activos corporativos para beneficio de los ejecutivos (agentes), afectando negativamente los intereses de los accionistas (principales).

2.2 Empresas Familiares: Definiciones

Las empresas familiares constituyen la gran masa de negocios en Chile, pero son muy pocas las empresas de este tipo que logran mantenerse más allá de la primera generación, muchas de ellas pasando a ser empresas no familiares o simplemente desapareciendo del mundo empresarial. Como lo señala Hill (2007), “el principal riesgo de las empresas familiares en Chile, es la falta de Gobiernos Corporativos, siendo muchas las empresas que enfrentan problemas de sucesión y que no cuentan con planes estratégicos o estructuras de gobierno que les permitan sobrevivir ante la muerte o incapacidad del líder.”

Por esta razón, resulta conveniente potenciar la disciplina de Gobiernos Corporativos en este tipo de empresas, para de esta forma consolidar a las empresas familiares en nuestro país y por ende solidificar el crecimiento económico de Chile.

Para abordar el tema, en primer lugar debemos definir qué se entiende por una empresa familiar. Quintana (2012), considera como una empresa familiar, a toda empresa que, siendo cotizada, más del 50% de los derechos de voto en su Directorio u órgano similar está en posesión de la persona(s) que fundó la compañía; en posesión de la persona que tiene o ha adquirido el capital social de la empresa; o en posesión de su esposa, padres, hijo(s) o herederos directos del hijo(s). En el caso de no ser cotizada, el mencionado porcentaje será superior al 25%. Y en ambos casos, al menos un representante de la familia o pariente participa en la gestión o administración de la compañía.

En cuanto a la realidad chilena, el Instituto Nacional de Estadísticas (INE), en Chile al año 2009 existían alrededor de 750 mil empresas, de las cuales más del 80% correspondían a empresas familiares. Asimismo, del 57% de las empresas que cotizan en la Bolsa de Comercio de Santiago son controladas por familias, pero también hay grandes empresas familiares que no están abiertas a la Bolsa, como lo son Agrosuper, Ultramar, Ariztía, entre otras. Con estas estadísticas, es posible estimar que las empresas familiares generan entre el 50% y 70% del PIB en Chile, y aportan una porción similar en el empleo, siendo el motor principal de la economía nacional.

2.3 Gobiernos Corporativos y Empresas Familiares: Un Marco de Análisis

En cuanto a Gobiernos Corporativos para empresas familiares, Sorenson (2013), establece que la necesidad de Gobiernos Corporativos al interior de una empresa familiar se incrementa cuando los dueños se mueven solo en busca de resultados financieros a corto plazo, mientras que los familiares buscan resultados en el largo plazo que garanticen la sobrevivencia del plan familiar.

En los inicios de la investigación sobre empresas familiares, Davis et al. (1982), propone un modelo de Gobiernos Corporativos para empresas familiares, identificando tres subsistemas que interactúan de manera interconectada con gran influencia de todos los grupos de interés: (i) la Familia, (ii) la Empresa, y (iii) la Propiedad. La implementación de un sólido gobierno corporativo radica en que este se considera un elemento clave para la competitividad y sostenibilidad en el tiempo.

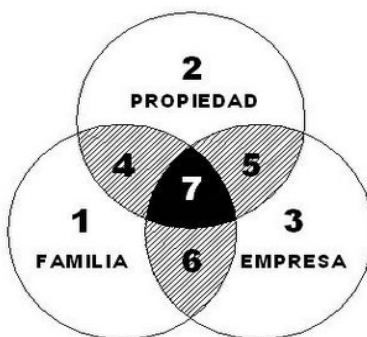


Ilustración 1: The family business model for good governance. Fuente: Davis et al. (1982).

2.4 Efectos del Gobierno Corporativo sobre el Desempeño de Empresas Familiares en Chile

Espinoza (2009) investiga la relación entre estructura de propiedad y desempeño de 240 empresas chilenas que cotizan en la Bolsa de Comercio de Santiago durante el periodo comprendido entre 1998-2007, sin hacer distinción entre empresas familiares y no familiares. Los resultados muestran que las empresas chilenas poseen una alta concentración de la propiedad, habiendo una desviación de riqueza desde los accionistas minoritarios a los mayoritarios, lo que aparentemente, es motivada por la posibilidad de

extraer riqueza del accionista mayoritario. Si bien este estudio no incluye como variable de control el tipo de empresa (familiar/ no familiar), nos da un indicio acerca de las características de las empresas en Chile y el problema de agencia asociado a ellas.

Martínez (2012) concluye que las empresas controladas por familias y cotizadas en la Bolsa de Comercio de Santiago tienen una rentabilidad superior a las no familiares, y han aportado a Chile un volumen muy significativo de exportaciones.

En cuanto a la literatura de Gobiernos Corporativos en empresas familiares en Chile, Martínez, et al. (2007), estudia el impacto de las empresas familiares en el desempeño financiero para el periodo 1995-2004. Para este estudio toma como variable dependiente el ROA, ROE, Q DE Tobin, y como variables explicativas la industria, tamaño de la firma, deuda de la empresa, edad de la compañía, y tipo de empresa. Los principales resultados que arroja el estudio, es que las empresas familiares tienen un mejor desempeño frente a las no familiares, además de que las empresas familiares presentan una media mayor en ROE, ROA, pero Q de Tobin es superior para empresas no familiares, lo que puede explicarse por el hecho de que muchas empresas familiares están subvaloradas en el mercado de capitales, en otras palabras, sus acciones son puestas en el mercado a un precio menor producto de la baja liquidez y presencia en el mercado. Para comprobar la hipótesis que las empresas familiares son más rentables que las no familiares, se construye una submuestra con empresas que pertenecen al IPSA (Índice de precios selectivo de acciones), que agrupa a las empresas con mayor presencia bursátil y liquidez del mercado. Con esta nueva muestra, Q de Tobin es mayor para empresas familiares, siendo además significativa. Por lo tanto se comprueba la hipótesis de que las empresas familiares crean más valor.

