



“DESEMPEÑO DE LAS EMPRESAS FAMILIARES EN MEXICO”

**CASO DE ESTUDIO PARA OPTAR AL GRADO DE
MAGÍSTER EN ADMINISTRACIÓN**

**Alumno: Tomás Ignacio Espinoza Aguiló
Profesor Guía: Marcelo González**

Santiago, mayo 2017

Desempeño de las Empresas Familiares en México

Tomás Ignacio Espinoza Aguiló

Resumen

Basado en el trabajo de Anderson y Reeb (2003), el presente documento analiza si, bajo la influencia específica del sistema corporativo mexicano, existen diferencias en el desempeño de las empresas familiares y no familiares. El enfoque propuesto permite llevar a cabo un estudio comparativo integral entre ambos tipos de empresa, el cual se caracteriza por sus formas contrastantes de gobierno y los procesos que han llevado a su desarrollo. Igualmente, se analiza el efecto que tienen distintos niveles de concentración de la propiedad en la empresa sobre su desempeño. Más aun, las evidencias indican que cada uno de los dos tipos de empresa estudiados presenta relaciones específicas entre forma de gobierno y desempeño.

Palabras clave:

Desempeño empresarial, propiedad familiar, empresas familiares, concentración de la propiedad, gobierno corporativo.

Introducción

¿La concentración de propiedad por sí misma aumenta o disminuye el desempeño de las empresas? Esta no es una pregunta fácil de responder. Con respecto a las empresas Americanas, podemos encontrar diferentes puntos de vista. Anderson y Reeb (2003) han encontrado que las empresas familiares tienen un mejor desempeño que las empresas no familiares, mientras que Holderness y Sheehan (1988) han encontrado la relación opuesta. Si las empresas familiares tienen un desempeño mejor o peor es una cuestión empírica que depende de muchos factores incorporados en el contexto local de cada país, lo que ciertamente influye en la estructura de propiedad. La Porta, López-de-Silanes, Shleifer y Vishny (1997, 1999) sostienen que la estructura de propiedad está determinada por el sistema legal que opera en cada país. La Porta, López de Silanes y Shleifer (2006) proponen que la influencia positiva de los derechos de flujo de efectivo empresarial sobre el valor de la empresa debe ser mayor en los países donde los accionistas reciben menos protección. Ellos demuestran que los países de derecho civil como México, con baja protección otorgada a los accionistas, tienden a una mayor concentración de la propiedad, lo que incrementa el número de empresas familiares. Por otro lado, los países de ley común, que tienden a otorgar mayor protección a los accionistas, permiten una mayor dispersión de la propiedad. En resumen, los mencionados autores demuestran una relación entre la protección de los accionistas y la concentración de la propiedad.

En el estudio de las empresas familiares, donde, según algunos autores, es más difícil mitigar los problemas de la agencia, Jensen y Meckling (1976) y Morck et al. (1989, 1990) encontraron evidencia empírica de tales problemas, junto con los mecanismos por los cuales están limitados. Fama y Jensen (1983) sostienen que las empresas en las que la propiedad se concentra y ejercen un control considerable tienden a modificar los beneficios de la renta privada; mientras Demsetz (1983) explica que el propietario elige el consumo de recursos no pecuniarios a expensas de los requeridos para proyectos rentables. Finalmente, Morck et al. (1988) informan una relación no lineal entre la concentración de propiedad y el valor de la empresa. En general, con esto se puede decir que la concentración de la propiedad ha tenido un efecto negativo sobre el valor de la empresa.

Shleifer y Vishny (1997) proporcionan evidencia de que cuanto más controlan los accionistas sobre la empresa, más tratan de extraer beneficios de ella. Morck et al. (2000) y Pérez González (2001) sostienen que las empresas familiares contratan parientes para puestos de trabajo importantes en la empresa, incluso cuando son menos eficientes que los gerentes profesionales disponibles en el mercado. Otros autores como Barclay y Holderness (1989), Barclay et al. (1993), Bebchuk (1999), Claessens et al. (2002), Claessens et al. (2000), Johnson y Mitton (2002), Morck et al. (2000), Nenova (2000) y Rajan y Zinglaes (2001) sostienen que los accionistas que concentran la propiedad tienden a intercambiar utilidades por beneficios privados. Las empresas no diversificadas, como las empresas familiares, tienden a no maximizar los beneficios

porque no separan las preferencias financieras de los propietarios de las de la empresa, por lo que están en desventaja con las empresas no familiares.

Sin embargo, no es una opinión universal que las empresas familiares sean menos eficientes. Demsetz y Lehn (1985) muestran que, a través de la concentración y el control, los gerentes pueden mitigar los problemas de la expropiación gerencial colocando a los familiares en posiciones claves, lo que facilita a la familia el monitoreo y control de la empresa. Shleifer y Vishny (1986) encontraron una relación positiva entre la concentración de la propiedad y el desempeño. En un estudio sobre los países de Europa occidental, Maury (2006) encontró que la propiedad familiar mejora el rendimiento, mientras que Claessens et al. (1999), De Angelo (2000), Claessens et al. (2000), Friend y Lang (1988), Johnson et al. (1985); Mao-Feng, Lynn, & Aziz, (2013) y Singell (1997) sostienen que los grandes accionistas pueden mitigar la expropiación gerencial en las empresas con propiedad y control concentrado. Esto es así, no sólo porque la presencia de familiares dentro de la empresa facilita el monitoreo por parte de la familia, sino también porque la familia tiene más experiencia en el sector en cuestión, tanto más cuando son los fundadores. Las empresas familiares también persiguen objetivos socioemocionales, es decir, afectivos como control hereditario, empleo de miembros de la familia y mayor reputación (Astrachan & Jaskiewicz, 2008; Chrisman, Chua, Pearson & Barnett, 2012; Deephouse & Jaskiewicz, 2013; Gómez-Mejía, Cruz, Berrone y De Castro, 2011; Gómez-Mejía, Haynes, Nuñez-Nickel, Jacobson, y Moyano-Fuentes, 2007; Kowalewski, Talavera, & Stetsyuk, 2010).

Villalonga y Amit (2006) muestran que la propiedad familiar crea valor sólo cuando el fundador de la empresa es el CEO o presidente. James (1999) informa que las empresas familiares tienen mayor eficiencia en las inversiones porque tienen horizontes de inversión más largos, consistente con los hallazgos de Jain and Shao (2015), quienes comprueban que también las empresas familiares cuentan con una estructura de madurez de la deuda de más largo plazo, lo que mitiga el problema de las decisiones de inversión de los gestores. Lee (2006) y Wang (2005) sostienen que las empresas familiares no tienen incentivos para comportarse de manera óptima y que el directorio adoptará políticas para evitar daños a la reputación de la familia y mejorar el desempeño de la empresa a largo plazo. Otros autores (Claessens et al., 2002, Deephouse & Jaskiewicz; Naldi et al., 2013, Gorton y Schmid, 1996, Himmelberg et al., 1999, Holderness et al., 1999, La Porta et al., 2002, Lee, 2006, Morck et al., 1988, Schleifer y Vishny, 1997, Charbel et al. 2013) han aportado evidencia general de que las empresas familiares muestran mejores resultados que las no familiares. La relación entre la estructura de propiedad y el desempeño es un asunto empírico y diferente. La literatura reporta relaciones negativas, positivas y endógenas entre estos dos factores en un rango de diferentes países.

A partir del trabajo realizado por Anderson y Reeb (2003), en la presente investigación se estudió la relación entre la concentración de propiedad familiar y el desempeño de la

compañía para todas las empresas listadas en la Bolsa Mexicana de Valores, utilizando un modelo regresión bidireccional de efecto fijo. Con el fin de medir el desempeño, se establecen comparaciones transversales entre la contabilidad y los datos de mercado de las empresas familiares versus las no familiares, por lo que también podría comprobar el control activo de la empresa ejercida por los miembros de la familia. El enfoque principal fue encontrar la relación entre la propiedad familiar y el desempeño de la empresa respondiendo a las mismas cuatro preguntas planteadas por Anderson y Reeb (2003): "Primero, ¿son las empresas familiares menos rentables o menos valiosas que las empresas no familiares? En segundo lugar, ¿la relación entre la propiedad familiar y el desempeño de la empresa difiere entre las empresas familiares más nuevas y más maduras? En tercer lugar, si las empresas fundadas por la familia influyen en el desempeño de la compañía, ¿Es la relación desempeño/propiedad lineal sobre todos los rangos de empresas familiares? Cuarto, ¿el nivel de participación familiar o los miembros de la familia que actúan como CEO afectan negativamente el desempeño de la empresa?".

Como en la mayoría de los países en desarrollo, la mayoría de las empresas mexicanas son empresas familiares. Independientemente de su tamaño, las más dominantes son de propiedad y son gestionadas por una o más familias o descendientes de la familia fundadora. Sin embargo, muy pocos estudios se refieren a las empresas familiares mexicanas, principalmente debido a la dificultad de acceder a información sobre la propiedad de la empresa y la estructura de control. De hecho, la composición de las empresas en México es muy peculiar debido a la alta concentración de propiedad. Por lo tanto, se define una empresa familiar como la que (i) permite a los miembros fundadores o familia de los propietarios en el directorio y (ii) satisface la participación en el capital propuesto por Anderson y Reeb (2003). Para el estudio se consideró una muestra de empresas cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores durante el período 2000-2015. Las empresas fueron segmentadas por la industria para analizar el efecto del sector sobre el desempeño del negocio. Es importante diferenciar entre concentración de propiedad y propiedad familiar, una compañía altamente concentrada no necesariamente es una compañía familiar, una compañía familiar va a ser aquella que la familia principal o más de una familia sean los controladores absolutos de las decisiones de administración de la compañía.

