

## Concentración de propiedad y valor de mercado en la empresa familiar: un enfoque de gobierno corporativo

Julio Pindado<sup>1</sup>

pindado@usal.es

Ignacio Requejo

irequejo@usal.es

Chabela de la Torre

chabela@usal.es

Universidad de Salamanca

### Resumen

Dada la importancia de las empresas familiares en todo el mundo, nuestro principal objetivo en este trabajo es investigar la relación entre concentración de propiedad y valor de mercado en el caso particular de las compañías familiares. Además, estudiamos si las empresas familiares obtienen mejores resultados que las no familiares. Para lograr este objetivo, adoptamos un enfoque de gobierno corporativo. La estimación de nuestros modelos mediante el método generalizado de los momentos proporciona nueva evidencia empírica. Nuestros resultados revelan que la propiedad familiar influye positivamente en el valor empresarial. No obstante, cuando la concentración de propiedad en manos de la familia es demasiado elevada, el valor de la compañía disminuye; dando lugar a un relación no lineal entre concentración de propiedad familiar y valor de mercado. Finalmente, demostramos que las empresas familiares obtienen mejores resultados que las no familiares, incluso cuando se tiene en cuenta la mencionada no linealidad. En general, los resultados obtenidos indican que el control familiar de las empresas puede ser beneficioso para los accionistas minoritarios.

**Palabras clave:** Empresa familiar; Concentración de propiedad; Valor de mercado; No linealidades; Gobierno corporativo; Datos de panel.

### Abstract

Given the importance of family firms all over the world, our main objective in this paper is to investigate the relation between ownership concentration and the market value of the company in

---

<sup>1</sup> Departamento de Administración y Economía de la Empresa, Facultad de Economía y Empresa, Universidad de Salamanca, Campus Miguel de Unamuno, Edificio F.E.S., 37007-Salamanca (España).

the particular case of family firms. Additionally, we study whether family firms outperform non-family corporations. To this aim, we adopt a corporate governance approach. The estimation of our models by using the generalized method of moments provides new empirical evidence. Our results show that family ownership impacts positively on firm value. Nevertheless, when ownership concentration in the hands of the family is too high, firm value decreases; thus giving rise to a non-linear relation between family ownership concentration and firm value. Finally, we find that family firms perform better than non-family ones, even when nonlinearities are taken into account. Overall, our findings suggest that family control of corporations may be beneficial to minority shareholders.

**Keywords:** Family firm; Ownership concentration; Firm value; Nonlinearities; Corporate governance; Panel data.

## 1. INTRODUCCIÓN

Numerosos trabajos, tanto teóricos como empíricos, han puesto de manifiesto la importancia que tienen las empresas familiares en todo el mundo. En este sentido, La Porta, Lopez-de-Silanes y Shleifer (1999) demuestran que el control familiar de las corporaciones es la estructura organizativa más generalizada, excepto en aquellos países con una mayor protección de los intereses de los accionistas minoritarios. Asimismo, Morck, Wolfenzon y Yeung (2005) hacen hincapié en el predominio de las empresas familiares en la mayor parte de las economías, prestando especial atención a la concentración de control corporativo en manos de familias con un gran patrimonio y subrayando la escasa frecuencia de las estructuras de propiedad dispersa.

Por lo que se refiere a las diferentes regiones del mundo, el control familiar parece ser una estructura organizativa común entre las grandes compañías estadounidenses (Bhattacharya y Ravikumar, 2001; Gadhoun, Lang y Young, 2005) así como entre las corporaciones que operan en países de Europa occidental (Franks y Mayer, 2001; Faccio y Lang, 2002). Además, la relevancia de las empresas familiares en la región de Asia oriental ha sido documentada en numerosos estudios previos (Mok, Lam y Cheung, 1992; Lam, Mok, Cheung y Yam, 1994; Claessens, Djankov y Lang, 2000). A pesar del predominio de las empresas familiares en todo el mundo, la evidencia ofrecida hasta la fecha acerca del efecto que la propiedad familiar ejerce sobre el resultado corporativo es aún escasa. No obstante, algunos trabajos anteriores proporcionan evidencia empírica sobre esta cuestión; pero sus resultados no son concluyentes y, por lo tanto, no está del todo claro si el control familiar es beneficioso o perjudicial para los accionistas minoritarios.

Por un lado, una serie de trabajos encuentran una relación positiva entre la propiedad y el control familiar de las empresas, y diferentes medidas del resultado corporativo. En EE.UU., McConaughy, Walker, Henderson y Mishra (1998), Anderson y Reeb (2003) y Villalonga y Amit (2006) demuestran empíricamente que en determinadas circunstancias la propiedad y el control familiar tienen un efecto positivo sobre el resultado empresarial.

Según Martikainen, Nikkinen y Vähämaa (2009) dicho efecto positivo se debe en parte a la mayor productividad de las empresas familiares estadounidenses en relación con sus homólogas no familiares. En consonancia con estos resultados, Maury (2006) y Barontini y Caprio (2006) encuentran que las compañías controladas por familias superan en términos de resultado empresarial a las corporaciones no familiares en Europa occidental.

Por otro lado, diversas investigaciones revelan un impacto negativo del control familiar en la riqueza de los accionistas minoritarios. Así por ejemplo, Miller, Le Breton-Miller, Lester y Cannella (2007) concluyen que únicamente las empresas controladas por el fundador obtienen mejores resultados que el resto de corporaciones cotizadas de EE.UU., mientras que las compañías familiares en las que participan varios miembros de la familia, ya sea como propietarios o como directivos, no disfrutan de unas valoraciones de mercado superiores. En lo que respecta a Europa occidental, Cronqvist y Nilsson (2003) y Barth, Gulbrandsen y Schone (2005) revelan que la propiedad familiar puede ser perjudicial para los accionistas minoritarios en Suecia y en Noruega, respectivamente. Igualmente, Faccio, Lang y Young (2001) concluyen que las familias propietarias en las corporaciones de Asia oriental se encuentran mejor posicionadas para expropiar la riqueza de los inversores minoritarios que sus homólogas en Europa occidental, lo cual sugiere que la propiedad familiar no siempre es beneficiosa para los accionistas minoritarios.

En este contexto de evidencia contradictoria, nuestro principal objetivo es investigar cómo influye la concentración de propiedad en el valor de mercado en el caso particular de las empresas familiares. Además de estudiar si la concentración de propiedad familiar y el valor de mercado de la empresa se relacionan positiva o negativamente, consideramos la posibilidad de que exista una relación no lineal entre ambas variables. Finalmente, analizamos la relación que existe entre concentración de propiedad y valor empresarial diferenciando entre compañías familiares y no familiares. Más aún, contemplamos la posibilidad de que existan no linealidades al determinar si las empresas familiares superan a las no familiares en términos de resultados corporativos.

Para conseguir los objetivos de nuestra investigación, hemos desarrollado dos modelos empíricos que posteriormente estimamos utilizando la información obtenida sobre las empresas familiares de nuestra muestra. A continuación, proponemos dos modelos más que estimamos empleando la totalidad de la muestra, lo cual nos permite analizar la relación propiedad–resultados comparando las empresas familiares a las no familiares. Con el fin de contrastar nuestras hipótesis, empleamos una muestra única de compañías que operan en nueve países diferentes de Europa occidental sobre las cuales hemos obtenido detallada información de propiedad.