Por su parte, Bonilla et al. (2010) realiza una extensión del estudio de Martínez et al. (2007), incluyendo la dimensión de riesgo e impacto de inversionistas institucionales. Sus resultados son consistentes con los de Martínez, ya que las empresas familiares resultan más rentables que las no familiares y a la vez presentan menor volatilidad en su desempeño. En efecto, al incluir la nueva variable del ROA ajustado por riesgo, se obtiene que las empresas familiares son más rentables y a la vez presentan menor riesgo.

Muy relacionado a los estudios anteriores, Gallardo (2010) relaciona la estructura de propiedad de empresas familiares y no familiares con el desempeño de la firma. Los resultados nuevamente muestran que las empresas familiares tienen un mejor desempeño. Por otra parte, concluye que empresas familiares con bajo control en propiedad y alto

control en administración muestran un mejor desempeño, mientras que empresas familiares con gran control en la propiedad y bajo en la administración exhiben un menor desempeño que empresas no familiares. Finalmente, se entrega una caracterización de las empresas familiares, estableciendo que son más diversificadas, de mayor tamaño, más endeudadas, y en un 100% poseen un controlador.

Otro tópico interesante de estudiar para los fines de esta investigación corresponde a la presencia de grupos económicos en Chile y la remuneración percibida por los directores, y cómo estas características podrían influir en el desempeño de una empresa determinada.

Dashe (1979) declara que un grupo económico existe cuando hay un control sobre un número de empresas por parte de uno o varios propietarios, de tal forma que ellos controlan las decisiones sobre el destino del excedente económico.

Mientras que para la SVS, un grupo empresarial es un conjunto de entidades que presentan vínculos de tal naturaleza en su propiedad, administración o responsabilidad crediticia, que hacen presumir que la actuación económica y financiera de sus integrantes está guiada por los intereses comunes del grupo o subordinada a éstos, o que existen riesgos financieros comunes en los créditos que se les otorgan o en la adquisición de valores que emiten.

Leffort y Walker (2000) muestran que Chile tiene una alta concentración de la propiedad, además se refieren a la prevalencia de los Grupos Económicos en nuestro país, donde la mayor concentración de la propiedad en los grupos puede ser explicada por la necesidad de garantizar relaciones estables y a largo plazo.

Finalmente, en cuanto al pago de compensaciones del directorio, Nuñez Regauer (2012), estudia la relación entre la remuneración percibida de un director cuando este es familiar del controlador, además de estudiar la probabilidad de profesionalización del director cuando este es familiar directo del controlador. Los resultados muestran que en promedio un director que es familiar del controlador gana una remuneración un 32% superior al que no lo es. Y cuando un director es familiar del controlador, la probabilidad de que éste posea un título profesional disminuye, confirmando la existencia de Tunneling al interior de las compañías chilenas.

En suma, la evidencia empírica recopilada sugiere que las empresas familiares tienen un mejor desempeño respecto a las empresas no familiares, pero no se ha ahondado en otras

Empresas Familiares, Gobiernos Corporativos y Desempeño de Sociedades Anónimas
en Chile, 2000-2009.

variables de gobiernos corporativos, tales como la pertenencia a un grupo económico, la composición del directorio, o incluso problemas de doble causalidad.

CAPÍTULO 3: METODOLOGÍA

A continuación se presenta la metodología adoptada en esta investigación, haciendo una descripción de los datos, variables y la definición de los modelos econométricos utilizados.

3.1 Datos

Para la construcción de la base de datos, se analizó inicialmente un total de 288 empresas que cotizan en la Bolsa de Comercio de Santiago. Del total de empresas se eliminaron 54 firmas por presentar información insuficiente o presentar datos extremos que desviaban en demasía la media de la muestra.

Finalmente se trabajó con un total de 234 empresas de las cuales 154 corresponden a empresas familiares. La muestra utilizada en la investigación fue construida a partir de los datos anuales obtenidos desde Economatica y la Superintendencia de valores y Seguros de Chile para el periodo 2000-2009.

3.2 Variables

Las variables de estudio utilizadas en la investigación fueron obtenidas directamente desde Economatica para el periodo 2000-2009. La variable dependiente de los modelos analizados es el ROA, ya que esta es uno de los indicadores financieros más comunes para poder analizar y medir el desempeño de las empresas, además nos permite comparar los resultados con los obtenidos por trabajos anteriores tales como Martínez (2007) y Bonilla et al. (2010). Para efectos de robustez, consideramos también como variable dependiente el ROA ajustado por riesgo, la que busca capturar la relación entre riesgo y rentabilidad. Esta variable se define como:

$$ROA_riesgo_{it} = ROA_{it} / \sigma_{it}$$

Ecuación 1: ROA ajustado por riesgo.

$t = 2000, 2001, \dots, 2010$

$i = Empresa$

$\sigma = Desviación Estándar ROA$

Las variables explicativas de la investigación se definen a continuación:

3.2.1 Variables de propiedad y gobierno corporativo

- Dummy Familiar (DFamiliar): Siendo 1 cuando se trata de una empresa familiar y 0 en caso contrario. Para efectos de ésta investigación la definición de empresa familiar adoptada es la citada en Bonilla et al. (2010), la que se describe a continuación:
 - Del total de empresas listadas en la SVS se identificó a los grupos corporativos presentes en Chile. Si la empresa estaba claramente relacionada a una familia de negocios, se consideró empresas familiares a las firmas que constituían el grupo.
 - Si alguna de las empresas no era parte de estos grupos corporativos, se consideró empresa familiar a las que contaban con uno o más miembros familiares en la alta dirección.
 - Se consideró empresa familiar a aquellas firmas que pese a no pertenecer a un grupo corporativo en particular, su junta directiva contaba con la presencia de uno o más miembros familiares.
 - Empresas no familiares corresponden a todas las que no encajaron en las definiciones previas.
- Dummy AFP (DAFP): Toma el valor 1 cuando existe presencia de inversionistas institucionales en la estructura de propiedad de cada empresa y 0 en caso contrario.