Así, al controlar por efecto industria y año, se encuentra que las empresas familiares tienen mejores resultados que las no familiares. Encontrando que variables como la deuda, el tamaño y la edad se correlacionan negativamente con los devengamientos discrecionales. Al estudiar esta relación con respecto al estatus de CEO, podemos observar que las empresas en las que el CEO es el fundador o es miembro de la familia propietaria (Zellweger, Nason, Nordqvist, & Brush, 2013). tienen mejores rendimientos contables y de mercado. Le Breton-Miller y Miller (2006) sostienen que los gerentes de negocios familiares se enfocan en la sostenibilidad en beneficio de los miembros de la

familia propietaria. Por lo tanto, es de creer que, en comparación con las empresas no familiares, las familias mitigan los problemas de conducta oportunista por parte de los gerentes y tienen horizontes de inversión más largos y más eficientes, así como mejores posibilidades de monitoreo. Para concluir, los resultados encontrados proporcionan evidencia estadísticamente significativa de que las empresas familiares mexicanas tienen un mejor desempeño económico que las no familiares.

Gobierno corporativo de las compañías y su desempeño

Los beneficios de ser una compañía familiar

Las empresas familiares pueden proporcionar varios beneficios. Jensen y Meckling (1976); Salvato & Moores, (2010), mostraron que el control de la propiedad puede ser ventajoso. Con horizontes de inversión más largos, es probable que las empresas familiares aborden proyectos con ganancias a largo plazo, porque quieren que la empresa persista en el tiempo y sea heredada por los miembros de la familia. De manera similar, James (1999) sostiene que las familias tienen horizontes de inversión más largos, logrando así una mayor eficiencia, mientras que Stein (1988, 1989) ha encontrado que las empresas con tales horizontes de inversión son menos miopes al maximizar la utilidad a largo plazo. Tsung Hsu (2009) sugiere que las empresas con una propiedad familiar elevada pueden utilizar la inversión en I+D más eficientemente que las empresas con baja propiedad familiar. Demsetz y Lehn (1985) han demostrado que las empresas de propiedad concentradas son empresas familiares con menores costos de supervisión, resultantes de costos de agencia más baratos, logrando así una mayor eficiencia y maximizando el valor de la empresa. Grossman y Hart (1980) sostienen que existe un mayor rendimiento en las empresas de propiedad concentrada (en comparación con las empresas de propiedad atomizada), ya que tienen mayores incentivos para realizar una mejor supervisión. Mauge (1998) y Shliefer y Vishny (1997) sostienen que los dueños de negocios familiares siempre están tratando de minimizar los riesgos tomados por la compañía, por lo que tienden a no hacer inversiones demasiado riesgosas. Las familias se preocupan de pasar el negocio a sus futuras generaciones y no sólo la riqueza. Por lo tanto, la supervivencia de la empresa es una preocupación importante para las familias, que son más propensos a maximizar su valor. En resumen, las empresas familiares tienen condiciones suficientes para alcanzar mejores estándares de desempeño que las empresas no familiares. Sin embargo, este debate entre empresas familiares, no familiares y mejor desempeño, es de nunca acabar (Le Breton-Miller 2015; Evert et al., 2015).

Los perjuicios de ser una compañía familiar

Mientras que las empresas familiares tienen beneficios asociados a su estructura de propiedad concentrada, este esquema de propiedad es también desventajoso, como puede verse en la escasa oferta de talento en la familia y en los problemas derivados del

atrincheramiento de la administración. En cuanto a la primera, la empresa se ve comprometida por mantener el control en manos de la familia, que terminan por monopolizar posiciones gerenciales y de supervisión (La Porta et al., 1999). Esto hace que sea complicado contratar nuevo personal basado en las habilidades de toma de decisiones, lo que, a su vez, aumenta el riesgo de reclutar a gerentes no capacitados cuando se trata de maximizar el valor de la empresa.

Por otro lado, la combinación de propiedad y control en una empresa familiar puede llevar al propietario a ejercer un liderazgo abrumador, lo que puede, a su vez, generar problemas de atrincheramiento de la administración. La hipótesis del atrincheramiento se basa en el argumento de que la concentración de la propiedad crea incentivos para que los accionistas grandes o controladores expropien la riqueza de pequeños accionistas (Fama y Jensen, 1983, Shleifer y Vishny, 1997). En este sentido, autores como Fama y Jensen (1983) han encontrado que las empresas con elevada concentración de propiedad cambian los beneficios por el beneficio privado, y Shleifer y Vishny (1997) argumentan que tratan de obtener beneficios privados del negocio, en la misma línea Anderson, Reeb, & Zhao (2012) demuestran que las compañías realizan abuso de la información privilegiada, para obtener beneficios privados. A su vez, Gómez-Mejía et al. (2001) observaron que los gerentes miembros de la familia son menos responsables que los externos. Generalizando, Claessens et al. (2000) sostienen que las empresas familiares exhiben malas prestaciones en la medida en que sus propietarios intentan aumentar su propia riqueza y asegurar sus intereses personales a expensas de los pequeños accionistas. Son capaces de expropiar la riqueza de la empresa a través de compensaciones excesivas, dividendos especiales e incluso decisiones sub-óptimas que resultan en un mal funcionamiento de la empresa.

Mecanismos de gobernanza, deuda y el valor de la compañía.

Se ha llevado a cabo una buena cantidad de investigaciones sobre la influencia de los mecanismos de gobierno corporativo y el desempeño de las empresas. Gran parte del trabajo empírico en esta área se ha centrado en cómo los mecanismos de gobernanza han sido diseñados para motivar a los gerentes a tomar decisiones que conduzcan a la creación de valor para la empresa. En este sentido, podemos encontrar una serie de estudios que muestran una correlación positiva entre variables de gobernabilidad y proxies de valor de la empresa (Chidambaram, Palia y Zheng, 2006) a través de mecanismos que incluyen elementos de diseño de las empresas como la concentración de propiedad (familia), Gestión de asesoramiento y deuda. Numerosos estudios (Gompers, Ishii y Metrick, 2003; Jensen y Murphy, 1990; Morck et al., 1988; Yermack, 1996, entre otros) sugieren que los cambios en estos mecanismos internos de gobernabilidad podrían conducir a una mejor alineación de intereses entre la empresa, accionistas y administradores, lo que, a su vez, daría lugar a una mayor creación de valor. El directorio se considera un punto intermedio entre gerentes y propietarios, quienes seleccionan a sus miembros para monitorear y limitar la decisión de libertad de

los gerentes, autores como Pindado and Requejo, 2015; Madison et al., 2016, evidencian una relación positiva entre concentración familiar y cantidad de la familia en el directorio. Hay una serie de estudios empíricos que exploran la relación entre los diversos aspectos del directorio y el funcionamiento de la empresa.

En cuanto al apalancamiento financiero de la empresa, cabe señalar que el papel de las instituciones financieras no se limita a una mera intermediación. De hecho, desempeñan un papel importante dentro de la empresa actuando como sus accionistas. En este sentido, Pound (1988) propone tres hipótesis sobre la relación entre propiedad institucional y valor de la empresa: 1) la hipótesis de monitoreo eficiente, 2) el posible conflicto de interés y 3) la hipótesis de alineamiento estratégico. De acuerdo con la hipótesis de monitoreo eficiente, los inversionistas institucionales tienen un mayor conocimiento lo que les permite monitorear a los directores a menor costo que los accionistas minoritarios, Liu, Yang, & Zhang, (2012). Sin embargo, pueden surgir conflictos de interés. La hipótesis de alineamiento estratégico sugiere que la cooperación entre los inversionistas institucionales y los gerentes lleva a una relación negativa entre la propiedad institucional y el valor de la empresa. Los gerentes prefieren autofinanciar la empresa ante nuevas emisiones de capital o deuda. No quieren estar vigilados por los mercados de capitales o aumentar la probabilidad de fracaso en la empresa. Por su parte, los accionistas prefieren que los flujos de efectivo sean repartidos en forma de dividendos en lugar de ser retenidos como capital. Por lo tanto, la distribución de los flujos de caja puede generar confrontaciones entre los administradores y los propietarios de las empresas y conducir al problema de sobre inversión enfatizado por Jensen (1986) en la teoría de flujo de caja libre.

El mercado mexicano

Como en la mayoría de los países en desarrollo, las empresas mexicanas son principalmente empresas familiares. Independientemente del tamaño, las empresas dominantes en este país son de propiedad manejadas por una o más familias y descendientes de la familia fundadora. Sin embargo, muy pocos estudios se refieren a las empresas familiares mexicanas, principalmente debido a la dificultad de acceder a la información sobre sus estructuras de propiedad y control. A pesar de estas dificultades, dos características principales son claras sobre dichas estructuras. En primer lugar, estas empresas presentan una notable concentración de propiedad, (no queriendo decir que todas estas sean familiares); y en segundo lugar, mucha de ellas están directa o indirectamente controladas por uno de los numerosos conglomerados que actúan en el mercado, que suelen ser controlados por sus accionistas mayoritario a través de estructuras relativamente complejas como pirámides, participaciones cruzadas y acciones de doble clase.

