

Asociación Latinoamericana de Facultades y Escuelas de Contaduría y Administración

Organismo de Cooperación y Estudio de la Unión de
Universidades de América Latina



XII

Asamblea General de ALAFEC

9 al 12 de Noviembre 2010
Lima - Perú

MODELOS DE GESTIÓN DEL CONOCIMIENTO



EMPRESAS FAMILIARES Y CREACIÓN DE VALOR: EVIDENCIA PARA EL SISTEMA CORPORATIVO MEXICANO

Área temática: Administración-Finanzas

AUTORES

Juan Manuel San Martín Reyna

Universidad Autónoma de Tamaulipas
Unidad Académica de Ciencias
Jurídicas y Sociales
Profesor-investigador de la Universidad
Autónoma de Tamaulipas
Centro Universitario Tampico Madero
C.P. 89000, Tampico, Tamaulipas, México
Tel: 00 (52) 833 2 41 20 13
Email : jsanmartin@uat.edu.mx

Tomas Ignacio Espinoza Aguiló

University of Alberta
Business School
Alumno-investigador de
University of Alberta
Edmonton, Alberta, Canada
Tel: 001(780) 710-6894
Email: tespinoz@ualberta.ca

Nicolás Felipe Espinoza Aguiló

Universidad de Chile
Facultad de Economía y Negocios
Profesor-investigador de la
Universidad de Chile
Santiago, Chile
Tel: 00 (56) 02 277-1594
Email: nespinoz@fen.uchile.cl

EMPRESAS FAMILIARES Y CREACIÓN DE VALOR: EVIDENCIA PARA EL SISTEMA CORPORATIVO MEXICANO

RESUMEN

El presente trabajo tiene como objetivo analizar si existen diferencias en el desempeño de empresas familiares con respecto a las no familiares y si esta diferencia conduce hacia una mayor creación de valor, teniendo en cuenta las peculiaridades del sistema corporativo mexicano. Planteamos un modelo que nos permita realizar un estudio general y comparativo entre empresas con estructura de propiedad diferente (familiar vs no familiar), distinguidas por desarrollar patrones de gobierno con características heterogéneas, a través del cual analizamos si el efecto sobre la creación de valor es el mismo dependiendo del grado de concentración de la propiedad. Basados en una muestra de empresas que han cotizado en la Bolsa Mexicana de Valores durante los años 2007-2008, encontramos que la creación de valor tiende a aumentar a medida que se concentra la propiedad y disminuyen los niveles de endeudamiento, así como el tamaño del consejo de administración en el mercado mexicano. Derivado de lo anterior, en un intento de analizar más a fondo la influencia de la estructura de propiedad sobre la creación de valor, encontramos evidencia de una diferente relación entre los mecanismos de gobierno y la creación de valor dependiendo del tipo de empresa que se esté considerando -familiar ó no familiar-.

Palabras Clave: Creación de Valor, Empresa Familiar, Mecanismos de Gobierno

INTRODUCCIÓN

El problema de agencia entre accionistas y directivos planteado por Berle y Means (1932), como consecuencia de la dispersión del accionariado en las grandes empresas, surge cuando los aportantes de los fondos necesarios para financiar las inversiones, asumiendo el riesgo de la actividad y adquiriendo la propiedad de la empresa, se ven obligados a confiar la supervisión y dirección de la misma a alguien que posea las cualificaciones y habilidades necesarias para el desempeño de esta función. Si los accionistas tuvieran información completa sobre las oportunidades de inversión que se le presentan a la organización y sobre la actuación de los gestores de la compañía, podrían diseñar contratos completos que no dieran margen a la discrecionalidad del equipo directivo. Pero esto no es así y las acciones de la dirección y las oportunidades de inversión no son perfectamente observables por los propietarios, por lo que los directivos pueden incurrir en actuaciones contrarias a los intereses de los primeros. Es decir, los directivos tienen incentivos para expropiar beneficios de la empresa emprendiendo proyectos que los benefician, pero que pueden impactar de forma adversa a los accionistas (Jensen y Meckling, 1976; Fama y Jensen, 1983).