Las dos variables descritas anteriormente son las utilizadas por Bonilla et al. (2010), con las que a partir de los datos actualizados de la nueva muestra podremos confirmar la robustez de los resultados obtenidos en investigaciones previas. Adicionalmente, incluimos dos variables adicionales relacionadas con la propiedad y la gobernanza de las compañías. En primer lugar, se construyó la variable denominada Dummy Grupo Económico (Dgrupo), la que captura el efecto que tendría en el desempeño de una empresa el pertenecer o estar afiliado a un grupo económico. Dicha información fue recopilada desde la Superintendencia

de Valores y Seguros de Chile, donde a partir de los grupos económicos presentados por la SVS, se identificó si cada empresa se encontraba asociado a uno en particular.

En segundo lugar, se incluyó la remuneración del directorio ajustada por el total de activos de cada empresa (Remuneración/Activos Totales). El objetivo de incluir esta variable consiste en poder determinar la presencia de problemas de agencia relacionados con la separación entre la propiedad y la gestión. En particular, se desea medir el efecto de la remuneración percibida por los directores en el desempeño de las empresas, y a la vez, poder determinar que cuando se trata de empresas familiares, las remuneraciones percibidas por el directorio son mayores si se compara con empresas no familiares, reflejando la existencia de *tunneling*.

3.2.2 Variables de propiedad y gobierno corporativo

- Edad: Indica la antigüedad de la empresa medida en años desde que fue fundada.
- Tamaño: Corresponde al logaritmo natural de los activos totales de la empresa.
- Ratio Deuda/Activo: Este ratio fue construido a partir de la deuda a corto plazo y los activos totales de cada empresa para cada año.
- Industria: Se asignó un sector industrial determinado a cada una de las empresas de acuerdo a la clasificación a la que pertenecen.

3.3 Hipótesis

El primer objetivo de esta investigación es confirmar la robustez de investigaciones previas en la materia. Como se ha mencionado anteriormente, la mayor masa de negocios de Chile está constituida por empresas familiares, e investigaciones previas sugieren que éstas tienen un mejor desempeño frente a las que no lo son. Por lo tanto, esperaríamos obtener un efecto positivo de las empresas familiares frente al desempeño financiero obtenido, siendo la primera hipótesis a contrastar:

Hipótesis 1: Entre las sociedades chilenas que cotizan en bolsa, en promedio las empresas familiares son más rentables que las empresas no familiares.

Al incluir la presencia de AFP como variable de control, y considerando que la presencia de éstas es una señal de solidez financiera para la empresa, se esperaría que independiente del tipo de empresa, no se reflejaran grandes variaciones en el desempeño de una empresa familiar y una empresa no familiar.

Hipótesis 2: Si el efecto AFP es controlado, la diferencia de rentabilidad entre las empresas familiares y las no familiares que cotizan en bolsa tiende a desaparecer.

Considerando el mejor desempeño de las empresas familiares se esperaría que éstas presentaran un mayor nivel de riesgo frente a las empresas no familiares, resultado consistente con la teoría de riesgo-rendimiento.

Hipótesis 3: Entre las sociedades chilenas que cotizan en bolsa, las empresas familiares muestran una mayor variabilidad en su desempeño que las empresas no familiares.

Utilizando el ROA ajustado por riesgo, se espera que los resultados indiquen que la variable de control DFamiliar no muestre un efecto significativo y positivo en el desempeño de la empresa, sino que tienda a ser neutro.

Hipótesis 4: Luego de ajustar el desempeño de las empresas por riesgo, las diferencias en el rendimiento entre empresas familiares y no familiares tiende a desaparecer.

Al incluir la variable que captura la afiliación a un grupo económico, se espera que esta pertenencia tenga un efecto positivo sobre el desempeño corporativo, dado los beneficios por mayor liquidez o diversificación que un conglomerado ofrece a las firmas que son parte de este.

Hipótesis 5: Empresas familiares chilenas que pertenecen a un grupo económico poseen un mejor desempeño que sus pares no afiliadas a un conglomerado.

Finalmente, se contrasta el efecto de la remuneración (ajustada por el total de activos) percibida por los directores para determinar el grado de influencia que esta tiene en el desempeño de la firma. Este ejercicio permite recopilar evidencia acerca de la existencia

de *tunneling* en las sociedades chilenas (familiares/ no familiares), facilitando las condiciones para que se genere y/o profundice un problema de agencia entre accionistas controladores y minoritarios.

Hipótesis 6: Empresas con remuneraciones de sus directorios más generosas presentan un peor desempeño financiero.

3.4 Modelo Econométrico

La muestra se construyó como un panel de datos, para poder combinar una dimensión temporal y una transversal, identificando a las empresas con un identificador único e irrepetible y una variable de tiempo, para capturar el efecto durante todo el periodo analizado.

En primer lugar se realizó un análisis estadístico con el objetivo de conocer las características de los datos y la muestra, para posteriormente estimar la relación entre la variable dependiente y variables independientes utilizando un modelo de regresión de efecto fijo. Dado que los efectos no observables que podrían explicar el desempeño de la firma pueden ser aleatorios, también se utiliza un modelo de regresión de efecto aleatorio. Finalmente, a través del *test de Hausman* se determina que metodología es la más apropiada.

3.4.1 Modelos con el ROA como variable dependiente

Para llevar a cabo la investigación se utilizaron en primera instancia dos modelos de referencia, los que se definen a continuación:

- **Modelo 1:** Modelo Base

$$ROA_{it} = \alpha_i + \beta Tama\tilde{n}o_{it} + \delta Edad_{it} + \gamma Deuda/Activo_{it} + \phi DFamiliar_{it} + \varepsilon_{it}$$

Ecuación 2: Modelo Base.

$t = 2000, 2001, \dots, 2010$

$i = Empresa$

- **Modelo 2:** Incluye la variable dummy si una empresa determinada cuenta con presencia de AFP en su estructura de propiedad.

$$ROA_{it} = \alpha_i + \beta Tama\tilde{n}o_{it} + \delta Edad_{it} + \gamma Deuda/Activo_{it} + \phi DFamiliar_{it} + \phi DAFP + \varepsilon_{it}$$
$$t = 2000, 2001, \dots, 2010$$
$$i = Empresa$$

Ecuación 3: Modelo 2, incluye variable AFP.

Una vez replicado el estudio de Bonilla et al. (2010), incluimos en el modelo base la nueva variable de estudio, la que captura el efecto que tiene sobre el desempeño de la firma la pertenencia a un grupo económico.