En México, las familias desempeñan un papel esencial en la definición de las prácticas de gobierno corporativo. Analíticamente, el predominio de la estructura de la empresa familiar ha sido explicado en términos de la teoría de conflicto como resultado de la existencia de un marco para proteger los derechos de propiedad ineficientes. En este contexto, la elección de mantener la empresa en manos de la familia es una decisión racional, ya que, para el propietario de la empresa, es una buena estrategia para aumentar el valor de su participación. Este resultado es consistente con el de Schleifer y Vishny (1997), quienes encontraron una relación inversa entre la protección de los derechos de los accionistas y la concentración de la propiedad corporativa. La Porta et al. (1999) documentan claramente cómo en la mayoría de las economías en desarrollo, las empresas exhiben un alto grado de concentración de la propiedad, lo que junto con las estructuras conglomeradas, ejerce una poderosa influencia. Por ejemplo, la mayoría de los miembros del directorio de las empresas mexicanas están allí con el propósito de controlar a los accionistas a través de los lazos familiares, la amistad, las relaciones comerciales y los contratos de trabajo. Babatz (1997) y Husted y Serrano (2001) muestran que el 53% de los gerentes o altos ejecutivos de una empresa son también gerentes de otras empresas del mismo grupo, o son familiares de los ejecutivos de la empresa.

Según Castañeda (2000), en la mayoría de las empresas mexicanas el presidente del directorio es el principal accionista y el gerente general. Por lo tanto, prácticamente no tienen oposición de los miembros independientes en el consejo. Este autor muestra que, en promedio sólo el 20% de las firmas permiten que los miembros externos sean mayoría en el consejo, lo que no significa necesariamente independencia, ya que pueden estar involucrados con otra empresa del mismo grupo empresarial. Además, un promedio de 35,2% de los miembros del consejo pertenecen a la familia del presidente, mientras que el 38,7% de ellos son gerentes ejecutivos y alrededor del 57% son empleados o parientes del presidente.

A su vez, los datos encontrados en este estudio van en paralelo con estos resultados. Como se observa en los paneles A y B de la tabla 1, el 46,2% de los miembros de las empresas estudiadas son accionistas, mientras que el 53,8% son independientes. Adicionalmente, en el 39,6% de las empresas el CEO o director es también el presidente, y en 60,4% de ellas el CEO participa como gestor de acciones. Como podemos ver, la composición de las empresas en México es muy peculiar debido a la alta concentración de la propiedad. Para el propósito del trabajo actual, se define una empresa familiar como aquella en la cual la familia fundadora está presente en el consejo de administración y satisface la participación en el capital propuesto por Anderson y Reeb (2003) para su definición.

Tabla I

Datos descriptivos de la dualidad del directorio y de CEO en las empresas estudiadas

El Panel A presenta el desglose (en términos de directorio y CEO de la empresa) de la muestra de 106 empresas listadas en la BMV. Dualidad CEO significa que el CEO es también el presidente del directorio. La condición de CEO no presidente implica que el CEO participa como gestor de acciones y no es el presidente. El Panel B presenta la composición del directorio en términos de accionistas e independientes para la muestra de 106 firmas listadas en el BMV. Datos extraídos de los informes anuales de 2015.

Panel A: Porcentaje de compañías que el CEO es también el presidente del directorio

| | Porcentaje | Total |
|-------------------|------------|-------|
| Dualidad CEO | 39,6% | 42 |
| CEO no presidente | 60,4% | 64 |
| Total | 100% | 106 |

Panel B: Porcentaje de directores que son accionistas o independiente

| | Porcentaje |
|----------------|------------|
| Accionistas | 46,2% |
| Independientes | 53,8% |

Es importante decir que el sistema corporativo mexicano tiene mucho en común con los modelos de gobierno corporativo europeo o latinoamericano y no muestra el grado de especialización en control de propiedad visto en los países anglosajones. En las empresas mexicanas, como en otras empresas europeas o latinoamericanas, la propiedad es relativamente más concentrada (Barca y Becht, 2001, DaSiveira, 2007, Facio y Lang, 2002, Khanna y Palepu, 1999, La Porta et al. 1999, Martínez, Stöhr, y Quiroga 2007). Esta concentración tiende a ocurrir en grandes bloques de accionistas (en su mayoría familias), lo que implica un control mayoritario como el observado en Francia, España, Alemania o Italia, y contrasta con la separación de propiedad en el sistema de los Estados Unidos (Berglöf, 1990; Andres et al., 2005; La Porta et al., 1999, La Porta et al., 2000; Prowse, 1994; Shleifer y Vishny, 1997). Aunque dicha concentración de poder puede evitar problemas de agencia derivados de la separación de propiedad y control, también provoca problemas como la concentración de riesgos, el abandono de las ventajas de especialización (capacidad de gestión, inversión específica, etc.) o la expropiación de los accionistas minoritarios (De Andres et al., 2005, La Porta et al., 1998).

La investigación y sus hipótesis

Basado en el trabajo de Anderson y Reeb (2003), el principal enfoque en la presente investigación es la relación entre la propiedad familiar y el desempeño de la empresa, evaluando todas las empresas cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores. Para ello, se utilizó un modelo de regresión bidireccional de efecto fijo para revelar las diferencias de desempeño entre empresas familiares y no familiares, recurriendo a los parámetros contables y de mercado para medir el desempeño. Al igual que los autores mencionados, este estudio se concentra en responder a las mismas cuatro preguntas: "Primero, ¿son las empresas familiares más rentables o menos valiosas que las empresas no familiares? En segundo lugar, ¿la relación entre la propiedad familiar y el desempeño de la empresa difiere entre las empresas familiares más jóvenes y más maduras? Tercero, si las compañías fundadas por la familia influyen en el desempeño, ¿es la relación desempeño/propiedad lineal sobre todos los rangos de los holdings familiares? Cuarto, ¿el nivel de participación de la familia o los miembros de la familia que actúan como CEO afectan negativamente el desempeño de la empresa?"

Fortalezas y limitaciones de la investigación

La principal fortaleza de esta investigación es su enfoque en un país de mercado emergente, en contraste con estudios anteriores, que se orientan principalmente a mercados desarrollados como los de Japón, América del Norte o Europa. Por lo tanto, sin lugar a dudas será una contribución notable a la literatura sobre los mercados emergentes en el contexto latinoamericano, específicamente resolviendo algunos aspectos del caso mexicano, cuya concentración de propiedad es sobresaliente y número de negocios familiares han sido escasamente estudiados.

Respecto a las debilidades del trabajo actual, se considerará la escasa importancia del mercado mexicano en el contexto mundial, que a su vez es resultado del bajo volumen de negociación determinado por la alta concentración de la propiedad. Por otra parte, esa es precisamente la razón de este trabajo.

Muestra y recolección de la información

La muestra

Del número total de empresas cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores durante el período 2000-2015, se excluye a las corporaciones financieras (porque no son comparable a otras industrias y dada la dificultad para calcular la Q de Tobin para los bancos), las instituciones sin fines de lucro y las empresas que no incluyeron suficiente información en sus estados financieros, lo que finalmente resultó en un total de 106 empresas. Fuentes de información fueron Economática, a partir de la cual se obtuvo los informes trimestrales e indicadores financieros y los informes anuales de la empresa

publicados por la Bolsa Mexicana de Valores en su sitio web, desde donde se toma la información sobre la edad de la empresa y el sector industrial. La tabla 2 muestra el número de empresas que conforman la muestra. Su clasificación se basa en la estructura de propiedad del sector y de la concentración familiar (en términos de concentración de propiedad de una o de las principales familias que les permita se los controladores la empresa). Del total de empresas analizadas, el 54,72% fueron identificadas como empresas familiares y el 45,28% como empresas no familiares.

Tabla II

Números y porcentajes de empresas familiares y no familiares por sectores

Números y porcentajes de empresas por sector, según el código de clasificación de la Bolsa Mexicana de Valores. Familiares (no familiares) se refiere a aquellas empresas con (sin) propiedad familiar o presencia familiar en el directorio. Los porcentajes de empresas se computaron como el número de empresas familiares (no familiares) en cada industria, dividido por el número total de empresas de la muestra.

| Sector | Familiar | No-Familiar | Total | %Familiar | % No-Familiar |
|----------------------|----------|-------------|-------|-----------|---------------|
| Materiales | 9 | 10 | 19 | 8,49% | 9,43% |
| Industrial | 15 | 12 | 27 | 14,15% | 11,32% |
| Servicios no básicos | 10 | 10 | 20 | 9,43% | 9,43% |
| Consumo | 14 | 12 | 26 | 13,21% | 11,32% |
| Salud | 3 | 1 | 4 | 2,83% | 0,94% |
| Telecomunicaciones | 7 | 3 | 10 | 6,60% | 2,83% |
| Total | 58 | 48 | 106 | 54,72% | 45,28% |

En el contexto del tamaño promedio de las empresas mexicanas, ya sea en términos de activos, ventas o empleados, las empresas incluidas en la muestra se clasifican básicamente como de tamaño mediano a grande. Aunque esto podría plantear alguna advertencia sobre un posible sesgo de muestra, las estadísticas descriptivas presentadas en el Panel A de la Tabla 3 muestran que el tamaño de la empresa (en términos de activos) es bastante heterogéneo y muy disperso alrededor de la media, por lo que se supone que los resultados no son sesgados con respecto al tamaño. La composición de la muestra es bastante equilibrada con respecto a la industria, sin embargo, hay un ligero sesgo hacia las empresas industriales y de consumo, a expensas de la salud o las empresas de telecomunicaciones. Sin embargo, esto se puede explicar por la mayor concentración de los primeros en el mercado mexicano.