Podemos observar una clara relación entre la estructura de propiedad y el valor de la empresa, la cual ha sido objeto de un importante y continuo debate en la literatura sobre gobierno corporativo. En este sentido, autores como Fama y Jensen (1983), argumentan que a medida que se concentra la propiedad, hay una mayor probabilidad que se dé un mayor cambio de utilidades por renta privada. Demsetz (1983), establece que los propietarios podrían preferir el consumo de bienes no pecuniarios, disminuyendo los recursos de los proyectos. Asimismo, empresas que concentran la propiedad en familias, por ejemplo, pueden verse comprometidas por la restricción de mantener el control en manos de grupos familiares y por las limitaciones que impone el hecho de que las posiciones de la dirección y el control deban ser ocupadas por miembros de la familia (La Porta et al., 1999), lo que dificulta la contratación con base en la habilidad en la toma de decisiones, situación a la que no enfrentan las empresas no familiares o de propiedad dispersa.

No obstante, existe literatura que evidencia una correlación positiva entre creación de valor y concentración de propiedad. Shleifer y Vishny (1986), por ejemplo, establecen que los grandes accionistas tienen un interés general en la maximización del valor de la compañía y suficiente control sobre los activos de ésta para hacer valer su propio interés, de tal forma que el incremento en la supervisión por parte de los accionistas mayoritarios mitiga los problemas de agencia entre gestores y propietarios, lo que conduce hacia una mayor creación de valor. Wang (2005), argumenta que las compañías de propiedad familiar no tienen incentivos a comportarse de manera oportunista, ya que la dirección adoptará políticas encaminadas a anular posibles daños a la reputación de la familia y mejorar su desempeño en el largo plazo. Por su parte, Lee (2006), encuentra evidencia de que las empresas familiares muestran un mayor desempeño o creación de valor que las empresas no familiares. En este sentido, encontramos trabajos como los de La Porta et al., (2002); Claessens et al., (2002); Morck et al., (1988); Gorton y Schmid (1996); Shleifer y Vishny (1997); Himmelberg et al., (1999) y Holderness et al., (1999).

Derivado de los resultados mixtos en la literatura, el objetivo de nuestro trabajo es analizar si existen diferencias en el desempeño de empresas familiares con respecto a las no familiares y si esta diferencia conduce hacia una mayor creación de valor, teniendo en cuenta las peculiaridades del sistema corporativo mexicano. Planteamos un modelo que nos permita realizar un estudio general y comparativo entre empresas con estructura de propiedad diferente (familiar vs no familiar), distinguidas por desarrollar dos patrones de gobierno con características diferentes, a través del cual analizamos si el efecto sobre la creación de valor es el mismo dependiendo del grado de concentración de la propiedad. Para ello, hemos considerado una muestra de empresas que han cotizado en la Bolsa Mexicana de Valores durante los años 2007-2008. Segmentamos las compañías por industrias con el fin de analizar cuál es el efecto que tienen los distintos sectores sobre el rendimiento de las empresas.

CREACIÓN DE VALOR Y GOBIERNO DE LA EMPRESA

Existe una extensa literatura que ha analizado el “performance” o desempeño en empresas familiares y no familiares. En este sentido, autores como Casson (1999) y Chami (1999), argumentan que las empresas familiares ven a la compañía como un activo para legar a los miembros de la familia o a sus descendientes y no como riqueza a consumir durante su curso de vida. Las familias se preocupan por pasar la empresa a los familiares y no simplemente su riqueza. De esta forma, la supervivencia de la compañía es una preocupación importante para las familias, sugiriendo que tienen una mayor probabilidad de maximizar el valor de la empresa. Anderson y Reeb (2003) y Lee (2006), argumentan que las empresas familiares muestran un mayor desempeño o creación de valor que las no familiares.