- **Modelo 3:** Considera el modelo base pero incluye variable de grupo económico.

$$ROA_{it} = \alpha_i + \beta Tama\tilde{n}o_{it} + \delta Edad_{it} + \gamma Deuda/Activo_{it} + \phi DFamiliar_{it} + \lambda DGrupo_{it} + \varepsilon_{it}$$
$$t = 2000, 2001, \dots, 2010$$
$$i = Empresa$$

Ecuación 4: Modelo 3, incluye variable grupo económico.

Asimismo, dentro de esta familia de modelos incluimos una última regresión que captura el efecto de posibles problemas de agencia asociados a la propiedad y gobernanza de las empresas.

- **Modelo 4:** Incluye la variable de remuneración del directorio.

$$ROA_{it} = \alpha_i + \beta Tama\tilde{n}o_{it} + \delta Edad_{it} + \gamma Deuda/Activo_{it} + \phi DFamiliar_{it} + \rho Remu_{it} + \varepsilon_{it}$$
$$t = 2000, 2001, \dots, 2010$$
$$i = Empresa$$

Ecuación 5: Modelo 4, incluye variable remuneración directores.

3.4.2 Modelos con ROA ajustado por riesgo como variable dependiente

- **Modelo 5:** Contrasta el modelo base, tomando como variable dependiente el ROA ajustado por riesgo.

$$ROA_Riesgo_{it} = \alpha_i + \beta Tama\tilde{n}o_{it} + \delta Edad_{it} + \gamma Deuda / Activo_{it} + \phi DFamiliar_{it} + \varepsilon_{it}$$
$$t = 2000, 2001, \dots, 2010$$
$$i = Empresa$$

Ecuación 6: Modelo 5, modelo base considera ROA ajustado por riesgo.

- **Modelo 6:** Considerando el modelo anterior, incluye la variable AFP para modelar el efecto de que una empresa tenga inversionistas institucionales es su propiedad.

$$ROA_Riesgo_{it} = \alpha_i + \beta Tama\tilde{n}o_{it} + \delta Edad_{it} + \gamma Deuda / Activo_{it} + \phi DFamiliar_{it} + \phi DAFP + \varepsilon_{it}$$
$$t = 2000, 2001, \dots, 2010$$
$$i = Empresa$$

Ecuación 7: Modelo 6, incluye variable AFP considerando ROA ajustado por riesgo.

- **Modelo 7:** Esta vez se incluye la afiliación a un grupo económico para determinar su impacto sobre el desempeño ajustado por riesgo.

$$ROA_Riesgo_{it} = \alpha_i + \beta Tama\tilde{n}o_{it} + \delta Edad_{it} + \gamma Deuda / Activo_{it} + \phi DFamiliar_{it} + \lambda DGrupo_{it} + \varepsilon_{it}$$
$$t = 2000, 2001, \dots, 2010$$
$$i = Empresa$$

Ecuación 8: Modelo 7, incluye variable Grupo Económico considerando ROA ajustado por riesgo.

- **Modelo 8:** Considera la remuneración ajustada por el total de activos de la empresa percibida por los directores.

$$ROA_Riesgo_{it} = \alpha_i + \beta Tama\tilde{n}o_{it} + \delta Edad_{it} + \gamma Deuda/Activo_{it} + \phi DFamilia_{it} + \rho Remu_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$t = 2000, 2001, \dots, 2010$$

$$i = Empresa$$

Ecuación 9: Modelo 8, incluye variable remuneración considerando ROA ajustado por riesgo.

3.4.3 Modelos según análisis Split

Finalmente, se realiza un análisis *Split* de la muestra, que consiste en analizar el impacto de las variables definidas anteriormente, pero solo para el ROA de empresas familiares.

- **Modelo 9:** Solo considera el ROA de empresas familiares, testeando además el efecto de la participación de las AFP en la propiedad de estas firmas.

$$ROA_Familiar_{it} = \alpha_i + \beta Tama\tilde{n}o_{it} + \delta Edad_{it} + \gamma Deuda/Activo_{it} + \phi DAFP_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$t = 2000, 2001, \dots, 2010$$

$$i = Empresa$$

- **Ecuación 10: Modelo 10, incluye variable presencia AFP considerando ROA Familiar.**

Modelo 10: Evalúa el efecto de la pertenencia de empresas familiares a un grupo económico.

$$ROA_Familiar_{it} = \alpha_i + \beta Tama\tilde{n}o_{it} + \delta Edad_{it} + \gamma Deuda/Activo_{it} + \lambda DGrupo_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$t = 2000, 2001, \dots, 2010$$

$$i = Empresa$$

Ecuación 11: Modelo 9, incluye variable Grupo Económico considerando ROA Familiar.

- **Modelo 11:** Finalmente se replica el modelo base, pero esta vez se considera la variable de remuneración percibida por los directores ajustada por el total de activos de la empresa.

$$ROA_Familiar_{it} = \alpha_i + \beta Tama\tilde{n}o_{it} + \delta Edad_{it} + \gamma Deuda/Activo_{it} + \rho Remu_{it} + \varepsilon_{it}$$
$$t = 2000, 2001, \dots, 2010$$
$$i = Empresa$$

Ecuación 12: Modelo 11, incluye variable Remuneración considerando ROA Familiar.

Como última etapa se regresionan los modelos 9, 10 y 11, pero esta vez considerando como variable dependiente el ROA ajustado por Riesgo, resultados que se reflejan en los modelos 12, 13 y 14 en la sección de resultados.

Luego de definidos los modelos a utilizar en la investigación se está en condiciones de poder obtener los primeros resultados con la muestra actualizada, los que se muestran en la sección siguiente.

El programa utilizado para concretar el análisis de los modelos es el programa estadístico y econométrico STATA 11.0. Su elección se debe básicamente a la disponibilidad del software y a que su funcionalidad es útil para esta investigación.

CAPÍTULO 4: RESULTADOS

Para comenzar se realiza un análisis estadístico con el objetivo de conocer las características de la muestra y poder inferir algunos resultados preliminares a confirmar o refutar con el posterior análisis de regresiones.