En lo concerniente al método de estimación, nuestra elección está motivada por la importancia de tener en cuenta dos importantes problemas que surgen al estudiar el impacto de la estructura de propiedad de las empresas sobre su valor de mercado; a saber, los problemas de heterogeneidad inobservable y endogeneidad. Con respecto al primer problema, las empresas familiares poseen numerosas características que las hacen diferentes del resto de estructuras organizativas. En consecuencia, la heterogeneidad

inobservable de las empresas debe ser incorporada en los modelos puesto que podría afectar al valor empresarial. Con respecto al segundo problema, numerosos trabajos ponen de manifiesto la potencial endogeneidad de la concentración de propiedad, la cual podría afectar seriamente a la relación propiedad–resultados. Por lo tanto, utilizamos la metodología de datos de panel para eliminar la heterogeneidad inobservable y estimamos nuestros modelos con el método generalizado de los momentos (MGM) para controlar los posibles problemas de endogeneidad.

Nuestro estudio contribuye a la literatura existente sobre economía financiera y sobre organización de empresas de diferentes maneras. En primer lugar, proporcionamos resultados empíricos acerca de uno de los mecanismos de gobierno corporativo más importantes que afectan al valor empresarial (esto es, la estructura de propiedad) teniendo en cuenta no sólo el nivel de concentración de propiedad sino también la identidad del accionista mayoritario. En segundo lugar, contribuimos a la controversia existente en la literatura sobre los beneficios y los costes del control familiar al considerar la posibilidad de que existan no linealidades entre la concentración de propiedad familiar y el valor empresarial. En tercer lugar, profundizamos aún más en la influencia que ejerce el control familiar en la relación propiedad–resultados al comparar a las corporaciones familiares con las no familiares. En cuarto lugar, llevamos a cabo nuestras estimaciones utilizando una muestra de empresas única y representativa de los diferentes entornos institucionales que existen en Europa occidental, para lo cual hemos obtenido detallada información de propiedad que es complicado conseguir para grandes muestras de corporaciones. Y por último, nuestro método de estimación elimina la heterogeneidad inobservable y controla la potencial endogeneidad de las variables explicativas de un modo más eficiente que los métodos empleados en estudios previos relacionados con el nuestro.

Mediante la contrastación de nuestras hipótesis, proporcionamos nueva evidencia que apoya la corriente de la literatura financiera que argumenta que el control familiar es beneficioso para los accionistas minoritarios. Además, encontramos una relación no lineal entre concentración de propiedad en manos de las familias y el valor empresarial. Esto sugiere que existe un nivel de concentración de propiedad familiar a partir del cual el control familiar comienza a ser negativo en términos de creación de valor debido al riesgo de expropiación de los inversores minoritarios. Finalmente, nuestros resultados confirman que las empresas familiares obtienen mejores resultados que las no familiares en Europa occidental. Asimismo, las compañías bajo control familiar continúan superando a las no familiares en términos de resultados corporativos cuando controlamos la no linealidad en el modelo.

El resto del trabajo se estructura como sigue. En el segundo apartado, revisamos la literatura previa y la evidencia empírica relacionada con el control familiar, y presentamos nuestras hipótesis y nuestros modelos. La tercera parte describe los datos y variables a utilizar en el análisis. El método de estimación empleado se presenta en la cuarta sección. Los resultados se exponen en el quinto apartado y la última sección resume las principales conclusiones del trabajo.

## 2. REVISIÓN TEÓRICA Y PLANTEAMIENTO EMPÍRICO

La importancia de la concentración de propiedad para aliviar los problemas de agencia entre propietarios y directivos en la corporación moderna ya fue puesta de manifiesto por Berle y Means (1932). En la misma línea, Shleifer y Vishny (1986) corroboran que existe una relación positiva entre concentración de propiedad y valor empresarial; mientras que Holderness y Sheehan (1988) concluyen que las compañías con accionistas mayoritarios no obtienen peores resultados que las corporaciones con propiedad dispersa. Más aún, Shleifer y Vishny (1997) mencionan que los accionistas con participaciones significativas abordan el problema de agencia entre propietarios y directivos debido a su gran interés en maximizar el beneficio. Por su parte, Denis y McConnell (2003) concluyen que en la mayor parte de los casos la propiedad concentrada tiene un efecto positivo sobre el valor de la empresa.

En el contexto de la literatura que acabamos de mencionar, nuestro primer objetivo es analizar si la relación positiva entre concentración de propiedad y resultado corporativo también es aplicable al caso de las empresas familiares. En este sentido, trabajos previos han propuesto una serie de argumentos a favor de una relación positiva entre concentración de propiedad familiar y resultado empresarial.

En primer lugar, los propietarios familiares están especialmente interesados en la supervivencia de la empresa y a menudo adoptan unos horizontes inversores de más largo plazo que otras clases de accionistas mayoritarios. De hecho, los amplios horizontes de las empresas familiares les pueden llevar a invertir siguiendo aquellos criterios que maximizan el valor de mercado de la compañía en el largo plazo (James, 1999). Además, es probable que la presencia continua de los propietarios familiares en la compañía y sus mayores horizontes de inversión, en relación con los de los directivos de las corporaciones con propiedad dispersa, contribuyan a reducir los problemas de miopía directiva (Anderson y Reeb, 2003); al mismo tiempo que es posible que la preocupación por la supervivencia de las familias propietarias les ayude a mitigar los costes de agencia entre acreedores y accionistas (Anderson, Mansi y Reeb, 2003). Igualmente, la presencia de miembros de la familia en la compañía durante largos períodos de tiempo podría estar asociada con una mayor calidad en el resultado contable (Wang, 2006) y podría facilitar un mejor conocimiento por parte de los propietarios de la tecnología empleada en la empresa, lo cual contribuiría a incrementar la productividad de la compañía (Martikainen, Nikkinen y Vähämaa, 2009).

En segundo lugar, es probable que la preocupación por la reputación y la intención de proteger el nombre de la familia den origen a un compromiso significativo por parte de los propietarios familiares, lo cual puede tener consecuencias económicas positivas para la empresa. Los vínculos y la reputación familiares pueden reducir el riesgo de que los directivos actúen en beneficio propio cuando algún miembro de la familia participa en la gestión (Denis y Denis, 1994). Además, la reputación de la familia podría facilitar relaciones con otros *stakeholders* en el largo plazo (Anderson y Reeb, 2003), y podría permitir a las empresas familiares disfrutar de un menor coste de la deuda y reducir los conflictos de intereses entre accionistas y obligacionistas (Anderson, Mansi y Reeb, 2003). Asimismo, la preocupación por la reputación de las empresas familiares es otra

de las posibles explicaciones para la relación significativa entre propiedad familiar y mayor calidad en el resultado contable que revela Wang (2006) para el caso de las corporaciones estadounidenses.

En tercer lugar, los problemas de agencia derivados de la separación entre propiedad y control (Jensen y Meckling, 1976; Fama y Jensen, 1983) podrían resolverse, al menos en parte, en las empresas familiares que están dirigidas por miembros de la familia propietaria. De hecho, es frecuente que un individuo que es el mayor accionista en una empresa ocupe algún puesto de gestión en la misma (Holderness y Sheehan, 1988). Además, tras confirmar que las empresas con accionistas mayoritarios no obtienen peores resultados, Denis y Denis (1994) concluyen que la gestión familiar parece ser una condición necesaria en el caso de las estructuras de propiedad concentrada. Asimismo, Lemmon y Lins (2003) confirman que los propietarios-directivos con una participación significativa en la empresa, tal y como sucede en las empresas familiares gestionadas por miembros de la familia, podrían ser beneficiosos gracias al alineamiento de intereses entre accionistas y gerentes. En resumen, es posible afirmar que los propietarios-directivos son frecuentes en las empresas familiares y que podrían conllevar una serie de beneficios en comparación con los directivos externos debido a su mejor conocimiento de la compañía y a su particular interés en incrementar el valor de la empresa.