Si bien la empresa familiar presenta beneficios asociadas a su estructura de propiedad concentrada, existe literatura que argumenta inconvenientes derivados de esta estructura de propiedad. De acuerdo a Galve (2002), entre las principales se encuentran: la oferta limitada de talento en la familia y problemas derivados del atrincheramiento. Con relación a la primera, la empresa se ve comprometida por la restricción del mantenimiento del control en manos del grupo familiar, y por las restricciones de que las posiciones de dirección y control deben ser ocupadas por miembros de la familia (La Porta et al. 1999), lo que dificulta la contratación en base a habilidad en la toma de decisiones. Esto puede tener consecuencias económicas importantes para la empresa, debido al incremento del riesgo de contratar a personas que carecen de las habilidades gerenciales adecuadas para maximizar el valor de la compañía -ya que el entorno para la búsqueda de estas personas se reduce al núcleo familiar-. Por otro lado, la combinación de propiedad y control en una familia puede generar un excesivo protagonismo por parte del propietario en sus funciones directivas, lo que puede generar problemas de atrincheramiento. La hipótesis del atrincheramiento está basada en el argumento de que la concentración de propiedad crea incentivos para que los grandes accionistas o accionistas controladores expropien riqueza de los demás accionistas pequeños (Fama y Jensen, 1983; Shleifer y Vishny, 1997). En este sentido, autores como Fama y Jensen (1983), encuentran que compañías con alta concentración de la propiedad cambian los beneficios por renta privada; Shleifer y Vishny (1997), argumentan que compañías con propiedad concentrada tratan de

obtener beneficio privado de las empresas, Gómez-Mejía, et al., (2001) encuentran que los directivos miembros de la familia son menos responsables que los externos. Faccio et al., (2001) argumenta que las empresas que son de carácter familiar llevan consigo un bajo desempeño. Jensen y Meckling (1986), quienes evidencian que el control de la propiedad puede ser ventajoso; James (1999), argumenta que las familias cuentan con un horizonte de inversión más amplio logrando una mayor eficiencia; Stein (1988, 1989), encuentra que en empresas con mayores horizontes de inversión los directivos son menos miopes maximizando la utilidad de largo plazo, Demsetz y Lehn (1985), evidencian que compañías con alta concentración de la propiedad como lo son las familiares, tienen un menor costo de supervisión debido a los menores costos de agencia, logrando una mayor eficiencia y maximizando el valor de la compañía. Villalonga y Amit (2006), encuentran que las empresas familiares son capaces de crear valor cuando el presidente y/o CEO de la compañía es miembro de la familia controladora, pero a medida que se dé el paso generacional, el valor de la empresa se irá destruyendo. Contrario a este planteamiento, McConaughy et al., (2001) encuentran que cuando los descendientes de la familia controladora dirigen la empresa, ésta es más eficiente y presentan una mayor creación de valor que las empresas que no son controladas por el fundador. En este mismo sentido autores como Grossman y Hart (1980), muestra que empresas con altos niveles de concentración de la propiedad presentan un mejor "performance" que aquellas compañías cuya propiedad se encuentre dispersa, derivado de los mayores incentivos para llevar a cabo una mayor supervisión por parte de las primeras. Shliefer y Vishny (1997) y Maug (1998), argumentan que dueños de empresas familiares buscan siempre minimizar el riesgo de la compañía, por lo que las empresas de carácter familiar no encaminarán sus esfuerzos a realizar inversiones con elevados niveles de riesgo.

Algunos autores como Morck et al., (1988) encuentran una relación en forma de "U" invertida entre el grado de concentración de la propiedad y rentabilidad de la empresa. Una interpretación posible de esta relación es que conforme se incrementa la propiedad los beneficios de la empresa aumentan, debido a que la mayor concentración tiende a mitigar posibles conflictos de agencia entre accionistas y dirección, alineando los intereses de ambas partes. Pero llega un punto en la escala creciente de la propiedad donde los costos de la mayor concentración pueden no compensar sus ventajas, conduciendo a una caída en el beneficio.