4.1 Análisis Estadístico

La Tabla 1 indica el total de empresas analizadas en cada año, donde el total de empresas analizadas se mantiene constante para todo el periodo de la muestra.

Año	N° Empresas
2000	234
2001	234
2002	234
2003	234
2004	234
2005	234
2006	234
2007	234
2008	234
2009	234

Tabla 1: Número de empresas analizadas por año.

En la Tabla 2 se muestra el porcentaje de empresas que corresponden a empresas familiares y no familiares para cada uno de los años incluidos en la muestra. Los datos indican que el porcentaje de empresas familiares supera en amplia mayoría a la presencia de empresas no familiares, lo que indica que en las sociedades anónimas se confirma el fenómeno que las empresas familiares corresponden a la gran masa de negocios de Chile, y a la vez es consistente con los resultados obtenidos en investigaciones previas.

Empresas Familiares, Gobiernos Corporativos y Desempeño de Sociedades Anónimas en Chile, 2000-2009.

Año	E. Familiar (%)	E. No Familiar (%)
2000	67,31	32,69
2001	69,46	30,54
2002	68,97	31,03
2003	68,72	31,28
2004	68,23	31,77
2005	67,53	32,47
2006	68,59	31,41
2007	69,23	30,77
2008	70,17	29,83
2009	68,10	31,90

Tabla 2: Empresas Familiares v/s No Familiares.

En cuanto a la nueva variable de estudio, en la Tabla 3 se indica el porcentaje de empresas que pertenecen a un grupo económico, resultando que más del 50% de la muestra de empresas se encuentra afiliada a un conglomerado. Así también, el porcentaje de empresas familiares afiliadas a un grupo económico supera con holgura el porcentaje de empresas no familiares afiliadas a un conglomerado.

Año	Afiliado Grupo (%)	No Afiliado (%)	E. Familiar Afiliada a Grupo (%)	E. No Familiar Afiliada a Grupo (%)
2000	47,60	52,40	71,72	28,28
2001	49,75	50,25	72,28	27,72
2002	50,74	49,26	71,84	28,16
2003	52,31	47,69	72,55	27,45
2004	54,17	45,83	72,12	27,88
2005	54,64	45,36	71,70	28,30
2006	54,97	45,03	71,43	28,57
2007	58,79	41,21	72,90	27,10
2008	58,01	41,99	73,33	26,67
2009	56,90	43,10	71,21	28,79

Tabla 3: Distribución de empresas respecto a grupo económico.

Continuando con el análisis de las variables incluidas en la investigación, la Tabla 4 presenta las medias de cada una de ellas, donde se destaca que la media del ROA de empresas familiares es mayor respecto a la media de empresas no familiares (5.09% versus 4.33%). Este resultado se mantiene cuando se calcula la media del ROA ajustado por riesgo. Por otra parte, es interesante notar, que cuando hablamos de empresas afiliadas a un grupo económico y con presencia de inversionistas institucionales las empresas familiares predominan sobre las empresas no familiares.

Empresas Familiares, Gobiernos Corporativos y Desempeño de Sociedades Anónimas en Chile, 2000-2009.

Variable/Media	Total	Familiar	No Familiar
ROA	4.86	5.09	4.33
ROA Risk	0.56	0.59	0.48
Tamaño	17.59	17.62	17.54
Edad	43.39	45.13	39.47
Deuda/Activo	11.04	11.15	10.8
Dgrupo	0.53	0.56	0.47
Dafp	0.37	0.38	0.37

Tabla 4: Media de variables.

Profundizando en el análisis de las variables, en la Tabla 5 se presenta el test de media y test de varianzas para la variable dependiente ROA. Los resultados muestran que la media para empresas familiares es mayor que para las empresas no familiares, y que a la vez estas presentan una menor variabilidad (riesgo). Si bien estos resultados son consistentes con los obtenidos con Bonilla et al. (2010), constituyen evidencia contraria a nuestra Hipótesis 3, y por tanto, a las teorías financieras que plantean una relación positiva entre el retorno esperado y el riesgo de los activos.

VARIABLE	MEDIA	VARIANZA
ROA F	5,089	11,92
ROA NF	4,33	48,74
P-value	0,007	0,0003

Tabla 5: Test Media - Test Varianza.

A continuación se presentan el test de media y varianza para la nueva variable independiente incluida en el estudio, DGrupo, indicando si la empresa se encuentra afiliada a un grupo económico determinado. En la Tabla 6, se presenta el análisis de esta variable, la que nos indica que aquellas empresas que pertenecen a un grupo económico presentan un mejor desempeño financiero y un menor riesgo que las que no.

VARIABLE	MEDIA	VARIANZA
ROA Grupo	7,34	22,66
ROA No Grupo	1,98	24,41
P-value	0.000	0.000

Tabla 6: Test de media y varianza.

La Tabla 7 contiene la media del ROA para empresas familiares y no familiares que pertenecen a un grupo económico y para las que no, respectivamente. Los resultados sugieren que las diferencias en desempeño entre empresas podrían explicarse más por la

afiliación a un grupo económico que a la calidad de empresa familiar.

ROA/Media	E. Familiar	E. No Familiar
Afiliado a un grupo	7.44	7.35
No Afiliado a grupo	2.06	1.63

Tabla 7: Media de ROA de según tipo de empresa y afiliación a grupo económico.

Finalmente, se incluye la media de la remuneración (ajustada por tamaño) percibida por el directorio, diferenciándolas entre empresas familiares/no familiares y en empresas afiliadas/no afiliadas a un conglomerado. Para la muestra seleccionada, los resultados indican que en promedio la remuneración pagada a los directores es mayor en el caso de empresas familiares y de aquellas no afiliadas a un grupo económico. Como consecuencia, entre las empresas familiares, aquellas pertenecientes a un conglomerado pagan en promedio remuneraciones mucho menos generosas a su directorio que las compañías sin afiliación.

Variable/Media	E. Familiar (MM\$)	E. No Familiar (MM\$)
Remuneración	43.7	21.7

Variable/Media	Afiliado Grupo (MM\$)	No Afiliado Grupo (MM\$)
Remuneración	8.3	69.7

Variable/Media	Afiliado Grupo (MM\$)	No Afiliado Grupo (MM\$)
Remu. E. Familia	9.3	87.9

Tabla 8: Media de Remuneración pagada a directores.