Teniendo presentes los estudios que acabamos de revisar, proponemos la siguiente hipótesis:

**Hipótesis 1:** *La concentración de propiedad familiar ejerce un efecto positivo sobre el valor de mercado de la empresa.*

Para contrastar esta hipótesis, hemos desarrollado el siguiente modelo:

$$V_{it} = \beta_0 + \beta_1 CPF_{it} + \phi X_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (1)$$

en el que  $V_{it}$  y  $CPF_{it}$  representan el valor de mercado de la empresa y la concentración de propiedad familiar, respectivamente; mientras que  $X_{it}$  es un vector de variables de control que han sido consideradas previamente en la literatura sobre estructura de propiedad. En concreto, el vector  $X_{it}$  incluye las siguientes características de las empresas como variables de control: deuda, inversión, dividendos, tamaño, activos intangibles, cash flow, rentabilidad sobre activos, la beta de la empresa, la participación del segundo mayor accionista y la edad de la compañía. El apartado 3.2 recoge una definición detallada de la variable dependiente y de las variables explicativas relacionadas con la estructura de propiedad de las empresas, así como el cálculo de las variables de control incluidas en los modelos. Cabe subrayar que únicamente utilizamos información acerca de las empresas familiares presentes en nuestra muestra para estimar este primer modelo. A este respecto, consideramos que una compañía está controlada por una familia si el mayor accionista es un individuo o una familia con al menos un 10 por ciento de derechos de voto en la empresa. La razón de utilizar el 10 por ciento de los derechos de voto se debe a que este porcentaje suele ser suficiente para poseer un control efectivo de la compañía. Además, trabajos previos sobre estructura de propiedad también emplean este porcentaje para determinar si las compañías tienen o no a un

gran accionista entre sus propietarios (Maury, 2006; Dahya, Dimitrov y McConnell, 2008).

Aunque en un principio hemos propuesto una relación positiva entre concentración de propiedad familiar y valor empresarial, la presencia de un gran accionista en la compañía puede dar lugar a problemas de agencia entre el propietario mayoritario y los accionistas minoritarios (Shleifer y Vishny, 1997). Apoyando este argumento, algunos trabajos encuentran una relación no lineal entre concentración de propiedad y resultado corporativo; positiva para niveles bajos de concentración de propiedad debido a la hipótesis de supervisión y negativa posteriormente como consecuencia de la hipótesis de expropiación (véanse, por ejemplo, Gedajlovic y Shapiro, 1998; Thomsen y Pedersen, 2000; Miguel, Pindado y de la Torre, 2004).

Además de la evidencia empírica que demuestra que la concentración de propiedad se relaciona de un modo no lineal con el resultado de la empresa, los potenciales costes del control familiar podrían explicar por sí mismos dicha no linealidad. La lógica que subyace a este razonamiento es que es más probable que los inconvenientes de tener a una familia como principal accionista de la compañía se produzcan cuando la participación de la familia en la empresa es demasiado elevada; incrementándose el resultado corporativo en un primer momento a medida que la concentración de propiedad aumenta y disminuyendo a continuación tras sobrepasar un cierto nivel de concentración de propiedad en manos de la familia. Son dos los principales costes potenciales asociados a la propiedad familiar que podrían dar lugar a un efecto negativo de este aspecto corporativo sobre el valor de la empresa a ciertos niveles de concentración de propiedad.

El primero de ellos es la expropiación de los accionistas minoritarios por parte de la familia propietaria. De hecho, Anderson y Reeb (2003) argumentan que las familias tienen tanto el incentivo como la capacidad de tomar decisiones que les benefician a ellas mismas a expensas del resultado empresarial cuando su participación en la compañía es elevada. Estos autores también indican que los grandes accionistas (como las familias que poseen un porcentaje sustancial de sus empresas) podrían ser proclives a perseguir otros objetivos diferentes de la maximización del valor de la compañía. En base a este argumento, un elevado nivel de propiedad familiar puede estar asociado con decisiones de inversión menos eficientes, dando por lo tanto lugar a una reducción en el valor de mercado de la empresa (Cronqvist y Nilsson, 2003).

El segundo coste potencial del control familiar se debe al hecho de que elevados niveles de concentración de propiedad familiar están generalmente asociados con una influencia significativa de la familia propietaria en la gestión de la compañía. Esta situación podría dar lugar a un mayor atrincheramiento directivo (Gomez-Mejia, Nunez-Nickel y Gutierrez, 2001). Además, la influencia de las familias accionistas en las decisiones directivas podría llevar a políticas sub-óptimas en términos de creación de valor. De hecho, literatura previa sugiere que los grandes accionistas, como las familias con una gran participación en la empresa, tratan de asegurarse de que la cúpula directiva tiene en cuenta los propios intereses de la familia en lugar de perseguir la maximización del valor de la compañía (DeAngelo y DeAngelo, 2000).

Considerando los argumentos expuestos, planteamos la segunda hipótesis del trabajo como sigue:

**Hipótesis 2:** *Existe una relación no lineal entre concentración de propiedad familiar y valor de mercado; el valor en primer lugar aumenta y a continuación se reduce a medida que la participación de la familia en la empresa se incrementa.*

Para contrastar esta hipótesis, ampliamos el modelo (1) incluyendo como variable explicativa el cuadrado de la variable  $CPF_{it}$ :

$$V_{it} = \beta_0 + \beta_1 CPF_{it} + \beta_2 CPF_{it}^2 + \phi X_{it} + \varepsilon_{it}. \quad (2)$$

En las dos hipótesis anteriores, hemos planteado cómo podría influir la concentración de propiedad en el valor de la empresa centrándonos en el caso particular de las empresas familiares. Ahora, nuestro objetivo es determinar si las empresas familiares obtienen unos resultados diferentes a los de las no familiares. Investigaciones previas ya han analizado la relación entre estructura de propiedad y resultado corporativo comparando a las empresas familiares con las no familiares, pero los resultados ofrecidos hasta la fecha no son concluyentes.

Por un lado, numerosos estudios documentan un mejor resultado corporativo en las empresas familiares en relación con sus homólogas no familiares. Entre los primeros en demostrar que las corporaciones familiares superan en términos de resultados a las no familiares en EE.UU., se encuentran McConaughy, Walker, Henderson y Mishra (1998) y Anderson y Reeb (2003). Por su parte, Martikainen, Nikkinen y Vähämaa (2009) revelan que las compañías familiares son más productivas que el resto de corporaciones en el contexto estadounidense, mientras que Maury (2006) y Barontini y Caprio (2006) demuestran empíricamente que el control familiar conduce a un mejor resultado corporativo en los países de Europa occidental.

Por otro lado, también se ha ofrecido evidencia de que las empresas familiares no superan a las no familiares en lo referente al resultado empresarial. Miller, Le Breton-Miller, Lester y Cannella (2007) ponen de manifiesto que mientras que las empresas en manos de sus fundadores tienen mejores resultados que otras corporaciones cotizadas en EE.UU., las empresas familiares en las que participan varios miembros de la familia no presentan unas valoraciones de mercado superiores. En la misma línea, Cronqvist y Nilsson (2003) y Barth, Gulbrandsen y Schone (2005) concluyen que la propiedad familiar se relaciona negativamente con el resultado empresarial en Suecia y en Noruega, respectivamente. Además, también se ha proporcionado evidencia empírica de que la propiedad familiar podría ser perjudicial para los accionistas minoritarios cuando la protección de los inversores es débil (Faccio, Lang y Young, 2001; Lins, 2003).