Medidas de desempeño y Variables de control

Los datos disponibles están destinados a comprender una serie de características de las empresas como: propiedad, estructura de control, tamaño, apalancamiento y valoración del mercado. Ahora, se describirán brevemente los puntos más importantes relacionados con la especificación de las variables.

Un aspecto clave del presente estudio es la definición de lo que se considera una empresa familiar, en oposición a una no familiar. Por lo tanto, se define una empresa familiar como aquella en la que la familia fundadora está presente en el directorio y satisface la proporción fraccionaria propuesta por Anderson y Reeb (2003) para su definición. Del mismo modo, autores como McConaughy et al., (2001) consideran una empresa de propiedad familiar cuando el director procede de la familia controladora, contrastando con otras obras que definen empresas como aquellas en las que la familia en cuestión controla sólo el 20% o el 30% de la propiedad. Como puede verse en el cuadro 2, las empresas familiares representan el 54,72% de la muestra total.

Las variables mencionadas anteriormente indican control mayoritario y se comportan como proxies de propiedad y control de los parámetros de especialización. Con el fin de medir el desempeño, se utilizó ROA Income, ROA EBITDA, ROE y Q de Tobin. Basados en trabajos previos (Chen y Yu, 2012, De Andres et al., 2005, Delgado, 2003, Wang, 2006, Warfield et al., 1995), y para incorporar una serie de otros determinantes de desempeño, se incluyeron algunas variables de control, como tamaño de la compañía (Activos), deuda (apalancamiento), edad, riesgo de la empresa (volatilidad de retorno), clasificación de la industria y año con variables binarias para todo el período estudiado. Los activos representan el tamaño de la empresa y, en cierta medida, indican problemas derivados de la información asimétrica (Devereux y Schiantarelli, 1990). Se incluyeron variables binarias de la industria para identificar la influencia de cada sector en el desempeño de una empresa dada. Se pueden encontrar comentarios detallados sobre esta influencia en la sección de análisis de sensibilidad (De Andres et al., 2005). El análisis también incluyó la variable binaria año para cada año de la muestra. La edad es una variable de control, incluida ya que es más probable que las empresas más maduras sean de propiedad familiar (Wang, 2006). La variable "CEO fundador" corresponde a empresas cuyo CEO es un miembro de la familia propietaria. Miller y Le Breton Miller (2006) encontraron que estas compañías tenían mejores retornos.

Los paneles B y C de la Tabla 3 presentan estadísticas descriptivas desagregadas de empresas familiares no familiares. Como podemos ver, la volatilidad del retorno muestra un valor de 0.4022 para las empresas familiares y de 0.3522 para las no familiares. Esto demuestra que, en promedio, las empresas no familiares tienen menor riesgo. Se encontró que ambos tipos de empresas eran de tamaño similar (0.1105 para las empresas familiares y 0.1188 para las no familiares), siendo las empresas familiares más pequeñas en línea con los hallazgos encontrados por Backman and Palmberg (2015) y Dow and McGuire (2016). Los datos promedio de edad reflejan que las

empresas no familiares (24.2 años) tienden a ser mayores que las empresas familiares (21.1 años).

Tabla III
Data descriptiva para empresas Familiares y no Familiares

El Panel A presenta estadísticas descriptivas de desempeño, Activos, apalancamiento y otras variables de control. El período considera el ejercicio económico 2000/2015. Los paneles B y C proporcionan estadísticas resumidas de los datos empleados en el análisis segmentado por la estructura de propiedad (familiar y no familiar). El conjunto de datos compromete 106 empresas cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores durante el período 2000-2015.

El desempeño de la empresa se evaluó a través de la ROA INCOME, ROA EBITDA, ROE y Q de Tobin. Las empresas familiares son aquellas cuyos fundadores o miembros fundadores de la familia están presentes en el directorio. Las empresas no familiares son aquellas que carecen de propiedad familiar o de presencia familiar en el directorio. El tamaño de la empresa (Ln de activos totales) se calcula como el logaritmo natural del valor contable de los activos totales, en millones de pesos. La edad de la empresa se estimó a partir del número de años que pasó la compañía listada en la Bolsa Mexicana de Valores. Los paneles B y C proporcionan estadísticas descriptivas para las empresas familiares y no familiares, respectivamente.

| Panel A: Estadística descriptiva | | | | |
|----------------------------------|--------|-----------|--------|--------|
| Variables | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
| ROA INCOME | 0.4952 | 0.4093 | 0.00 | 2.593 |
| ROA EBITDA | 0.0639 | 0.0671 | -0.159 | 0.423 |
| ROE | 0.1503 | 0.1979 | -0.582 | 1.424 |
| Q de Tobin | 1.172 | 0.8612 | 0.09 | 7.324 |
| Volatilidad del retorno | 0.3722 | 0.1121 | 0.15 | 0.85 |
| Ln (activos totales) | 0.1129 | 0.0997 | 0.00 | 0.68 |
| Edad | 23.456 | 12.734 | 3 | 65 |
| % Propiedad Familiar | 51.201 | 13.221 | 15.231 | 80.010 |

Panel B: Resumen estadístico para la muestra de empresas Familiares

| Familiar | | | | |
|-------------------------|--------|-----------|--------|--------|
| Variables | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
| ROA INCOME | 0.5623 | 0.4358 | 0.00 | 2.593 |
| ROA EBITDA | 0.0632 | 0.0667 | -0.159 | 0.423 |
| ROE | 0.1571 | 0.1875 | -0.582 | 1.420 |
| Q de Tobin | 1.543 | 0.9756 | 0.132 | 7.324 |
| Volatilidad del retorno | 0.4022 | 0.1536 | 0.15 | 0.85 |
| Ln (activos totales) | 0.1105 | 0.0972 | 0.00 | 0.68 |
| Edad | 21.101 | 11.456 | 3 | 65 |
| % Propiedad Familiar | 75.323 | 10.132 | 50.001 | 80.010 |

Panel C: Resumen estadístico para la muestra de empresas No-Familiares

| No Familiar | | | | |
|-------------------------|--------|-----------|--------|--------|
| Variables | Mean | Std. Dev. | Min | Max |
| ROA INCOME | 0.4235 | 0.3122 | 0.00 | 2.125 |
| ROA EBITDA | 0.0576 | 0.0625 | -0.159 | 0.408 |
| ROE | 0.1419 | 0.2245 | -0.582 | 1.325 |
| Q de Tobin | 0.7255 | 0.3188 | 0.09 | 3.546 |
| Volatilidad del retorno | 0.3522 | 0.0924 | 0.15 | 0.79 |
| Ln (activos totales) | 0.1188 | 0.1143 | 0.00 | 0.62 |
| Edad | 24.156 | 12.945 | 3 | 60 |
| % Propiedad Familiar | 29.561 | 15.469 | 15.231 | 49.990 |

Metodología

Regresión

Con respecto al modelo básico a estimar, y al igual que Anderson y Reeb (2003), se utilizó un modelo de efecto fijo de dos vías. Se ha construido incluyendo la mayoría de las variables citadas anteriormente. Este modelo puede expresarse con la siguiente ecuación:

Performance

$$= \beta + \beta_1 \text{Comp. Familiar}_i + \beta_2 \text{CEO Fam}_i + \beta_3 \text{Activos}_i + \beta_4 \text{Apalancamiento}_i + \beta_5 \text{Edad}_i + \beta_{1-6} \text{Industria}_i + \beta_{2000-2015} \text{ Binaria año}_i + \varepsilon_i$$

Los efectos fijos son las variables binarias de cada industria y de cada año (para cada año de la muestra). El modelo especificado fue sometido a pruebas independientes, incluyendo diferentes variables binarias: CEO contratado = 1 cuando el CEO es externo a la familia propietaria, que a su vez, está presente en la empresa. CEO fundador = 1 cuando el CEO es el fundador o viene de su familia. Empresa familiar joven = 1 cuando la edad de la firma es menor de 30 años y la familia está presente en la empresa. Empresa familiar madura = 1 cuando la edad de la firma es mayor o igual a 30 años y la familia está presente en la empresa.

Los resultados del análisis multivariado aplicado a los parámetros contables se presentan en la tabla 5. En las columnas 1, 2 y 3 se utilizó el retorno sobre el activo (ROA) calculado con el beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA) como variable dependiente. En la columna 1, se estimó el modelo completo. En la columna 2, incluyo las dos variables binarias: Firma familiar joven y Firma familiar madura. En la columna 3, la estimación se hizo con otras dos variables binarias: CEO contratado y CEO fundador. En las columnas 4, 5 y 6 se utilizó ROA, siendo el ingreso neto la variable dependiente.

Análisis de correlación

La Tabla 4 muestra la matriz de correlación de las variables utilizadas para el análisis. La variable empresa familiar (Fam F.) está positivamente correlacionada con los parámetros de desempeño de la empresa, así como la variable familiar a cargo de la gerencia (CEO F.). Esto indica un mejor desempeño de la empresa cuando un miembro de la familia la gestiona, confirmando así este hecho como una afirmación más general. Las variables apalancamiento y tamaño, así como la variable de control edad, están correlacionados negativamente con los parámetros de mercado de desempeño.