A priori los datos indican que las empresas familiares tienen un mejor desempeño frente a las empresas no familiares, siendo consistente con la evidencia para Chile recopilada por trabajos similares. Además, aquellas empresas que se encuentran afiliadas a un conglomerado o grupo económico también presentarían un mejor desempeño financiero, lo que hasta ahora también resulta consistente con la lógica adoptada al principio de la investigación. En cuanto a la remuneración ajustada por tamaño percibida por los directores, nuestra evidencia indica que aquellos directores de empresas familiares pertenecientes a un conglomerado reciben remuneraciones menores, lo que podría estar

relacionado con el hecho que el presidente o vicepresidente del directorio no reciben pagos cuando pertenecen al grupo controlador, sino que reciben dividendos.

A continuación se presentan los resultados obtenidos tras aplicar los modelos econométricos definidos en la sección anterior.

4.2 Análisis Econométrico

Para fines de esta investigación, se utilizó el *Test de Hausman* para identificar si el modelo de efecto fijo o el modelo de efecto aleatorio era el más apropiado para el panel de datos. El *Test de Hausman* indicó que el mejor modelo para representar la muestra corresponde al modelo de efectos fijos.

En cuanto a los resultados obtenidos, la tabla 9 muestra los resultados obtenidos al regresionar los modelos que toman como variable dependiente el ROA de las empresas.

El modelo base o Modelo 1 indica que la calidad de empresa familiar tiene un impacto positivo sobre el desempeño de las compañías. Este resultado es consistente con los resultados obtenidos en estudios previos y con nuestra Hipótesis 1. Este hecho se ha explicado por el hecho de que en las empresas familiares los fundadores participan de la administración creando valor, suelen tener una valiosa reputación, en su administración cuentan con familiares leales y dedicados, y a la vez realizan un constante trabajo para asegurar la prosperidad y continuidad generacional de la compañía. Adicionalmente, se puede argumentar que la familia disminuye el problema de agencia entre accionistas y administradores (menor problema de agencia vertical), pero que también podría dar paso a conflictos entre la familia y accionistas minoritarios (mayor problema de agencia horizontal).

En cuanto a las otras variables de control, los resultados del Modelo 1 sugieren que las empresas de mayor tamaño presentan mejores desempeños financieros. Adicionalmente, las empresas de mayor edad y apalancamiento financiero presentan un menor desempeño financiero.

En el Modelo 2 se incluye como variable de control la presencia de inversionistas institucionales (AFP), resultando no ser significativa para explicar un mejor desempeño de

las empresas. Dicho resultado no es consistente con la teoría de que cuando una AFP decide invertir en un activo en particular, esto tiene un efecto positivo por el mayor monitoreo generalmente ejercido a través de directores independientes, lo que llevará a una reducción del problema de agencia. Consistente con esta hipótesis, Medina y Valdés (1998), sugieren que empresas *afepeables* (firmas cuyas acciones pueden ser adquiridas por las administradoras de pensión y el resto) presentan una menor asimetría de información que aquellas empresas no *afepeables*, ya que las primeras han pasado ciertos criterios de riesgo para ser consideradas en el portafolio de las AFP. De este modo, esta clase de compañías tendrían mayor facilidad de financiamiento de potenciales acreedores. Sin embargo, al controlar por la presencia de estos inversionistas institucionales en la propiedad, la calidad de empresa familiar sigue teniendo una influencia estadísticamente significativa sobre el ROA, lo que no es consistente con nuestra Hipótesis 2.

Por otra parte, en el Modelo 2 las variables de control edad, tamaño y endeudamiento mantienen su comportamiento del Modelo 1, continuando siendo significativas, pero solo el tamaño tiene un impacto positivo en el desempeño de las empresas.

El Modelo 3 considera la variable de afiliación a un grupo económico, siendo los resultados econométricos consistentes con nuestra Hipótesis 5. En concreto, la evidencia sugiere que pertenecer a un grupo económico influye positiva y significativamente en el desempeño de la empresa. Una fuente posible de dicho efecto positivo podría ser que aquellas empresas afiliadas a un conglomerado contarían con mejores opciones de financiamiento que aquellas empresas que no pertenezcan a un grupo económico determinado. Al respecto, los resultados de Medina y Valdés (1998) sugieren que la existencia de diferenciales de costo de financiamiento según origen de los fondos implica que los conglomerados serían más eficientes que el mercado formal de capitales en la asignación de recursos, lo que permitiría crear un mercado de capitales interno que presentaría menores fricciones y por ende un mejor desempeño. Otro punto a destacar es la diversificación predominante en los grupos económicos chilenos, quienes poseen muchas empresas en sectores muy poco relacionados entre sí, además de la internacionalización de las empresas familiares chilenas. Respecto al resto de las variables, siguen siendo consistentes con los resultados anteriores, tal que edad, tamaño, endeudamiento y tipo de empresa muestran ser significativas y mantienen el mismo tipo de efecto sobre el desempeño de la compañía.

Finalmente el Modelo 4, incluye la variable de remuneración de los directores como porcentaje de los activos totales de cada empresa. La nueva variable explicativa resulta

ser no significativa para explicar el desempeño de las firmas, siendo no consistente con nuestra Hipótesis 6.

El resto de las variables siguen manteniendo el mismo comportamiento de modelos anteriores a excepción del tipo de empresa que deja de ser significativa para explicar el desempeño financiero de las empresas.

Variable Dependiente:

ROA

Variable	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
Edad	-0.034***	-0.034***	-0.034***	-0.042***
	-2.855	-2.866	-2.884	-2.591
Tamaño	1.544***	1.430***	1.376***	1.139***
	7.698	6.323	6.306	5.073
Deuda/Activo	-0.124***	-0.124***	-0.118***	-0.068**
	-4.436	-4.411	-4.111	-2.424
Dfamily	2.009**	1.975**	1.677*	1.203
	2.373	2.342	1.938	
Dafp		1.160		
		1.591		
Dgrupo			2.194***	
			3.244	
Remuneración Directorio				0.000
				0.407
<i>R-squared</i>	0.153	0.155	0.158	0.133
<i>Observaciones</i>	1.849	1.849	1.849	996

*** Significativo al 1%

** Significativo al 5%

Tabla 9: Modelos variable dependiente ROA.