Teniendo en cuenta los trabajos comentados así como los potenciales beneficios que poseen las empresas familiares, los cuales motivaron el planteamiento de la Hipótesis 1, formulamos la siguiente hipótesis:

**Hipótesis 3:** *Existe una relación positiva mayor entre concentración de propiedad y valor de mercado en las empresas familiares que en las no familiares.*

Para contrastar nuestra tercera hipótesis, hemos desarrollado un modelo lineal que estimaremos utilizando toda la muestra. En concreto, el modelo empírico resultante es como sigue:

$$V_{it} = \alpha_0 + (\alpha_1 + \gamma_1 DF_{it}) CP_{it} + \phi X_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (3)$$

donde  $CP_{it}$  representa la concentración de propiedad medida mediante el porcentaje de votos en manos del mayor accionista de la compañía. Hemos interaccionado esta variable con  $DF_{it}$ , que es una variable dicotómica de familia que toma el valor de uno cuando la empresa es familiar, y cero en caso contrario. Por lo tanto, en el caso de las empresas familiares  $CP_{it}$  toma el mismo valor que  $CPF_{it}$  en los modelos (1) y (2).

Estudios anteriores predicen que la relación entre concentración de propiedad en manos de la familia y el resultado corporativo es no lineal. En EE.UU., Anderson y Reeb (2003) ponen de manifiesto que existe un punto de inflexión a partir del cual el efecto positivo de la propiedad familiar sobre el resultado de la empresa desaparece, siendo la hipótesis de expropiación una posible explicación para el impacto negativo de la concentración de propiedad familiar sobre el resultado a la derecha del punto de corte. Asimismo, Maury (2006) encuentra una relación no lineal entre concentración de propiedad familiar y resultado empresarial al comparar a las empresas familiares con las no familiares en Europa occidental.

En consecuencia, proponemos nuestra cuarta y última hipótesis como sigue:

**Hipótesis 4:** *Existe una relación no lineal mayor entre concentración de propiedad y valor de mercado en las empresas familiares que en las no familiares.*

Para contrastar esta hipótesis, incluimos en el modelo (3) el cuadrado de la concentración de propiedad así como la interacción de esta variable con la *dummy* de familia. Como resultado, obtenemos el siguiente modelo cuadrático:

$$V_{it} = \alpha_0 + (\alpha_1 + \gamma_1 DF_{it}) CF_{it} + (\alpha_2 + \gamma_2 DF_{it}) CF_{it}^2 + \phi X_{it} + \varepsilon_{it}. \quad (4)$$

### 3. DATOS Y VARIABLES

#### 3.1. Datos

Para contrastar las hipótesis propuestas, necesitamos tres clases de información sobre las empresas. Primero, se requieren datos de cotización bursátil para calcular el valor de mercado de la compañía. Segundo, necesitamos la distribución de la propiedad de la empresa entre sus accionistas para determinar el nivel de concentración de propiedad y

la identidad del mayor accionista para identificar a las empresas familiares de la muestra. Y tercero, son necesarios los estados contables de las compañías para calcular una serie de variables de control. Por lo tanto, hemos utilizado la base de datos AMADEUS como principal fuente de información. Además, algunos datos macroeconómicos necesarios para calcular las variables tal y como explicamos en el siguiente apartado los hemos obtenido de los *Main Economic Indicators* publicados por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).

El principal motivo de utilizar AMADEUS para obtener la información que necesitamos es que se trata de una base de datos que contiene datos detallados sobre la valoración de mercado, la estructura del accionariado y los estados contables de las compañías que operan en países europeos. En concreto, hemos obtenido la información de las empresas del *TOP 1,5 million module* de AMADEUS, el cual comprende las 1,5 millones de corporaciones más grandes que operan en países de Europa occidental y Europa del este. No obstante, hemos restringido nuestro análisis a las empresas de Europa occidental. Además, con el fin de obtener una muestra de empresas cotizadas representativa, nos hemos centrado en los países cuyo entorno institucional ha sido clasificado por La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer y Vishny (1998). De este modo, podemos estar seguros de que los diferentes sistemas legales identificados por estos autores están representados en nuestra muestra.

El período de análisis de nuestro trabajo se ha visto restringido por el tipo de información necesaria para contrastar las hipótesis formuladas en la segunda sección. En particular, el período de estudio abarca desde el año 2000 hasta el 2006, pues estos son los años para los cuales hemos podido obtener suficientes datos de propiedad de AMADEUS. Por último, nuestra metodología impone una restricción adicional para poder controlar la heterogeneidad inobservable y la endogeneidad; esto es, necesitamos información de cada empresa durante al menos cuatro años consecutivos con el fin de contrastar la ausencia de correlación serial de segundo orden, tal y como apuntan Arellano y Bond (1991). Necesitamos contrastar la ausencia de correlación serial de segundo orden porque nuestro método de estimación, el método generalizado de los momentos (MGM), se basa en este supuesto. En consecuencia, nuestra muestra final consiste en un panel incompleto que comprende 779 compañías (4.333 observaciones) para las cuales disponemos de información durante al menos cuatro años consecutivos entre 2000 y 2006. Cabe subrayar que nuestra muestra comprende 262 compañías (1.415 observaciones) clasificadas como familiares. Por lo tanto, alrededor de un tercio de las corporaciones (33,63%) están controladas por una familia. La estructura de la muestra total y de empresas familiares, por número de compañías y de observaciones distribuidas por países, esta resumida en la Tabla 1. Los principales estadísticos descriptivos de las variables incluidas en los modelos se presentan en la Tabla 2.

**Tabla 1**  
Estructura de la muestra total y de empresas familiares por país

País	Muestra total				Muestra de empresas familiares			
	Empresas		Observaciones		Empresas		Observaciones	
	Nr.	%	Nr.	%	Nr.	%	Nr.	%
<i>Suiza</i>	56	7,19	266	6,14	25	9,54	120	8,48
<i>Alemania</i>	78	10,01	407	9,39	33	12,60	169	11,94
<i>España</i>	60	7,70	332	7,66	15	5,73	85	6,01
<i>Finlandia</i>	57	7,32	293	6,76	17	6,49	84	5,94
<i>Francia</i>	19	2,44	89	2,05	12	4,58	57	4,03
<i>Reino Unido</i>	312	40,05	1,834	42,33	68	25,95	396	27,99
<i>Grecia</i>	97	12,45	526	12,14	72	27,48	394	27,84
<i>Países Bajos</i>	53	6,80	337	7,78	5	1,91	29	2,05
<i>Suecia</i>	47	6,03	249	5,75	15	5,73	81	5,72
Total	779	100	4.333	100	262	100	1.415	100

**Notas:** Se han obtenido datos para las compañías sobre las cuales había información disponible durante al menos cuatro años consecutivos entre 2000 y 2006. La muestra de empresas familiares se ha utilizado en la estimación de los modelos (1) y (2), mientras que la muestra total la hemos utilizado para estimar los modelos (3) y (4). De la muestra total, el 33,63 por ciento de las empresas son familiares. El porcentaje de empresas familiares por país es como sigue: 44,64 por ciento de empresas familiares en Suiza, 42,31 por ciento de empresas familiares en Alemania, 25,00 por ciento de compañías familiares en España, 29,82 por ciento de empresas familiares en Finlandia, 63,16 por ciento de compañías familiares en Francia, 21,79 por ciento de corporaciones familiares en el Reino Unido, 74,23 por ciento de compañías familiares en Grecia, 9,43 por ciento de empresas familiares en Países Bajos y 31,91 por ciento de corporaciones familiares en Suecia.