Por tanto, vemos como la concentración de la propiedad –concretamente, la concentración en grupos familiares- mantiene una estrecha relación con la creación de valor o desempeño de la empresa, ya que tal y como podemos apreciar en los párrafos anteriores, el mayor o menor desempeño de las empresas familiares con respecto a las no familiares pareciera ser una cuestión empírica, pudiéndose apuntar razones justificativas en uno y otro sentido.

METODOLOGÍA Y VARIABLES.

En nuestro análisis de regresión utilizamos un modelo de dos vías de efectos fijos, en donde los efectos fijos son en la variable binaria de clasificación de la industria. En nuestro caso, la creación de valor constituye la variable dependiente y como variables independientes se incluyen las relacionadas con la estructura de gobierno de la empresa. El modelo de regresión múltiple es:

Donde:

Q Medida de desempeño, determinada por la Q de Tobin financiera

PFAM Es una variable binaria que toma el valor 1 cuando una familia controla más del 50% de las acciones de la compañía y 0 si no lo está

CFAM Variable binaria que toma el valor de 1 si la dirección de la empresa se encuentra en manos de un miembro de la familia controladora y 0 si no lo está.

CP Concentración de la propiedad en manos del principal accionista

DEUD Endeudamiento de la empresa, medido por el pasivo total entre el activo total.

LNCONS Tamaño del consejo, determinado por el logaritmo del número de consejeros.

EDAD Número de años de la empresa.

LTAM Logaritmo del activo total.

INDUSTRIAS Variable binaria que toma el valor 1 cuando la empresa pertenece a una de las 6 industrias

Antes de entrar de lleno a la estimación, es necesario definir cómo vamos a diferenciar entre empresas familiares y no familiares. En trabajos como el de Anderson y Reeb

(2003), se diferencian por proporción de la propiedad de la familia fundadora y presencia familiar en el consejo de administración. De igual forma, autores como McConaughy et al., (2001) consideran una empresa como familiar cuando el directivo es de la familia controladora o descendiente de la misma. En este trabajo, consideramos una empresa como familiar siempre y cuando la familia cuente con más del 50% de la propiedad de la empresa, ya que solo en este caso la familia tiene la capacidad de controlar el 100% de las decisiones y gestión de la compañía. Esto es posible gracias a la composición de las compañías en México, ya que en este país existe una alta concentración de la propiedad por lo que definimos como empresa familiar aquellas en donde el socio fundador o la familia mantenga más de un 50% de la propiedad, a diferencia de otros trabajos donde clasifican como familiar una empresas cuya familia controla sólo el 20% o 30% de la propiedad. Esta segmentación en familiares y no familiares se desarrolló a partir de los reportes anuales de cada emisora de la bolsa mexicana de valores, para posteriormente solicitar una revisión de la misma a expertos en el mercado mexicano, quienes verificaron que la muestra estuviera bien clasificada. En cuanto al desempeño o creación de valor, así como en estudios previos que han analizado la relación entre estructura de propiedad y “performance” desde Morck et al., (1988) usamos la Q de Tobin -la relación entre el valor de mercado de los activos de la empresa entre el costo de reposición estimado- como nuestra variable dependiente. Al igual que en numerosos trabajos, es aproximada a través de la Q-ratio (market-to-book ratio) , calculada como el valor de mercado de los fondos propios y de la deuda entre el valor en libros de los activos. El resto de las variables de gobierno corporativo son el tamaño del consejo (NCONS) y el endeudamiento (DEUD). Con respecto a las variables de control, y con base en lo realizado en trabajos previos (Warfield et al., 1995; Delgado, 2003; Wang, 2006), hemos incluido el tamaño de la empresa (TAM) y el número de años de la empresa (EDAD), el cual es controlada, pues las empresas más viejas son menos probables a ser de carácter familiar (Wang, 2006).