En la tabla 10, se muestran los resultados de los modelos que utilizan como variable dependiente el ROA RISK. El modelo 5, es equivalente al modelo base de la investigación, pero esta vez considera la variable ROA ajustada por riesgo. Los resultados siguen el mismo comportamiento que modelos anteriores, donde el tipo de empresa resulta ser significativo para explicar el mejor desempeño financiero de las empresas, por lo tanto, no se confirma la Hipótesis 4 planteada en la sección anterior. En este caso, dicho resultado refuerza que al tratarse de una empresa familiar es señal de obtener un mejor desempeño financiero frente a las empresas del tipo no familiar. En cuanto al resto de las variables, todas resultan ser significativas para explicar el modelo, pero solo el tamaño presenta un

impacto positivo.

Para el Modelo 6 se incluye la variable asociada a la existencia de inversionistas institucionales. El resultado indica que la nueva variable de control no es significativa para explicar el desempeño de la firma, lo que implicaría que la presencia de inversionistas institucionales no implica necesariamente un mejor desempeño financiero de las empresas. Respecto al resto de las variables incluidas en el modelo, estas muestran el mismo comportamiento que el modelo anterior.

El Modelo 7 considera la afiliación a un grupo económico. Esta vez el resultado indica ser significativa en esta variable, resultado robusto con el encontrado en el modelo 4 que considera como variable dependiente el ROA no ajustado por riesgo. El resto de las variables de control siguen el mismo comportamiento que modelos anteriores.

Finalmente, el Modelo 8 incorpora la remuneración percibida por los directores, la que nuevamente resulta no significativa para explicar el desempeño financiero de la empresa. Dicho resultado coincide con el resultado obtenido en el Modelo 4, pero refuta nuestra Hipótesis 6 sobre la presencia de *tunneling* al interior de las empresas chilenas mediante remuneraciones al directorio más generosas. Nuevamente el resto de las variables siguen el mismo comportamiento que los modelos previos.

Por tanto, al comparar las tablas 9 y 10, podemos concluir que el efecto de tres variables de propiedad y gobierno corporativo (empresa familiar, afiliación a grupo y participación de AFP) sobre el desempeño de las empresas es robusto a la variable dependiente utilizada.

Variable Dependiente: ROA ajustado por riesgo

Variable	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8
Edad	-0.002**	-0.002**	-0.002**	-0.003**
	-2.504	-2.508	-2.526	-2.530
Tamaño	0.092***	0.088***	0.084***	0.071***
	6.188	5.208	5.319	
Deuda/Activo	-0.009***	-0.009***	-0.008***	-0.007***
	-4.447	-4.429	-4.456	-3.153
Dfamily	0.193***	0.192***	0.178***	0.199**
	3.315	3.309	3.019	2.416
Dafp		0.038		
		0.705		
Dgrupo			0.098**	
			1.978	
Remuneración Directorio				0.000
				0.873
<i>R-squared</i>	0.130	0.131	0.132	0.133
<i>Observaciones</i>	1.849	1.849	1.849	996

*** Significativo al 1%

** Significativo al 5%

Tabla 10: Modelos variable dependiente ROA RISK.

En la Tabla 11 se muestran los resultados de un análisis *Split* aplicado a la muestra. El objetivo de este ejercicio es conocer las fuentes que explicarían las diferencias entre empresas familiares más o menos exitosas. El modelo 9 considera la presencia de inversionistas institucionales, variable que resultó no significativa para explicar el desempeño de la firma. Por otra parte, la edad y el tamaño también resultan significativos con un impacto positivo en el desempeño de la firma familiar.

El Modelo 10 considera la pertenencia a un conglomerado económico, variable que nuevamente resulta ser significativa y con impacto positivo en el desempeño de la compañía, resultado similar al encontrado cuando se regresiona el ROA de empresas familiares y no familiares. Por otra parte, la edad y el tamaño resulta ser variables significativas e influyen positivamente en el ROA de las empresas familiares. En contraposición, el nivel de endeudamiento tiene un efecto negativo sobre el desempeño de las empresas familiares.

Finalmente, el Modelo 11 incluye la remuneración percibida por los directores de empresas familiares. El resultado coincide con los encontrados por los modelos anteriores, en el sentido que la remuneración resulta ser una variable no significativa dentro del modelo.

En suma, cuando nos concentramos exclusivamente en las empresas familiares, observamos que elementos de propiedad y gobiernos corporativos no permiten diferenciar aquellas compañías más exitosas, a excepción de la pertenencia a un grupo económico.

Variable Dependiente: ROA FAMILIAR			
Variable	Modelo 9	Modelo 10	Modelo 11
Edad	0.023**	0.022**	0.032***
	-2.532	-2.535	-3.051
Tamaño	1.282***	1.049***	1.432***
	4.520	4.071	5.672
Deuda/Activo	-0.104***	-0.093***	-0.097***
	4.205	3.814	2.859
Dafp	0.144		
	0.167		
Dgrupo		2.684***	
		3.778	
Remuneración Directorio			0.000
			1.501
<i>R-squared</i>	0.130	0.138	0.195
<i>Observaciones</i>	1.280	1.280	689

*** Significativo al 1%
** Significativo al 5%

Tabla 11: Modelos variable dependiente ROA FAMILIAR.

Finalmente, se regresa el último set de modelos, que nuevamente corresponde al Split de la muestra, pero esta vez utilizando como variable dependiente el ROA ajustado por riesgo. Los resultados obtenidos son robustos a los obtenidos en el Split anterior, a excepción de la variable edad, la que ahora exhibe un efecto negativo sobre el desempeño financiero.