**Tabla 2**  
Estadísticos descriptivos

Variable	Media	Desviación típica	Mínimo	Máximo
$V_{it}$	0,7755	0,7668	0,0094	11,8322
$CP_{it}$	0,2378	0,1861	0,0023	0,9700
$CP^2_{it}$	0,0912	0,1423	0,0000	0,9409
$D_{it}$	0,0801	0,0969	0,0000	0,8207
$I_{it}$	0,0515	0,0939	-0,8456	0,8495
$DIV_{it}$	0,0373	0,0920	0,0000	4,3726
$T_{it}$	13,0227	1,7889	10,1410	19,3710
$A_{it}$	0,1153	0,1470	0,0000	0,9427
$CF_{it}$	0,0748	0,0870	-0,9125	0,7807
$RSA_{it}$	0,0599	0,0832	-0,4594	0,5491
$BETA_{it}$	0,8707	1,1433	-9,8661	18,1379
$CPS_{it}$	0,1015	0,0738	0,0000	0,5000
$E_{it}$	3,4661	0,9662	0,6931	6,4425

**Notas:**  $V_{it}$  es el valor de mercado de la empresa,  $CP_{it}$  y  $CP^2_{it}$  representan la concentración de propiedad y su cuadrado, respectivamente (obsérvese que  $CPF_{it}$  y  $CPF^2_{it}$  coinciden totalmente con las variables  $CP_{it}$  y  $CP^2_{it}$ , respectivamente, en el caso

de las empresas familiares),  $D_{it}$  es el ratio de endeudamiento,  $I_{it}$  representa la inversión,  $DIV_{it}$  son los dividendos,  $T_{it}$  es el tamaño de la empresa,  $AI_{it}$  denota los activos intangibles,  $CF_{it}$  es el cash flow,  $RSA_{it}$  es la rentabilidad sobre activos,  $BETA_{it}$  denota la beta de la empresa,  $CPS_{it}$  es la concentración de propiedad en manos del segundo accionista y  $E_{it}$  es la edad de la compañía.

### 3.2. Variables

La variable dependiente, el valor de mercado de la empresa ( $V_{it}$ ), se define como  $V_{it} = VMC_{it} / VRA_{it}$ , donde  $VMC_{it}$  y  $VRA_{it}$  representan el valor de mercado del capital propio y el valor de reposición de los activos totales, respectivamente. El valor de reposición de los activos totales se obtiene del siguiente modo:  $VRA_{it} = VRF_{it} + (VCA_{it} - VCF_{it})$ , siendo  $VRF_{it}$  el valor de reposición de los activos fijos tangibles,  $VCA_{it}$  el valor contable de los activos totales y  $VCF_{it}$  el valor contable de los activos fijos tangibles. Las dos últimas variables las hemos obtenido del balance de las empresas y la primera la hemos calculado tal y como se detalla en Miguel y Pindado (2001).

Las variables explicativas de propiedad son tres: concentración de propiedad familiar ( $CPF_{it}$ ), calculada como el porcentaje de derechos de voto en manos de la familia propietaria; la concentración de propiedad ( $CP_{it}$ ) es el porcentaje de derechos de voto que posee el mayor accionista de la empresa; y la variable *dummy* de familia ( $DF_{it}$ ) es una variables dicotómica que toma el valor de uno si el mayor accionista es un individuo o una familia con al menos un 10 por ciento de derechos de voto en la compañía, y cero en caso contrario.

Nuestros modelos incorporan además un conjunto de variables de control. El ratio de endeudamiento ( $D_{it}$ ) es el ratio de deuda a largo plazo, el cual hemos calculado siguiendo la propuesta de Miguel y Pindado (2001). La inversión ( $I_{it}$ ) se define como  $I_{it} = (AFN_{it} - AFN_{it-1} + DA_{it}) / VRA_{it}$ , donde  $AFN_{it}$  son los activos fijos netos y  $DA_{it}$  los gastos por depreciación de la empresa en el año  $t$ . La inversión la hemos calculado conforme a la propuesta de Lewellen y Badrinath (1997). En cuanto a los dividendos ( $DIV_{it}$ ), dado que AMADEUS no proporciona el valor de los dividendos pagados por la compañía, los hemos calculado empleando la siguiente fórmula:  $DIV_{it} = [BN_{it} - (OFA_{it} - OFA_{it-1})] / VRA_{it}$ , donde  $BN_{it}$  representa el beneficio neto de la empresa en el año  $t$  y  $OFA_{it}$  denota otros fondos aportados por los accionistas diferentes del capital correspondientes al año  $t$ . El tamaño ( $T_{it}$ ) lo hemos definido como  $T_{it} = Ln(VRA_{it})$ ; mientras que los activos intangibles ( $AI_{it}$ ) son  $AI_{it} = AF_{it} / VRA_{it}$ , donde  $AF_{it}$  es el valor contable de los activos fijos intangibles. El cash flow ( $CF_{it}$ ) lo hemos obtenido del siguiente modo:  $CF_{it} = (BN_{it} + DA_{it}) / VRA_{it}$ , donde  $BN_{it}$  y  $DA_{it}$  se corresponden con el beneficio neto y los gastos por depreciación en el año  $t$ , respectivamente. Por su parte. La rentabilidad sobre activos ( $RSA_{it}$ ) se calcula como  $RSA_{it} = BAI_{it} / VRA_{it}$ , donde  $BAI_{it}$  es el beneficio antes de intereses e impuestos correspondiente al año  $t$ .  $BETA_{it}$  es una medida del riesgo de mercado de la empresa calculada utilizando los datos de mercado que se proporcionan en AMADEUS. Hemos calculado esta variable siguiendo la fórmula estándar de la beta. Esto es:  $BETA_{it} = COV(R_{it}, R_{Mt}) / VAR(R_{Mt})$ . La concentración de propiedad del segundo mayor accionista ( $CPS_{it}$ ) es el porcentaje de derechos de voto que posee el segundo mayor accionista de la compañía. Por último, la edad de la empresa ( $E_{it}$ ) se define como

$E_{it} = \ln(\text{AÑO}_{it} - \text{CONS}_{it})$ , donde  $\text{AÑO}_{it}$  es el período de tiempo correspondiente y  $\text{CONS}_{it}$  es la fecha de constitución de la compañía.

#### 4. METODOLOGÍA

Hemos utilizado la metodología de datos de panel para estimar nuestros modelos. Esta elección ha venido motivada por la importancia de considerar dos problemas importantes que se presentan cuando se estudia el efecto de la estructura de propiedad de las empresas en su valor de mercado; a saber, los problemas de heterogeneidad inobservable de las empresas y endogeneidad. En primer lugar, a diferencia de los análisis de sección cruzada, los datos de panel nos permiten controlar la heterogeneidad inobservable. Esta cuestión es especialmente relevante en nuestros análisis puesto que cada empresa (y particularmente las empresas familiares) posee sus propias especificidades que dan lugar a un modo de operar concreto que está estrechamente vinculado con la cultura organizativa de la compañía, la cual en el caso de las empresas familiares viene impuesta por la familia propietaria. Por lo tanto, para eliminar el riesgo de obtener resultados sesgados, hemos tenido en cuenta dicha heterogeneidad modelizándola como un efecto individual,  $\eta_i$ , que a continuación eliminamos al tomar primeras diferencias de las variables. En consecuencia, el término de error en nuestros modelos,  $\varepsilon_{it}$ , se divide en cuatro componentes diferentes. El primero de ellos es el mencionado efecto individual,  $\eta_i$ . El segundo,  $d_{it}$ , tiene la función de controlar el efecto de variables macroeconómicas sobre el valor de la empresa mediante las correspondientes variables dicotómicas temporales. El tercer componente,  $c_{it}$ , consiste en *dummies* de país incluidas para controlar los efectos específicos de país. Finalmente,  $v_{it}$  es la perturbación aleatoria.