MUESTRA

La muestra utilizada en el presente trabajo de investigación parte de un conjunto de empresas que cotizaron en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) durante 2007 y 2008. Las fuentes de información utilizadas fueron Economática e Isi Emerging Markets, a partir de las cuales obtuvimos los reportes e indicadores financieros anuales. La información relativa a edad

y sector industrial fue obtenida de los reportes anuales de las empresas publicados por la BMV en su página web . Del total de las 132 empresas, se excluyeron compañías sin fines de lucro, aquellas que sus estados financieros no contenían información suficiente, así como también instituciones financieras debido a que estas no son comparables al resto de industrias. De la muestra total de 104 emisoras, el 56,73% son consideradas familiares, mientras que el 43,26% son no familiares.

RESULTADOS

Estadística Descriptiva

La estadística descriptiva de las variables usadas para la estimación empírica se presenta en la tabla 1, donde se muestran la media, la desviación estándar, así como los mínimos y máximos de las variables de nuestro modelo. Se presenta la estadística descriptiva de forma global, así como también de forma desagregada en empresas familiares y no familiares.

Tabla 1
Estadística descriptiva de las variables del análisis de regresión

Variable	Obs	Media	Desv. Est.	Min	Max
Q	104	6.110	1.069	2.869	8.280
PFAM	104	0.567	0.497	0	1
CFAM	104	0.365	0.483	0	1
NCON	104	11.846	4.74	5	32
DEUD	104	0.510	0.226	0.04	1.51
LAT	104	15.651	1.830	11.129	19.392
EDAD	104	30.923	20.929	5	105

Tabla 2
Estadística descriptiva de las variables del análisis de regresión segmentadas por estructura de propiedad

Familiares						No Familiares					
Variable	Obs	Media	Des. Est.	Min	Max	Variable	Obs	Media	Des. Est.	Min	Max
Q	59	6.143	1.145	2.86	8.28	Q	45	6.067	0.973	3.160	7.837
NCON	59	11.101	3.477	5	21	NCON	45	12.822	5.921	5	32
DEUD	59	0.518	0.258	0.04	1.51	DEUD	45	0.5071	0.179	0.05	0.9
LAT	59	15.797	1.733	11.91	19.39	LAT	45	15.370	1.956	11.129	19.081
EDAD	59	30.118	20.788	5	105	EDAD	44	31.888	21.317	5	81

Como podemos apreciar, la variable creación de valor (Q) presenta valores medios similares tanto para empresas familiares como para las no familiares, es de 6.14 para la primera y de 6.06 para las segundas. En cuanto a la variable endeudamiento (DEUD) muestra un valor de 0.51 para las empresas familiares, mientras que para las empresas no familiares presenta un valor de 0.50, lo que nos deja ver que, en promedio, las empresas familiares de la muestra objeto de análisis presentan un ratio de endeudamiento ligeramente superior que las no familiares. La variable sobre tamaño del consejo, número de consejeros (NCONS), nos dice que los consejos de administración de las empresas no familiares son en promedio más grandes que los consejos de las familiares. Finalmente, la variable de control logaritmo del activo total de la empresa (LTAM) es similar en ambas muestras de empresas, de 15.79 para empresas familiares y de 15.37 para las no familiares, y la variable edad (EDAD) refleja que las empresas no familiares son, en promedio, ligeramente más antiguas que las familiares, siendo de 30.11 años para las primeras y de 31.88 para las segundas.