Variable Dependiente: ROA RISK FAMILIAR			
Variable	Modelo 12	Modelo 13	Modelo 14
Edad	-0.001*	-0.001*	-0.002*
	-1.761	-1.771	-2.531
Tamaño	0.085***	0.070***	0.090***
	3.685	3.326	4.383
Deuda/Activo	-0.007***	-0.007***	-0.008***
	-3.526	-3.247	-2.955
Dafp	-0.010		
	-0.150		
Dgrupo		0.152***	
		2.613	
Remuneración			
Directorio			0.000
			1.543
<i>R-squared</i>	0.117	0.121	0.190
<i>Observaciones</i>	1.280	1.280	689

*** Significativo al 1%
** Significativo al 5%

Tabla 12: Modelos variable dependiente ROA RISK FAMILIAR.

CAPÍTULO 5: CONCLUSIONES

El interés por estudiar Gobiernos Corporativos ha ido en aumento. La nueva era informacional en la que se desenvuelven las empresas impulsa a todas las partes interesadas a exigir mayor y mejor información, transparencia de prácticas y políticas utilizadas para alcanzar un mejor desempeño y mayor independencia de quienes toman las decisiones respecto a los dueños de la empresa.

Por otra parte, un aspecto relevante es el papel predominante que las empresas familiares desempeñan en el desarrollo económico de Chile. Por esto resulta interesante fusionar estas dos líneas de investigación, Gobiernos Corporativos y Empresas Familiares, para generar conocimiento y utilizarlo en la práctica.

Cuando se utiliza como medida de desempeño el ROA, los resultados sugieren que el tratarse de una empresa familiar influye positivamente en la rentabilidad corporativa, resultado consistente con investigaciones previas. Al incluir la presencia de inversionistas institucionales, la naturaleza de empresa familiar sigue siendo una variable relevante para el modelo, por lo tanto, no existe evidencia suficiente para sugerir un efecto positivo por el mayor monitoreo que ejercen este tipo de inversionistas y levanta dudas respecto a si es efectivamente la presencia de inversionistas institucionales son una señal de control positiva para obtener mejores desempeños financieros.

Al contrastar la pertenencia de las empresas a un grupo económico, los resultados revelan que dicha pertenencia impacta positivamente el desempeño de las empresas, lo que podría deberse a la mejor capacidad de financiamiento que tiene este tipo de firmas en Chile. Asimismo, la calidad de empresa familiar continúa siendo una variable estadísticamente significativa sobre el desempeño.

Por último, la variable de remuneración percibida por los directores, ajustada por el total de activos de la empresa, no es significativa para explicar el desempeño de las empresas, resultado no consistente con literatura previa en esta línea de investigación aplicada al caso chileno.

Al analizar las variables utilizando el ROA ajustado por riesgo, los resultados no varían considerablemente. La calidad de empresas familiar y la afiliación a un grupo económico

resultan ser significativas para explicar el desempeño corporativo en Chile. En cuanto a la remuneración percibida por directores y la presencia de inversionistas institucionales no son significativas para explicar el desempeño financiero de las empresas.

En términos generales, los resultados obtenidos en este trabajo presentan robustez según la variable dependiente utilizada. Sin embargo, la remuneración de los directores como porcentaje de los activos de la empresa, y la presencia de inversionistas institucionales no explicaría el resultado financiero de las compañías.

Finalmente, se llevó a cabo un análisis *Split* de la muestra con el objetivo de poder aislar el comportamiento de empresas familiares. Solo la variable de afiliación a un grupo económico resulta ser significativa para explicar el desempeño de la empresa, con un impacto positivo en este.

Desde el punto de vista de la investigación, el presente estudio ha permitido actualizar los datos de la muestra utilizada por investigaciones abarcando el periodo 2000-2009 y a la vez, introducir nuevas variables de control relacionadas a gobiernos corporativos como la afiliación a un grupo económico y la remuneración percibida por los directores.

Para futuras investigaciones resultaría interesante incluir otras variables de gobiernos corporativos que permitan ahondar en esta línea investigativa. Variables como la relación de parentesco entre los dueños y el directorio, nivel de profesionalización de las nuevas generaciones en empresas y el número de generaciones que han atravesado durante la historia de empresas familiares, resultan interesantes para ahondar en esta línea de investigación.

BIBLIOGRAFIA

Bonilla, C., Sepulveda, J., Carvajal, M. 2010. "Family Ownership and Firm Performance in Chile: A Note on Martínez et al. 's Evidence", *Family Business Review*, Vol (23).

Davis, J., Taigiuri, R. 1982. "Bivalent attributes of the family firm". Working paper, Harvard Business School, Cambridge, Mass.

Dashe, F. 1979. "Mapa de la Extrema Riqueza", Editorial Aconcagua, Santiago, Chile.

Espinoza, C. 2009. "Estructura de Propiedad y Desempeño de la Firma: el Caso Chileno", *Academia, Revista Latinoamericana de Administración*, Vol. (43).

Hill, P. 2007. "De Empresa Familiar a Familia Empresaria", Seminario Cámara de Comercio Santiago.

Ley N° 18.045. Ley de Mercado de Valores. Título XV: De los grupos empresariales, de los controladores y de las personas relacionadas, Art. 96. Ministerio de Hacienda de Chile, 2014.

Martínez, J., Stöhr, B., Quiroga, B. 2007. "Family Ownership and Firm Performance: Evidence From Public Companies in Chile", *Family Business Review*, Vol (20).

Martínez, J. 2012. "Familias Empresarias en Chile: sus Características y Aporte al País", ESE Business School.

Nuñez Regauer, 2012. "Los directores que son familiares de los controladores ganan más". Tesis para optar al grado de Magíster en Ciencias de la Ingeniería. Universidad Católica.

Gallardo, G., 2010. "Estructura de Propiedad Familiar, Control Corporativo y Desempeño: Evidencia para Chile", Tesis para optar al grado de Magister en Finanzas, Universidad de Chile.

Leffort, F., Walker, E. 2000. "Ownership and Capital Structure of Chilean Conglomerates: Facts and Hypothesis in Chile", *Revista ABANTE*, Vol. (3).

Quintana, J. 2012, "Guía Práctica para el Buen Gobierno Corporativo de las Empresas Familiares", Instituto de la Empresa Familiar, España.

Sorenson, R. 2013. "Best Practices for Family Owner Governance? Research Provided and Opinions Wanted", The Practitioner.