La segunda cuestión que nos ha llevado a utilizar el mencionado método de estimación es el problema de la endogeneidad. La potencial endogeneidad de nuestra principal variable explicativa (esto es, la concentración de propiedad) podría afectar seriamente a la relación propiedad–resultados. De hecho, el problema de la endogeneidad llevó a Demsetz (1983) a concluir que no existe ninguna relación entre concentración de propiedad y valor empresarial. Asimismo, tal y como indican Anderson y Reeb (2003), no está del todo claro si la propiedad familiar mejora el resultado corporativo, o si son los mejores resultados los que llevan a la familia a mantener su participación en la compañía. Por lo tanto, la endogeneidad puede ser un problema que debe ser tenido en cuenta en nuestros modelos. Por consiguiente, para evitar este problema hemos estimado nuestros modelos utilizando el método generalizado de los momentos (MGM), el cual nos permite controlar los problemas de endogeneidad mediante el empleo de instrumentos. Para ser precisos, hemos utilizado como instrumentos los retardos de todas las variables explicativas incluidas en los modelos desde  $t-1$  hasta  $t-6$  en la ecuaciones en diferencias, y tan sólo un instrumento en las ecuaciones en niveles, tal y como sugieren Blundell y Bond (1998) al derivar el estimador MGM que empleamos en nuestro trabajo.

Por último, hemos testado la correcta especificación de los modelos. Primero, utilizamos el estadístico  $J$  de Hansen de restricciones de sobre-identificación con el fin de contrastar la ausencia de correlación entre los instrumentos y el término de error, y confirmamos que los instrumentos empleados son válidos. Segundo, empleamos el estadístico  $m_2$ , desarrollado por Arellano y Bond (1991), para contrastar la ausencia de correlación serial de segundo orden en los residuos en primeras diferencias y observamos que no existen problemas de correlación serial de segundo orden en nuestros modelos. Y tercero, hemos obtenido unos resultados adecuados en los siguientes contrastes de Wald:  $z_1$  es un contraste de significatividad conjunta de los coeficientes de las variables explicativas;  $z_2$  es un contraste de significatividad conjunta de los coeficientes de las variables dicotómicas temporales; y  $z_3$  es un contraste de significatividad conjunta de los coeficientes de las *dummies* de país.

## 5. RESULTADOS

En este apartado, presentamos los resultados de nuestros modelos prestando especial atención al efecto de la concentración de propiedad en manos de la familia sobre el valor de mercado de la empresa.

Los resultados de los modelos estimados para analizar como influye la concentración de propiedad familiar en el valor empresarial aparecen recogidos en la Tabla 3. El coeficiente positivo de la concentración de propiedad familiar que presentamos en la Columna I corrobora la Hipótesis 1. Este resultado avala el efecto positivo de la concentración de propiedad familiar sobre el resultado corporativo que ponen de manifiesto Anderson y Reeb (2003) y Maury (2006). En el caso concreto de las empresas familiares, los propietarios familiares están más motivados para supervisar a los directivos de un modo efectivo a medida que su participación en la compañía se incrementa. Además, los horizontes inversores de más largo plazo y la preocupación por su reputación de las familias propietarias contribuyen a explicar este resultado.

Aunque la concentración de propiedad en manos de la familia parece ser positivo en términos de creación de valor, los coeficientes estimados del modelo (2) que presentamos en la Columna II de la Tabla 3 sugieren que la concentración de propiedad familiar impacta de manera no lineal en el valor de la empresa. En particular, el coeficiente de la variable de propiedad familiar es positivo ( $\hat{\beta}_1 > 0$ ), y el de su cuadrado es negativo ( $\hat{\beta}_2 < 0$ ). Este resultado es coherente con investigaciones previas que revelan una relación cuadrática entre concentración de propiedad y resultado empresarial (Gedajlovic y Shapiro, 1998; Thomsen y Pedersen, 2000; Miguel, Pindado y de la Torre, 2004) y nos permite concluir que esta forma funcional también es aplicable al caso particular de la empresa familiar, confirmando por lo tanto la Hipótesis 2 del trabajo. Una posible explicación es que las familias propietarias cuya participación en la empresa sobrepasa determinado nivel obtienen un mayor beneficio de la expropiación de los accionistas minoritarios que de la maximización del valor de mercado de la compañía.

**Tabla 3**  
Efecto de la concentración de propiedad familiar en el valor de mercado

Var. dep.: $V_{it}$	I		II	
Constante	1,6342*	(0,0811)	1,5169*	(0,0783)
$CPF_{it}$	0,3846*	(0,0322)	1,5832*	(0,0807)
$CPF^2_{it}$			-1,8579*	(0,1081)
$D_{it}$	-1,5421*	(0,0238)	-1,5566*	(0,0331)
$I_{it}$	-0,0618*	(0,0177)	-0,0769*	(0,0159)
$DIV_{it}$	1,7057*	(0,0418)	1,7122*	(0,0432)
$T_{it}$	-0,0594*	(0,0065)	-0,0623*	(0,0067)
$A_{it}$	1,7951*	(0,0618)	1,7172*	(0,0551)
$CF_{it}$	0,2812*	(0,0287)	0,1918*	(0,0316)
$RSA_{it}$	1,9049*	(0,0501)	1,9630*	(0,0497)
$BETA_{it}$	0,0028***	(0,0015)	0,0022	(0,0014)
$CPS_{it}$	-0,0327	(0,0401)	-0,2595*	(0,0524)
$E_{it}$	-0,0737*	(0,0069)	-0,0565*	(0,0075)
$z_1$	1071,64 (11)		1070,80 (12)	
$z_2$	552,41 (5)		425,31 (5)	
$z_3$	85,19 (9)		77,97 (9)	
$m_1$	0,66		0,68	
$m_2$	-1,21		-1,34	
Hansen	232,22 (281)		227,09 (306)	

**Notas:** Los modelos han sido estimados utilizando la muestra de empresas familiares descrita en la Tabla 1. Las variables están definidas en el apartado 3.2. El resto de información necesaria para leer esta tabla es: i) Errores estándar robustos a heteroscedasticidad entre paréntesis; ii) \*, \*\* y \*\*\* indican significatividad a niveles del 1%, 5% y 10%, respectivamente; iii)  $z_1$  es un contraste de Wald de significatividad conjunta de los coeficientes que aparecen en la tabla, distribuido asintóticamente como una  $\chi^2$  bajo la hipótesis nula de no significatividad, grados de libertad entre paréntesis;  $z_2$  es un contraste de Wald de significatividad conjunta de los coeficientes de las *dummies* temporales, distribuido asintóticamente como una  $\chi^2$  bajo la hipótesis nula de no significatividad, grados de libertad entre paréntesis;  $z_3$  es un contraste de Wald de significatividad conjunta de los coeficientes de las *dummies* de país, distribuido asintóticamente como una  $\chi^2$  bajo la hipótesis nula de no significatividad, grados de libertad entre paréntesis; iv)  $m_i$  es un contraste de correlación serial de orden  $i$  utilizando los residuos en primeras diferencias, asintóticamente distribuido como una  $N(0,1)$  bajo la hipótesis nula de no correlación serial; v) Hansen es un contraste de restricciones de sobre-identificación, asintóticamente distribuido como una  $\chi^2$  bajo la hipótesis nula de no correlación entre los instrumentos y el término de error, grados de libertad entre paréntesis.