Tabla IV

Correlaciones de la muestra

Esta tabla presenta los coeficientes de correlación entre las variables analizadas para la muestra global de empresas. Los parámetros de desempeño son ROA EBITDA (ROA eb.), ROE y Q de Tobin. Fam F. es una variable binaria de la familia. CEO F. es una variable binaria. Activos es un proxy del tamaño de la empresa. El Leverage (apalancamiento) indica el nivel de deuda. Ln (edad) es el logaritmo natural del número de años que la empresa esta listada en la Bolsa Mexicana de Valores.

| Spearman correlation | | | | | | | | |
|----------------------|---------|--------|---------|--------|---------|---------|----------|-----------|
| | Fam F. | CEO F. | ROA EB. | ROE | Tobin q | Activos | Leverage | Ln (edad) |
| Fam F. | 1000 | | | | | | | |
| CEO F. | 0.571 | 1000 | | | | | | |
| ROA EB. | 0.089 | 0.0322 | 1000 | | | | | |
| ROE | 0.0142 | 0.0391 | 0.7961 | 1000 | | | | |
| Tobin q | 0.4832 | 0.1339 | 0.1591 | 0.0810 | 1000 | | | |
| Activos | -0.1728 | -0.129 | -0.261 | -0.291 | -0.191 | 1000 | | |
| Leverage | -0.0391 | -0.071 | -0.015 | 0.0701 | -0.024 | 0.132 | 1000 | |
| Ln (edad) | -0.0363 | -0.023 | 0.1329 | 0.1821 | -0.151 | 0.261 | 0.1235 | 1000 |

Tabla V

Medidas contables de desempeño

El panel A presenta la estimación del análisis de regresión aplicada al desempeño de la empresa basada en parámetros contables. En las columnas 1, 2 y 3 se utilizó la rentabilidad sobre los activos (ROA) calculado con las ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA) como variable dependiente; Y en las columnas 4, 5 y 6 se utiliza ROA (donde el ingreso neto es la variable dependiente). Se repitió la regresión utilizando diferentes variables binarias.

La variable dependiente es el desempeño de la empresa medido a través del rendimiento de los activos; Corresponde al cociente entre Ebitda o ingreso neto y activos totales. Empresa familiar es una variable binaria que es igual a uno cuando la familia fundadora está presente en la empresa. Empresa familiar joven = 1 cuando la edad de la firma es menor de 30 años y la empresa familiar está presente en la empresa. Empresa familiar madura = 1 cuando la edad firme es mayor o igual a 30 años y la familia está presente en la empresa. CEO contratado = 1 cuando el CEO es un miembro no familiar en una empresa familiar. CEO Fundador = 1 si el CEO es el fundador de la empresa. La deuda LT / activo total es el valor contable de la deuda a largo plazo dividido por el activo total. La volatilidad de retorno es la desviación estándar de la rentabilidad de las acciones trimestrales para el período muestreado. Ln (activo total) es el logaritmo natural de los activos totales. Ln (edad firma) es el logaritmo natural del número de años transcurridos desde que la empresa fue cotizada por primera vez en la Bolsa Mexicana de Valores. Todos los modelos de regresión incluyen variable binaria de la industria y del año. El estadístico t para cada coeficiente se indica entre paréntesis (5% = *, 1% = **, 0,1% = ***). El período de la muestra es el ejercicio económico 2000-2015.

Panel A: Resultados de la estimación considerando el moderador global

| | ROA | | | | | |
|--|------------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | (Usando EBITDA) | | | (Usando Ingreso neto) | | |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
| Intercepto | 0.0801 (5.79***) | 0.0279 (5.21***) | 0.0827 (6.11***) | 0.2621 (3.73***) | 0.2879 (3.15**) | 0.3376 (4.62***) |
| Family firm | 0.0061 (2.19*) | | | 0.1218 (2.89**) | | |
| Emp familiar joven (edad < 30.0 años) | | 0.0164 (4.33***) | | | 0.0216 (1.02) | |
| Emp familiar madu (edad ≥ 30.0 años) | | 0.0089 (3.15**) | | | 0.0062 (1.98*) | |
| CEO contratado | | | 0.1255 (1.98*) | | | 0.0987 (3.31**) |
| CEO fundador | | | 0.3567 (2.43*) | | | 0.3245 (3.95***) |
| LT deuda/activos totales | -0.0147 (-2.43*) | -0.0186 (-1.72) | -0.0122 (-2.06*) | -0.1113 (-1.93) | -0.1321 (-2.82*) | -0.1652 (-3.08**) |
| Volatilidad de retorno | -0.3239 (-4.77***) | -0.3338 (-5.05***) | -0.3667 (-5.22***) | -29738 (-5.93***) | -2595 (-5.71***) | -20723 (-5.55***) |
| Ln(activos totales) | -0.0079 (-11.77***) | -0.0085 (-11.55***) | -0.0091 (-12.32***) | -0.0241 (-6.56***) | -0.0162 (-4.21***) | -0.0191 (-5.11***) |
| Ln(edad) | -0.0635 (-3.29**) | -0.0036 (-2.99**) | -0.0061 (-2.98**) | -0.0557 (-5.57***) | -0.0273 (-1.72) | -0.0492 (-4.57***) |

| | | | | | | |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| R ² ajustado | 0.3275 | 0.3347 | 0.3278 | 0.4198 | 0.3946 | 0.4245 |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|

Resultados

Una perspectiva general de los resultados básicos revela algunos asuntos interesantes. Por ejemplo, hay un grupo de variables explicativas que salen significativas a un nivel aceptable. Además, la significancia de todo el modelo en términos del R² ajustado es suficientemente alta.

Tabla VI

Medidas de desempeño de mercado

El panel A presenta la estimación del análisis de regresión aplicada a la evaluación del desempeño de la empresa basada en la medición de mercado. Se utilizó el coeficiente Q de Tobin calculado como el valor de mercado de los activos dividido por el costo de reposición de los activos, y se repitió la regresión utilizando diferentes variables binarias. Empresa familiar es una variable binaria que es igual a uno cuando la familia fundadora está presente en la empresa. Empresa familiar joven = 1 cuando la edad de la empresa es menor de 30 años y la familia está presente en la empresa. Empresa familiar madura = 1 cuando la edad de la firma es mayor o igual a 30 años y la familia está presente en la empresa. CEO contratado = 1 cuando el CEO es un miembro no familiar en una empresa familiar. CEO Fundador = 1 si el CEO es el fundador de la empresa. La deuda/activos totales es el valor contable de la deuda a largo plazo dividido por activos totales. La volatilidad de retorno es la desviación estándar de la rentabilidad de las acciones trimestrales para el período de la muestra. Ln (activos totales) es el logaritmo natural de los activos totales. Ln (edad firma) es el logaritmo natural del número de años transcurridos desde que la empresa fue colocada por primera vez en la Bolsa Mexicana de Valores. Todos los modelos de regresión incluyen variables binarias de la industria y del año. El estadístico t para cada coeficiente se indica entre paréntesis (5% = *, 1% = **, 0,1% = ***). El período muestreado corresponde al ejercicio 2000-2015.

| Q de Tobin | | | |
|---|-----------------------|-----------------------|------------------------|
| Panel A | | | |
| | (1) | (2) | (3) |
| Intercepto | 13434 (2.89**) | 0.7231 (3.62***) | 30854 (6.895***) |
| Family firm | 0.15987 (10.31***) | | |
| Emp familiar joven (edad < 30.0 años) | | 0.4237 (2.87**) | |
| Emp familiar madura (edad ≥ 30.0 años) | | 0.269 (3.11**) | |
| CEO contratado | | | 12922 (12.35***) |
| CEO Fundador | | | 32468 (3.89***) |
| LT deuda/activos totales | -0.1945 (-1.82) | -0.1735 (-1.99*) | -0.1854 (-1.98*) |
| Volatilidad de retorno | -0.3135 (-5.42***) | -0.3021 (-5.22***) | -0.3224 (-5.31***) |
| Ln(total activos) | -0.1212 (-4.98***) | -0.1099 (-3.95***) | -0.1124 (-4.62***) |
| Ln(edad) | -14435 (-23.63***) | -0.0524 (-0.61) | -0.9624 (-10.22***) |
| R ² Ajustado | 0.6722 | 0.6768 | 0.6712 |

Como podemos ver en las columnas 1 y 4 del Panel A (Tabla 5), hay evidencia significativa de que las empresas familiares tienen mejores resultados que las no familiares cuando el cálculo se basa en el EBITDA ROA o en el Ingreso Neto sobre los activos. En las columnas 2 y 5 de la Tabla 5, la regresión específica controla por la variable edad de la firma; En este caso, sólo se consideraron empresas familiares, clasificadas como "joven" o "madura". Se define arbitrariamente el umbral de 30 años para separar entre empresas jóvenes y maduras. En las columnas 2 y 5 (Tabla 5) podemos ver cómo las empresas jóvenes tienen mejores resultados que las empresas familiares más maduras y cómo ambas clases de empresas se correlacionan positivamente con el ROA. Luego, se consideró el efecto de la participación activa y pasiva de la familia en la gestión de la empresa sobre los parámetros contables. Las columnas 3 y 6 (Tabla 5) presentan los resultados: variables tales como CEO fundador

(En contraposición al CEO contratado) indican un mejor (peor) desempeño de la firma. En resumen, la participación activa de la familia en la gestión tiene un impacto positivo en el rendimiento de la empresa.