Resultados del Análisis de Regresión

Se han estimado dos modelos, uno al que hemos denominado global, donde se lleva a cabo el análisis de regresión relacionando la creación de valor con las variables explicativas del modelo considerando toda la muestra de forma conjunta, es decir, sin diferenciar entre empresas familiares y no familiares, con el objetivo de determinar el impacto de las variables explicativas

en la variable dependiente, y un segundo modelo segmentando la muestra por estructura de propiedad, con el fin de escudriñar en la idea de si la influencia de estos mecanismos de gobierno sobre la creación de valor es diferente dependiendo de la estructura de propiedad que prive en la compañía. Así pues, hemos procedido a estimar la incidencia de la estructura de propiedad, el consejo de administración y la deuda sobre la creación de valor de la empresa junto con las variables de control, recogiendo los resultados en la tabla 3. Por otra parte, la tabla 4 muestra los resultados correspondientes al análisis de regresión con la muestra dividida en empresas familiares y no familiares.

Tabla 3
Resultados de la estimación del modelo global

	Q
PFAM	0.83
	(-1.75)*
CFAM	-0.081
	(-0.25)
LNCON	-0.079
	(2.17)**
DEUD	-0.438
	(-1.78)*
LAT	0.112
	-1.36
EDAD	-0.013
	(-1.87)*
S1	0.788
	1.18
S2	0.505
	0.73
S3	0.484
	0.8
S4	-0.543
	-0.93
S5	0.317
	1.04
Constante	6.016
	(3.04)**
R ²	0.3
Valor absoluto del t estadístico en paréntesis *Significativo al 10%, **Significativo al 5% *** Significativo al 1%	

Tabla 4
Resultados de la estimación del modelo individual

Familiares	
	Q
CP	2.774 (2.70)***
LNCON	-0.253 (2.22)**
DEUDA	-0.928 (2.65)***
LAT	0.142 -1.48
EDAD	-0.018 (-1.95)*
S1	0.292 (-0.53)
S2	-0.093 (-0.17)
S3	0.647 (-1.18)
S4	-0.269 (-0.56)
S5	0.188 (0.72)
Constante	-1.52 (2.80)***
R ²	0.59
Valor absoluto del t estadístico en paréntesis *Significativo al 10%, **Significativo al 5% *** Significativo al 1%	

No Familiares	
	Q
CP	-1.896 (-1.97)*
LNCON	0.186 (1.85)*
DEUDA	0.54 (2.30)**
LAT	0.113 (-0.51)
EDAD	-0.021 (-2.32)**
S1	-0.25 (-0.51)
S2	2.54 (-0.48)
S3	-0.46 (-0.38)
S4	-0.96 (-0.96)
S5	-0.28 (-0.09)
Constante	6.925 (-1.4)
R ²	0.61
Valor absoluto del t estadístico en paréntesis *Significativo al 10%, **Significativo al 5% *** Significativo al 1%	

Tal y como recoge la tabla 3, los resultados son consistentes con la evidencia presentada, dado que la variable de propiedad familiar (PFAM) presenta una influencia positiva sobre la creación de valor. Este resultado, estadísticamente significativo, sugiere que para las empresas mexicanas, una mayor concentración de propiedad es un factor asociado con una mejora en el resultado de la empresa, argumento que va de la mano con la hipótesis tradicional de que la concentración de propiedad en familias proporciona una supervisión más estrecha sobre el funcionamiento de la compañía, conduciendo hacia una mayor creación de valor, basados en la idea de que una alta concentración de la propiedad puede compensar en cierta medida la menor protección con que cuentan los inversores bajo el marco institucional imperante en el entorno mexicano, lo que ocasiona que los propietarios se concentren y busquen una participación activa en el proceso de toma de decisiones que genere una mayor creación de valor. Asimismo, consideramos también la influencia que el tamaño del consejo de administración, medido a través del número de consejeros, pudiese tener sobre el resultado de la compañía. Como se pone de manifiesto en la tabla 3, los resultados obtenidos muestran una relación negativa entre el tamaño del consejo y la creación de valor, siendo esta relación estadísticamente significativa. Tenemos pues, una fuerte evidencia de que cuanto mayor sea el tamaño del consejo de administración menor creación de valor se generará en la empresa, sugiriendo que en consejos con un elevado número de miembros, los beneficios relativos a la mayor diversidad de opiniones se ven superados por los costos relativos a la menor operatividad y flexibilidad a la hora de tomar decisiones. Por lo que respecta a la influencia de la deuda, los resultados presentados en las tablas 3 ponen de relieve la negativa vinculación entre ésta y la creación de valor, además de ser ésta estadísticamente significativa, con lo que tenemos evidencia a favor de que altos niveles de endeudamiento conducen a una menor creación de valor en la compañía.