Por lo que respecta a las variables de control, sus coeficientes son estadísticamente significativos (excepto la concentración de propiedad del segundo mayor accionistas en el modelo (1) y beta en el modelo (2)) y presentan el mismo signo y una magnitud similar en todas las estimaciones recogidas en la Tabla 3. Encontramos que, por un lado, el valor de mercado se relaciona negativamente con la deuda, la inversión, el tamaño, la concentración de propiedad del segundo mayor accionista y la edad de la compañía. Por otro lado, observamos una relación positiva entre el valor de la empresa y los dividendos,

los activos intangibles, el cash flow, la rentabilidad sobre activos y la beta de la compañía. En general, los resultados de nuestros análisis, en lo que se refiere a las variables de control, corroboran los resultados de investigaciones previas que tratan la relación entre propiedad familiar y resultado corporativo (véanse, entre otros, Anderson y Reeb, 2003; Cronqvist y Nilsson, 2003; Villalonga y Amit, 2006; Maury, 2006).

Los resultados obtenidos de las estimaciones de los modelos (3) y (4) están recogidos en la Tabla 4. Los coeficientes estimados del modelo lineal, que presentamos en la Columna I, apoyan la hipótesis de que las empresas familiares obtienen unos mejores resultados que sus homólogas no familiares. En concreto, el coeficiente positivo de la interacción entre la concentración de propiedad y la *dummy* de familia (esto es,  $\hat{\gamma}_1 > 0$ ) indica que el impacto de la concentración de propiedad sobre el valor empresarial es mayor cuando el primer accionista es una familia que cuando no lo es. Este resultado confirma la Hipótesis 3 y está en consonancia con la evidencia empírica previa procedente de EE.UU. (McConaughy, Walker, Henderson y Mishra, 1998; Anderson y Reeb, 2003) y de Europa occidental (Maury, 2006; Barontini y Caprio, 2006). Además, los mayores horizontes, la preocupación por la reputación y el mejor conocimiento de la compañía por parte de la familia propietaria son posibles explicaciones al mejor resultado de las empresas familiares en comparación con las no familiares.

**Tabla 4**

**Empresas familiares vs. no familiares en términos de valor de mercado**

Var. dep.: $V_{it}$	I		II	
Constante	1,4062*	(0,1573)	1,2808*	(0,1399)
$CP_{it}$	0,1385**	(0,0574)	0,5369*	(0,1204)
$CP^2_{it}$			-0,5329*	(0,1372)
$DF_{it}CP_{it}$	0,2286*	(0,0817)	0,4222**	(0,1723)
$DF_{it}CP^2_{it}$			-0,5903**	(0,2912)
$D_{it}$	-1,4059*	(0,0884)	-1,4458*	(0,0855)
$I_{it}$	0,0023	(0,0306)	0,0061	(0,0281)
$DIV_{it}$	0,2441*	(0,0555)	0,3321*	(0,0533)
$T_{it}$	-0,0415*	(0,0117)	-0,0314*	(0,0105)
$AI_{it}$	0,9713*	(0,0890)	0,9746*	(0,0792)
$CF_{it}$	0,1141**	(0,0534)	0,1321*	(0,0486)
$RSA_{it}$	1,1897*	(0,0931)	1,2773*	(0,0823)
$BETA_{it}$	0,0114*	(0,0029)	0,0137*	(0,0027)
$CPS_{it}$	-0,1910**	(0,0831)	-0,2663*	(0,0708)
$E_{it}$	-0,0786*	(0,0113)	-0,0875*	(0,0099)
$Z_1$	59,43	(12)	70,62	(14)
$Z_2$	101,21	(5)	121,19	(5)
$Z_3$	16,55	(9)	16,90	(9)
$m_1$	-0,75		-0,77	
$m_2$	-0,59		-0,70	
Hansen	362,25	(306)	402,09	(356)

**Notas:** Los modelos han sido estimados utilizando la muestra total descrita en la Tabla 1.  $DF_{it}$  toma el valor de uno cuando el mayor accionista es un individuo o una familia con al menos un 10 por ciento de los derechos de voto, y cero en caso contrario. Las

demás variables están definidas en el apartado 3.2. El resto de información necesaria para leer esta tabla es: i) Errores estándar robustos a heteroscedasticidad entre paréntesis; ii) \*, \*\* y \*\*\* indican significatividad a niveles del 1%, 5% y 10%, respectivamente; iii)  $z_1$  es un contraste de Wald de significatividad conjunta de los coeficientes que aparecen en la tabla, distribuido asintóticamente como una  $\chi^2$  bajo la hipótesis nula de no significatividad, grados de libertad entre paréntesis;  $z_2$  es un contraste de Wald de significatividad conjunta de los coeficientes de las *dummies* temporales, distribuido asintóticamente como una  $\chi^2$  bajo la hipótesis nula de no significatividad, grados de libertad entre paréntesis;  $z_3$  es un contraste de Wald de significatividad conjunta de los coeficientes de las *dummies* de país, distribuido asintóticamente como una  $\chi^2$  bajo la hipótesis nula de no significatividad, grados de libertad entre paréntesis; iv)  $m_i$  es un contraste de correlación serial de orden  $i$  utilizando los residuos en primeras diferencias, asintóticamente distribuido como una  $N(0,1)$  bajo la hipótesis nula de no correlación serial; v) Hansen es un contraste de restricciones de sobre-identificación, asintóticamente distribuido como una  $\chi^2$  bajo la hipótesis nula de no correlación entre los instrumentos y el término de error, grados de libertad entre paréntesis.

Para contrastar si las empresas familiares continúan superando a las no familiares en términos de valor de mercado cuando se tienen en cuenta las no linealidades, propusimos el modelo (4). Presentamos los resultados de estimar este modelo cuadrático en la Columna II de la Tabla 4. Los coeficientes estimados de la concentración de propiedad y de su cuadrado son positivo y negativo, respectivamente. No obstante, nuestro interés radica en los términos de interacción entre estas dos variables y la *dummy* de familia, cuyos coeficientes estimados también son positivo y negativo, respectivamente (es decir,  $\hat{\gamma}_1 > 0$  y  $\hat{\gamma}_2 < 0$ ). Estos resultados confirman la evidencia obtenida de estimar el modelo (2) y apoyan las conclusiones de trabajos previos (Anderson y Reeb, 2003). Además, nos permiten concluir que existe una relación no lineal mayor entre concentración de propiedad y valor empresarial en las empresas familiares que en las no familiares, tal y como planteamos en la Hipótesis 4.

Como puede observarse en las Columnas I y II de la Tabla 4, los coeficientes estimados de las variables de control son similares en sus signos a los obtenidos de estimar los dos modelos anteriores. Por consiguiente, una vez más corroboramos los resultados de estudios previos que también analizan la relación entre estructura de propiedad y resultado corporativo en lo concerniente a los coeficientes de las variables empleadas para controlar otros efectos.

## 6. CONCLUSIONES

Este trabajo analiza cómo afecta el control familiar al valor de mercado de la empresa en un intento por esclarecer si las empresas familiares realmente superan a las no familiares en sus resultados corporativos. Para conseguir este objetivo, el análisis de la relación entre concentración de propiedad familiar y valor empresarial se desarrolla en dos etapas. En la primera parte del estudio, estimamos dos modelos de valor utilizando únicamente datos sobre las empresas familiares de nuestra muestra. En la segunda parte del artículo, estimamos dos modelos más empleando la totalidad de la muestra para

determinar si las empresas familiares se diferencian de las no familiares en sus valoraciones de mercado. En cada una de las partes, primero proponemos una relación lineal entre concentración de propiedad y valor de mercado; y a continuación consideramos la posibilidad de que existan no linealidades en dicha relación.