Basado en el desempeño de mercado de las empresas familiares y no familiares, la Tabla 6 medido por la Q de Tobin como variable dependiente. En la columna 1, la variable Empresa familiar se comporta como variable binaria, dando como resultado un coeficiente positivamente significativo. Estos datos permiten concluir que las empresas familiares tienen un desempeño de mercado mayor (y significativo) que las empresas no familiares. La columna 2 (tabla 6) discrimina entre empresas jóvenes y maduras, demostrando una vez más que ambas tienen un impacto positivo (que es mayor en el caso de las empresas jóvenes) en el desempeño de mercado de las empresas familiares. Finalmente, en la columna 3 de la misma tabla, los resultados de la variable binaria CEO resultan consistentes con las estimaciones basadas en los parámetros contables para medir desempeño, antes citados, indicando así que los fundadores están asociados a un mejor desempeño.

Tabla VII

No linealidades entre el desempeño y la propiedad de la familia fundadora

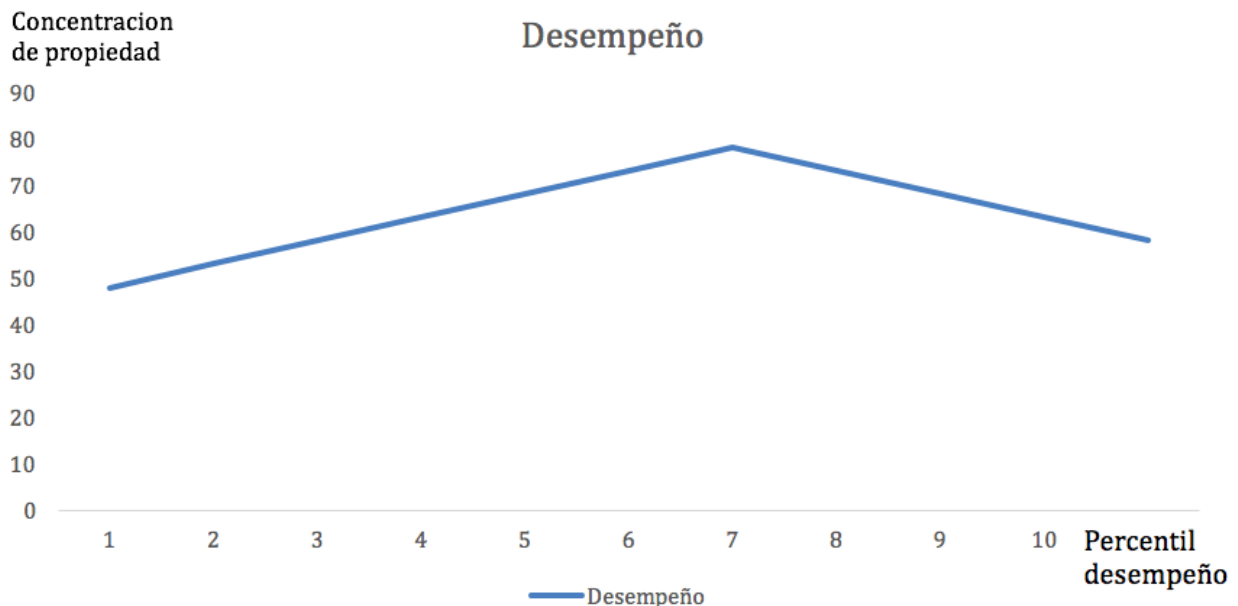
Esta tabla presenta el análisis de regresión entre la propiedad familiar y desempeño de la empresa usando las medidas contables y de mercado. Se utiliza la Q de Tobin calculado como el valor de mercado de los activos dividido por el costo de reposición de los activos. La propiedad familiar es la fracción de propiedad de la familia fundadora de la empresa. La deuda LT/activos totales es el valor contable de la deuda a largo plazo dividido por los activos totales. La volatilidad de retorno es la desviación estándar de la rentabilidad de las acciones trimestrales para el período de la muestra. Ln (activos totales) es el logaritmo natural de los activos totales. Ln (edad firma) es el logaritmo natural del número de años transcurridos desde que la empresa fue colocada por primera vez en la Bolsa Mexicana de Valores. Todos los modelos de regresión incluyen variables binarias de la industria y del año. El estadístico t para cada coeficiente se indica entre paréntesis (5% = *, 1% = **, 0,1% = ***). El período de la muestra corresponde al ejercicio 2000-2015.

| | ROA (EBITDA) | ROA (Ingreso neto) | Tobin's q |
|--------------------|---------------------|-----------------------|-------------------|
| Intercepto | 0.0957 (8.01***) | 0.932 (8.65***) | 13958 (2.95**) |
| Propiedad familiar | 0.0933 | 0.0327 | 0.7399 |

| | | | |
|--------------------------|-------------|------------|-------------|
| | (2.91**) | (2.85**) | (2.92**) |
| LT deuda/activos totales | -0.0332 | -0.0924 | -0.1709 |
| | (-2.81**) | (-3.89***) | (-3.31**) |
| Volatilidad de retorno | -0.2365 | -20742 | -0.3251 |
| | (-3.31**) | (-4.01***) | (-6.41***) |
| Ln(activos totales) | -0.0099 | -0.0249 | -0.1214 |
| | (-11.65***) | (-6.05***) | (-5.32***) |
| Ln(firm age) | -0.0705 | -0.0734 | -0.9613 |
| | (-4.22***) | (-6.24***) | (-11.55***) |
| R ² Ajustado | 0.3282 | 0.3374 | 0.6611 |

La Tabla 7 presenta no linealidades entre la propiedad familiar y el desempeño de la empresa. Este último se evaluó a través de los parámetros contables (columnas 1 y 2) y de mercado (en la columna 3). Los datos revelan que las compañías aumentan y luego disminuyen su desempeño con incrementos de concentración de propiedad.

Al graficar la concentración de propiedad con respecto al percentil (1-100%) de desempeño utilizando ROA EBITDA como medida de desempeño, econtrando resultados similares para ROA INCOME y Q de Tobins



En resumen, los resultados presentados en las Tablas 5, 6 y 7 indican, a un nivel estadísticamente significativo, que la variable familiar (Empresa Familiar) tiene una influencia positiva en el desempeño. Estos resultados sugieren que, para las empresas mexicanas, la mayor concentración de la propiedad está asociada a la mejora de los

resultados de la empresa. Un argumento que va junto con la visión tradicional de que la concentración de la propiedad en las familias proporciona una supervisión más estrecha sobre el funcionamiento de la empresa, lo que conduce a mejores resultados.

Una explicación probable de este fenómeno radica en la idea de que una alta concentración de la propiedad puede, en cierta medida, compensar la menor protección otorgada a los inversionistas bajo el marco institucional vigente en el medio ambiente mexicano. Esto último haría que los propietarios se concentren y busquen una participación activa en el proceso de toma de decisiones para mejorar el desempeño. Respecto a la influencia de la deuda, los resultados ponen de manifiesto una correlación negativa estadísticamente significativa con el desempeño de la empresa.

Además, para estimar la influencia detallada de la estructura de propiedad en el desempeño, se evaluó el efecto del porcentaje de propiedad de la familia fundadora (Tabla 7), encontrando una correlación positiva entre los niveles crecientes de concentración de propiedad y el desempeño. De este modo, se obtuvo evidencia de que estos mecanismos de gobierno actúan de manera diferente dependiendo del tipo de empresa que estemos considerando. La razón de esto podría estar en la forma en que las empresas se rigen dependiendo de su estructura de propiedad. En el caso de las empresas familiares, los propietarios tienden a imponer una fuerte supervisión del desempeño, mientras que las empresas no familiares utilizan mecanismos de gobernanza diferentes, como altos niveles de deuda, para facilitar un adecuado monitoreo del desempeño. En este último caso, la concentración de propiedades se convertiría en un mecanismo de dirección redundante que conduciría a rendimientos más bajos. Por lo tanto, como indica Coles et al. (2001) y Rediker y Seth (1995), existe un mecanismo de sustitución entre las formas de gobernanza.

Por último, respecto a las variables de control, el tamaño (Activos) y la Edad tienen principalmente coeficientes negativos significativos. El poder predictivo de los modelos econométricos tradicionales se debe, en gran medida, a la buena especificación del modelo, la importancia de los coeficientes de regresión, la ausencia de autocorrelación y el éxito de las pruebas de heterocedasticidad; Que es el caso de este modelo.

Sección de discusión

La mayoría de las investigaciones sobre gobierno corporativo se han centrado tradicionalmente en el análisis de los mecanismos de gobernanza, que por lo general se limita a sus efectos unilaterales. Sin embargo, estudios recientes como los de Agrawal y Knoeber (1996), Bushman y Smith (2001), Coles et al. (2001), Kini et al. (1995) parecen llevarnos a una nueva dirección reconociendo explícitamente la interacción entre los mecanismos de gobernanza. Esta nueva línea de investigación pone de relieve la capacidad de la empresa para diseñar un sistema de gobierno corporativo eficiente a través de la selección de diferentes mecanismos complementarios, resultando en una serie de alternativas que pueden ser utilizadas para controlar los problemas de agencia en la empresa. Por lo tanto, el uso de cada mecanismo es relativo al uso de otros,

reduciendo así la importancia de sus efectos individuales en la creación de valor de la firma, que son superados por los efectos combinados de todos los mecanismos seleccionados (Agrawal y Knoeber, 1996).

En este punto, la contribución de este trabajo es el análisis del efecto de los diferentes mecanismos de gobernanza, la estructura de la propiedad, la gestión y la gestión de la deuda, sobre el desempeño de la empresa. Esto es particularmente significativo si tenemos en cuenta que los dos últimos pueden tener impactos diferentes dependiendo de la estructura de propiedad de la empresa. La propiedad es un asunto importante que depende del entorno en el que opera la empresa (Shleifer y Vishny, 1997 y La Porta et al., 2000). A su vez, los mecanismos de gobernanza pueden variar dependiendo de la estructura de propiedad de cada empresa. Sin embargo, la evidencia empírica indica que la mayoría de los países de todo el mundo, con excepción de los Estados Unidos y el Reino Unido, tienen una estructura de propiedad más concentrada ya que en general estos países otorgan una menor protección a los accionistas, lo que conduce a la concentración de la propiedad como la mejor manera de proteger a la compañía contra los potenciales excesos de gestión (La Porta et al. 1998). En esta investigación, México ha ofrecido un escenario interesante para estudiar los efectos de estos cambios de gobernabilidad en las economías emergentes y presenta lecciones importantes para otros países con estructura de propiedad y entornos regulatorios similares.

Con este trabajo se pretende contribuir al debate en una línea de investigación relativamente reciente y poco explorado, cuya importancia resalta el hecho de que el objetivo último de cualquier empresa, es la creación de valor, dependiendo del estudio de la interrelación entre los mecanismos de gobernanza en un marco institucional dado, para poder aprovecharlos mejor. Este es un tema que está mejorando lentamente, las prácticas de gobernabilidad en toda América Latina, y es precisamente lo que los mercados de capitales y las empresas valoran sobre el gobierno corporativo. A pesar de esto, todavía quedan muchas preguntas importantes sin respuesta sobre las diferentes dimensiones de gobierno corporativo en América Latina. Espero que el presente trabajo proporcione nueva información sobre las economías emergentes, ya que es probable que operen en entornos diferentes de los países anglosajones, para las cuales la implementación de soluciones también podría ser diferente.

Sugerencias

Por último, en cuanto a las limitaciones de este estudio, es importante considerar más variables como porcentaje de la familia dentro del directorio o dentro de la administración, nivel de eficiencia (por ejemplo, gastos administrativos sobre ingresos), porcentaje de pago de dividendos, nuevos aportes de capital, etc, con el fin de obtener una visión más clara de la razón por qué las empresas familiares en México tienen un mejor desempeño que las no familiares. De hecho, cabe destacar que los modelos con bases de datos más grandes y un mayor número de variables podrían incorporar efectos

de tablero en la estimación, lo que nos daría una visión más amplia de los resultados. También sería importante desarrollar la idea de la interacción entre los mecanismos gubernamentales, lo que probablemente abrirá nuevas vías de investigación en el campo de la empresa familiar, ya que se ha demostrado que no son independientes.

Conclusión

Se estudió la relación que existe entre la propiedad familiar y el desempeño de las empresas utilizando una muestra de 106 empresas públicas mexicanas estudiadas durante el período 2000-2015. En primer lugar, se aplicó un análisis univariado para obtener algunas conclusiones preliminares. Luego, se utilizó un análisis multivariado para conferir mayor robustez a los resultados.

Utilizando parámetros contables y de desempeño de mercado, se encontró evidencia estadísticamente significativa de que las empresas familiares tienen mejor desempeño económico que las empresas no familiares. Cuando se utilizó ROA EBITDA o Ingresos netos sobre activos se encontró que las empresas familiares muestran una correlación positiva y significativa con ROA. Igualmente, podemos observar que las empresas jóvenes tienen mejores resultados que las empresas familiares maduras. Al considerar el efecto de la participación activa y pasiva de la familia en la gestión de la empresa, se encuentra que, aunque ambos CEOs fundadores y contratados tienen un impacto positivo en el rendimiento, los primeros determinan mejores resultados contables.

Al utilizar los parámetros de mercado de desempeño para las empresas familiares y no familiares, se encuentra que las primeras tienen una q de Tobin mayor y estadísticamente significativa. Cuando se incluyó CEO como variable binaria se encuentran los mismos resultados que previamente se habían alcanzado con los parámetros contables de desempeño. Se encontró que los fundadores están asociados a un mayor rendimiento.

El análisis de las no linealidades muestra que la relación entre la propiedad de la familia y el desempeño de la empresa no es uniforme entre los diferentes niveles de propiedad de la familia. De hecho, se observó que tanto los parámetros contables como los de mercado para medir desempeño aumentaban primero y luego disminuyen a medida que aumentaba la concentración de propiedad.

Estos resultados son estadísticamente significativos y sugieren que, para las empresas mexicanas, la mayor concentración de la propiedad está asociada a un mejor resultado de la empresa. Este es un argumento que va junto con la visión tradicional de que la concentración de la propiedad en las familias proporciona una supervisión más cercana del funcionamiento de la empresa, lo que conduce a mejores resultados. Esto puede explicarse considerando que la alta concentración de la propiedad puede compensar, en cierta medida, la menor protección otorgada a los inversionistas, bajo el marco institucional vigente del ambiente mexicano, lo que a su vez provoca que los propietarios se concentren y busquen una participación activa en la toma de decisiones, para lograr

mejores resultados. En cuanto a la influencia de la deuda, se observó que tenía una correlación negativa y significativa con el rendimiento.

Referencias

- Agrawal, A., and Knoeber, C. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders.
Journal of Financial and Quantitative Analysis, 31 (3), 377-397.
- Anderson, R., and Reeb, D. (2003). Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500.
Journal of Finance, 58 (3), 1301-1328.
- Anderson, Ronald C., David M. Reeb, and Wanli Zhao, (2012), Family-controlled firms and informed trading: Evidence from short sales,
Journal of Finance 67, 351–385.
- Astrachan, J. H. & Jaskiewicz, P. (2008). Emotional returns and emotional costs in privately held family businesses: Advancing traditional business valuation. *Family Business Review*, 21(2), 139–149.
- Babatz, G. (1997). *Agency problems, ownership structure, and voting structure under lax corporate governance rules: The case of Mexico*. Ph.D. thesis, Harvard University.
- Backman, M., & Palmberg, J. (2015). “Contextualizing small family firms: How does the urban-rural context affect firm employment growth?”
Journal of Family Business Strategy 6, 247-258.
- Barca, F., and Becht, M. (2001). *The control of corporate Europe*. Oxford: Oxford University Press.
- Barclay, M., and Clifford H. (1989). Private benefits from control of public corporations.
Journal of Financial Economics, 25, 371-396.
- Bebchuck, L. (1999). *A rent protection theory of corporate ownership and control*. nber Working Paper no. 7203.
- Berglöf, E. (1990). *Corporate control and capital structure. Essays on property rights and financial contracts*. Stockholm: Institute of International Business.
- Bushman, R., and Smith A. (2001). Financial accounting information, and corporate governance.
Journal of Accounting and Economics, 32, 237-333.

Castañeda, G. (2000). Governance of large corporations in Mexico and productivity implications.

Abante, Studies in Business Management, 3 (1), 57-89.

Charbel, S., B. Elie and S. Georges, (2013) Impact of family involvement in ownership management and direction on financial performance of the Lebanese firms.

Int. Strategic Manage. Rev., 1:30-41.

Chen, C.J. and C.M.J. Yu, (2012). Managerial ownership, diversification and firm performance: Evidence from an emerging market.

International Business Review, 21: 518-534.

Chidambaran, N., Palia, D., and Zheng, Y. (2006). *Does better corporate governance "cause" better firm performance?*

Working Paper Rutgers Business School, Newark.

Chrisman, J.J., Chua, J.H., Pearson, A.W., & Barnett, T. (2012). Family involvement, family influence, and family-centered non-economic goals in small firms.

Entrepreneurship Theory and Practice, 36(2), 267–293.

Claessens, S., and Djankov, S. (1999). *Ownership concentration and corporate performance in the Czech Republic.*

cepr Discussion Papers 2145.

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.

Coles, J., McWilliams, V., and Sen, N. (2001). An examination of the relationship of governance mechanisms to performance.

Journal of Management, 27, 23-50.

De Andres, P., Azofra, V., and López, F. (2005). Corporate boards in oecd Countries: Size composition, functioning and effectiveness.

Corporate Governance: An International Review, 13 (2), 197-210.

De Andres, P., López, F., and Rodríguez, J. (2005). Financial decisions and growth opportunities: a Spanish firm's panel data analysis.

Applied Financial Economics, 15, 391-407.

De Angelo, H., and De Angelo, L. (2000). Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy: A study of the times mirror company.
Journal of Financial Economics, 56, 153-207.

Deephouse, D. & Jaskiewicz, P. (2013). Do family firms have better reputations than non-family firms? An integration of socioemotional wealth and social identity theories.
Journal of Management Studies, 50, 337–360.

Delgado, M. (2003). Factores determinantes de la discrecionalidad contable: una aplicación empírica a las empresas cotizadas españolas.
Burgos, España: Servicio de Publicaciones de la Universidad de Burgos.

Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm.
Journal of Law and Economic, 25, 375-390.

Demsetz, H., and Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences.
Journal of Political Economy, 93, 1155-1177.

Devereux, M., and Schiantarelli, F. (1990). Investment, financial factors, and cash flow: evidence from uk panel data. In R. Glenn Hubbard (Ed.),
Asymmetric information, corporate finance, and investment (pp. 279-306). University of Chicago Press.

Dow, S. & McGuire, J. (2016). “Family Matters?: A Cross-National Analysis of the Performance Implications of Family Ownership.”
Corporate Governance: An International Review (forthcoming).