Nuestros resultados ponen de manifiesto que la propiedad familiar tiene un efecto positivo sobre el valor de la empresa, probablemente debido a los potenciales beneficios que se asocian a los propietarios familiares, como sus horizontes de inversión de más largo plazo, su preocupación por la reputación y su mejor conocimiento de la compañía. Sin embargo, un análisis más detallado revela que cuando la concentración de propiedad familiar es demasiado elevada, el valor de la empresa se reduce. Esta reducción puede deberse al riesgo de expropiación de los accionistas minoritarios por parte de la familia cuando ésta posee un gran porcentaje de la empresa.

Con respecto a los diferentes resultados de las empresas familiares en comparación con las no familiares, proporcionamos evidencia empírica que confirma que la concentración de propiedad ejerce un efecto positivo mayor sobre el valor de la empresa cuando la compañía está en manos de una familia. Este resultado es coherente con los potenciales beneficios del control familiar mencionados anteriormente. Además, demostramos que el mayor efecto de la concentración de propiedad familiar sobre el resultado corporativo se mantiene cuando tenemos en cuenta las no linealidades en el modelo. En general, la evidencia empírica que aportamos en este trabajo indica que las empresas familiares superan a las no familiares en términos de valor de mercado, apoyando la idea de que la propiedad familiar puede ser beneficiosa para los accionistas minoritarios.

## 7. BIBLIOGRAFÍA

- Anderson, R.C. y Reeb, D.M. (2003). "Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500", *Journal of Finance*, 58, pp. 1301-1328.
- Anderson, R.C.; Mansi, S.A. y Reeb, D.M. (2003). "Founding family ownership and the agency cost of debt", *Journal of Financial Economics*, 68, pp. 263-285.
- Arellano, M. y Bond, S. (1991). "Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations", *Review of Economic Studies*, 58, pp. 277-297.
- Barontini, R. y Caprio, L. (2006). "The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe", *European Financial Management*, 12, pp. 689-723.
- Barth, E.; Gulbrandsen, T. y Schone, P. (2005). "Family ownership and productivity: The role of owner-management", *Journal of Corporate Finance*, 11, pp. 107-127.

- Berle, A.A. y Means, G.C. (1932). *The modern corporation and private property*. New York, NY: MacMillan Co.
- Bhattacharya, U. y Ravikumar, B. (2001). "Capital markets and the evolution of family business", *Journal of Business*, 74, pp. 187–220.
- Blundell, R. y Bond, S. (1998). "Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models", *Journal of Econometrics*, 87, pp. 115–144.
- Claessens, S.; Djankov, S. y Lang, L.H.P. (2000). "The separation of ownership and control in East Asian corporations", *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 81–112.
- Cronqvist, H. y Nilsson, M. (2003). "Agency costs of controlling minority shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, pp. 695–719.
- Dahya, J.; Dimitrov, O. y McConnell, J.J. (2008). "Dominant shareholders, corporate boards and corporate value: A cross-country analysis", *Journal of Financial Economics*, 87, pp. 73–100.
- DeAngelo, H. y DeAngelo, L. (2000). "Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy: A study of the Times Mirror Company", *Journal of Financial Economics*, 56, pp. 153–207.
- Demsetz, H. (1983). "The structure of ownership and the theory of the firm", *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 375–390.
- Denis, D. y Denis, D. (1994). "Majority owner–managers and organizational efficiency", *Journal of Corporate Finance*, 1, pp. 91–118.
- Denis, D.K. y McConnell, J.J. (2003). "International corporate governance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, pp. 1–36.
- Faccio, M. y Lang, L.H.P. (2002). "The ultimate ownership of Western European corporations", *Journal of Financial Economics*, 65, pp. 365–395.
- Faccio, M.; Lang, L.H.P. y Young, L. (2001). "Dividends and expropriation", *American Economic Review*, 91, pp. 54–78.
- Fama, E.F. y Jensen, M.C. (1983). "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 301–325.
- Franks, J. y Mayer, C. (2001). "Ownership and control of German corporations", *Review of Financial Studies*, 14, pp. 943–977.
- Gadhoun, Y.; Lang, L.H.P. y Young, L. (2005). "Who controls U.S.?", *European Financial Management*, 11, pp. 339–363.
- Gedajlovic, E. y Shapiro, D. (1998). "Management and ownership effects: Evidence from five countries", *Strategic Management Journal*, 19, pp. 533–553.
- Gómez-Mejía, L.; Nunez-Nickel, M. y Gutierrez, I. (2001). "The role of family ties in agency contracts", *Academy of Management Journal*, 44, pp. 81–95.

- Holderness, C.G. y Sheehan, D.P. (1988). "The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis", *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 317–346.
- James, H.S. (1999). "Owner as manager, extended horizons and the family firm", *International Journal of the Economics of Business*, 6, pp. 41–55.
- Jensen, M.C. y Meckling, W.H. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305–360.
- Lam, K.; Mok, H.M.K.; Cheung, I. y Yam, H.C.S. (1994). "Family groupings on performance of portfolio selection in the Hong Kong stock market", *Journal of Banking and Finance*, 18, pp. 725–742.
- La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F. y Shleifer, A. (1999). "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance*, 54, pp. 471–517.
- La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A. y Vishny, R. (1998). "Law and finance", *Journal of Political Economy*, 106, pp. 1113–1155.
- Lemmon, M.L. y Lins, K.V. (2003). "Ownership structure, corporate governance and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis", *Journal of Finance*, 58, pp. 1445–1468.
- Lewellen, W. y Badrinath, S. (1997). "On the measurement of Tobin's Q", *Journal of Financial Economics*, 44, pp. 77–122.
- Lins, K.V. (2003). "Equity ownership and firm value in emerging markets", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, pp. 159–184.
- Martikainen, M.; Nikkinen, J. y Vähämaa, S. (2009). "Production functions and productivity of family firms: Evidence from the S&P 500", *Quarterly Review of Economics and Finance*, 49, pp. 295–307.
- Maury, B. (2006). "Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations", *Journal of Corporate Finance*, 12, pp. 321–341.
- McConaughy, D.L.; Walker, M.C.; Henderson, G.V. y Mishra, C.S. (1998). "Founding family controlled firms: Efficiency and value", *Review of Financial Economics*, 7, pp. 1–19.
- Miguel, A. y Pindado, J. (2001). "Determinants of capital structure: New evidence from Spanish panel data", *Journal of Corporate Finance*, 7, pp. 77–99.
- Miguel, A.; Pindado, J. y de la Torre, C. (2004). "Ownership structure and firm value: New evidence from Spain", *Strategic Management Journal*, 25, pp. 1199–1207.
- Miller, D.; Le Breton-Miller, I.; Lester, R.H. y Cannella, A.A. (2007). "Are family firms really superior performers?", *Journal of Corporate Finance*, 13, pp. 829–858.

- Mok, H.M.K.; Lam, K. y Cheung, I. (1992). "Family control and return covariations in Hong Kong's common stocks", *Journal of Business Finance and Accounting*, 19, pp. 277-293.
- Morck, R.; Wolfenzon, D. y Yeung, B. (2005). "Corporate governance, economic entrenchment and growth", *Journal of Economic Literature*, 43, pp. 655-720.
- Shleifer, A. y Vishny, R.W. (1986). "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, 94, pp. 461-488.
- Shleifer, A. y Vishny, R.W. (1997). "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, 52, pp. 737-783.
- Thomsen, S. y Pedersen, T. (2000). "Ownership structure and economic performance in the largest European companies", *Strategic Management Journal*, 21, pp. 689-705.
- Villalonga, B. y Amit, R. (2006). "How do family ownership, control and management affect firm value?", *Journal of Financial Economics*, 80 (2), pp. 385-418.
- Wang, D. (2006). R. "Founding family ownership and earnings quality", *Journal of Accounting Research*, 44 (3), pp. 619-656.