Evert, R., Martin, J., McLeod, M., & Payne, G. (2015). “Empirics in Family Business Research: Progress, Challenges, and the Path Ahead.”
Family Business Review, forthcoming.

Faccio, M., and Lang, L. (2002). The ultimate ownership of western European corporations.
Journal of Financial Economics, 65 (3), 365-395.

Fama, E., and Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control.
Journal of Law and Economics, 26, 301-325.

Fernández, A., Gómez-Ansón, S., and Fernández, C. (1998). El papel supervisor del consejo de administración sobre la actuación gerencial. *Evidencia para el caso español. Investigaciones Económicas*, 22, 501-516.

Friend, I., and Lang, L. (1988). An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *Journal of Finance*, 43, 271-281.

Gómez-Mejía, L.R., Cruz, C., Berrone, P., & De Castro, J. (2011). The bind that ties: socioemotional wealth preservation in family firms. *Academy of Management Annals*, 5, 653–707.

Gómez-Mejía, L.R., Haynes, K.T., Nuñez-Nickel, M., Jacobson, K.J.L., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, 52(1), 106–137.

Gomez-Mejía, L., Núñez-Nickel, M., and Gutiérrez, I. (2001). The role of family ties in agency contracts. *Academy of Management Journal*, 44, 81-95.

Gompers, P., Ishii, J., and Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118, 107-155.

Gorton, G., and Schmid, F. (1996). *Universal banking and performance of German firms. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, Working paper 5453.*

Grossman, S., and Hart, O. (1980). Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation. *Bell Journal of Economy*, 11, 42-64.

Himmelberg, C., Hubbart, G., and Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, 53, 353-384.

Holderness, C., Kroszner, R., and Sheehan, D. (1999). Were the good old days that good? Changes in managerial stock ownership since the great depression. *Journal of Finance*, 54 (2), 435-469.

Holderness, C., and Sheehan, D. (1988). The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis.
Journal of Financial Economics, 20, 317-346.

Husted, B., and Serrano, C. (2001). *Corporate governance in México. Monterrey, itesm, Egade, Research paper.*

Jain, Bharat A., and Yingying Shao, (2015), Family firm governance and financial policy choices in newly public firms.
Corporate Governance: An International Review 23, 452–468.

James, H. (1999). Owner as manager, extended horizons and the family firm.
International Journal of the Economics of Business, 6, 41-56.

Jensen, M. (1986). Agency costs and free cash flow, corporate finance, and takeovers.
American Economic Review, 76, 323-329.

Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems.
Journal of Finance, 48 (3), 831-880.

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.

Jensen, M., and Murphy, K. (1990). Performance pay out and top management incentives.
Journal of Political Economy, 98, 225-264.

Johnson, B., Magee, R., Nagarajan, N., and Newman, H. (1985). An analysis of the stock price reaction to sudden executive deaths: Implications for the managerial labor market.
Journal of Accounting and Economics, 7, 151-174.

Johnson, S., and Mitton, T. (2002). Who gains from capital controls? Evidence from Malaysia.
Journal of Financial Economics.

Khanna, T., and Palepu, K. (1999). Policy shocks, market intermediaries, and corporate strategy: Evidence from Chile and India.
Journal of Economics and Management Strategy, 8, 271-310.

Kini, O., Kracaw, W., and Mian, S. (1995). Corporate takeovers, firm performance, and board composition.
Journal of Corporate Finance, 1, 383-412.

Kowalewski, O., Talavera, O., & Stetsyuk, I. (2010). Influence of family involvement in management and ownership on firm performance: Evidence from Poland.
Family Business Review, 23(1), 45-59. doi:10.1177/0894486509355803

Lan Chen, H., and Tsung HSU, W. (2009). Family ownership, board independence, and R&D investment.
Family Business Review, 22 (4), 347-362.

La Porta, R., López de Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. (1997). Trust in large organizations.
American Economic Review, 87 (2), 333-339.

La Porta, R., López de Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. (1998). Law and finance.
Journal of Political Economy, 52 (3), 1113-1155.

La Porta, R., López de Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. (1999). Corporate ownership around the world.
Journal of Finance, 54 (2), 471-520.

La Porta, R., López de Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. (2000). Investors protection and corporate governance.
Journal of Financial Economics, 58, 3-27.

La Porta, R., López de Silanes, F., and Shleifer, A. (2002). Investor protection and corporate evaluation,
Journal of Finance, 58 (1-2), 3-27.

La Porta, R., López de Silanes, F., and Shleifer, A. (2006). What works in securities laws?
Journal of Finance, 61, 1-32.

Le Breton-Miller, I., and Miller, D. (2006). Why do some family businesses out-compete? Governance, long-term orientations, and sustainable capability.
Entrepreneurship: Theory & Practice, 30, 731-746.

Lee J. (2006). Family firm performance: further evidence.
Family Business Review, 19 (2), 103-114.

Liu, W., Yang, H., & Zhang, G. (2012). Does family business excel in firm performance? An institutionbased view.
Asia Pacific Journal of Management, 29(4), 965-987. doi:10.1007/s10490-010-9216-6

Madison, K., Holt, D., Kellermans, F., & Ranft, A. (2016). "Viewing Family Firm Behavior and Governance through the Lens of Agency and Stewardship Theories."
Family Business Review 29 (1), 65-93.

Mao-Feng, K., Lynn, H., & Aziz, J. (2013). Board characteristics, ownership structure and firm performance: Evidence from Taiwan.
The Seventh Asia Pacific Interdisciplinary Research in Accounting (APIRA) Conference, Kobe University, Japan.

Maug, E. (1998). Large shareholders as monitors: Is there a tradeoff between liquidity and control?
Journal of Finance, 53 (1), 65-98.

Martínez, Jon I. and Stöhr, Bernhard S. and Quiroga, Bernardo F., Family Ownership and Firm Performance: Evidence from Public Companies in Chile. *Family Business Review*, Vol. 20, No. 2, pp. 83-94, June 2007.

Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: Evidence from western European corporations.
Journal of Corporate Finance, 12, 321-341.

McConaughy, D., Matthews, C. and Fialko, A. (2001). Founding family controlled firms: Performance, risk and value.
Journal of Small Business Management, 39, 31-49.

Miller, D., and Le Breton Miller, I. (2006). Family governance and firm performance: Agency stewardship, and capabilities.
Family Business Review, 19 (1), 73-87.

Miller, D., & Le Breton-Miller, I. (2015). "The Arts and Family Business: Linking Family Business resources and Performance to Industry Characteristics." *Entrepreneurship: Theory and Practice* 39 (6), 1349-1370.

Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis.
Journal of Financial Economics, 20, 293-315.

Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R. (1989). Alternative mechanisms for corporate control.
American Economic Review, 79 (4), 842-852.

Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R. (1990). Do managerial objectives drive bad acquisitions?
Journal of Finance, 45 (1), 31-48.

Morck, R., Stangeland, D. A., and Yeung, B. (2000). Inherited wealth, corporate control, and economic growth: The Canadian disease.
In R. Morck (Ed.), *Concentrated corporate ownership*.
University of Chicago Press, National Bureau of Economic Research, conference volume.

Nenova, T. (2000). *The value of corporate votes and control benefits: A cross-country analysis*.
Harvard University, Economics, working paper.

Pérez-González, F. (2001). *Does inherited control hurt firms' performance?*
Ph.D. dissertation, Harvard University.

Pindado, J., & Requejo, I. (2015). "Family Business Performance from a Governance Perspective: A Review of Empirical Research."
International Journal of Management Reviews 17, 279-311.

Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight.
Journal of Financial Economics, 22, 237-265.

Prowse, S. (1994). Corporate governance in an international perspective; a survey of corporate control mechanisms among large firms in the United States, the United Kingdom, Japan and Germany.
Economic Paper, 41, 7-79.

Rajan, R., and Zingales, L. (2001). *The great reversals: The politics of financial development in the 20th century*.
National Bureau of Economic Research, working paper no. 8178.

Rediker, K., and Seth, A. (1995). Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms.
Strategic Management Journal, 16, 85-99.

Salvato, C., & Moores, K. (2010). Research on accounting in family firms: Past accomplishments and future challenges.

Family Business Review, 23(3), 193-215. doi:10.1177/0894486510375069

Shleifer, A., and Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control.

Journal of Political Economy, 94 (3), 461-488.

Shleifer, A., and Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance.

Journal of Finance, 52 (2), 737-783.

Singell, L. (1997). Nepotism, discrimination, and the persistence of utility-maximizing, owner operated firms.

Southern Economics Journal, 63, 904-920.

Stein, J. (1988). Takeover threats and managerial myopia.

Journal of Political Economy, 96, 61-80.

Stein, J. (1989). Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior.

Quarterly Journal of Economics, 103, 655-669.

Villalonga, B., and Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value?

Journal of Financial Economics, 80 (2), 385-417.

Wang, D. (2006). Founding family ownership and earnings quality.

Journal of Accounting Research, 44 (3), 619.

Warfield, T., Wild, J., and Wild, K. (1995). Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings.

Journal of Accounting and Economics, 16 (1), 61-91.

Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors,

Journal of Financial Economics, 40 (2), 185-211.

Zellweger, T. M., Nason, R. S., Nordqvist, M., & Brush, C. G. (2013). Why do family firms strive for nonfinancial goals? An organizational identity perspective.

Entrepreneurship: Theory & Practice, 37(2), 229-248. doi: 10.1111/j.1540-6520.2011.00466.x