Asimismo, con el fin de estimar la influencia de la estructura de propiedad sobre la creación de valor, segmentamos la muestra entre empresas que son familiares y las que no lo son, considerando el porcentaje de propiedad del principal accionista. Como puede apreciarse en la tabla 3 y 4, el signo positivo entre concentración de propiedad y creación de valor continua manteniéndose cuando consideramos sólo empresas familiares. Sin embargo, cuando consideramos las empresas no familiares, el signo cambia a negativo, indicando una disminución en la creación de valor en este tipo de empresas a medida que se concentra la

propiedad. Además, los resultados obtenidos con respecto al tamaño del consejo y deuda también cambian al considerar la estimación para empresas no familiares, por lo que obtenemos evidencia de que estos mecanismos de gobierno actúan de forma diferente dependiendo del tipo de empresa que se esté considerando. Este hecho puede tener su razón de ser en la forma en que las empresas son gobernadas en uno y otro sentido, dependiendo de la estructura de propiedad, ya que en el caso de las empresas familiares observamos que la familia impone ya una fuerte supervisión sobre el desempeño de la empresa por lo que elevados niveles de deuda y consejos numerosos lejos de coadyuvar a mejorar el funcionamiento de la empresa tienden a debilitarla. Mientras que, por otro lado, las empresas no familiares recurren a mecanismos de gobierno diferentes, como lo son un mayor número de consejeros así como elevados niveles de deuda, que les permitan vigilar de forma adecuada el desempeño de la compañía, generando que la concentración de la propiedad se convierta en un mecanismo de gobierno redundante, llevando incluso a disminuir el valor en la empresa. Así pues, se confirma la diferente relación entre los mecanismos de gobierno y la creación de valor dependiendo del tipo de empresa que se esté considerando. Tal y como señalan Rediker y Seth (1995) y Coles et al., (2001), se produce un efecto de sustitución entre estos mecanismos de gobierno, de tal forma que la empresa que no utilice la deuda y el consejo de administración, será porque hace énfasis en mecanismos como la concentración de propiedad si quieren obtener un mejor resultado. Finalmente, con respecto a las variables de control incluidas en el modelo, tamaño (LTAM) y edad (EDAD), tienen en todo caso un coeficiente positivo y negativo, siendo esta última solamente significativa.

CONCLUSIONES

El conflicto de intereses derivado de la separación entre propiedad y control, junto con la incapacidad de diseñar contratos óptimos que garanticen el comportamiento de los gerentes de las empresas, son las ideas que tradicionalmente han constituido la base de la investigación en gobierno corporativo. No obstante, comienza a gestarse una nueva forma de concebir el gobierno de la empresa, no por la influencia que cada uno de los mecanismos de gobierno pueda tener, sino por su consideración conjunta, con lo que será fundamental reconocer la interacción entre mecanismos, con el fin de diseñar un sistema de gobierno óptimo o eficiente a través de la selección de diferentes mecanismos. En este sentido, trabajos recientes parecen

situarnos en una nueva generación de investigación sobre gobierno de la empresa, la cual se basa en el reconocimiento explícito de la interacción entre mecanismos de gobierno poniendo de manifiesto la capacidad de la empresa para diseñar un sistema de gobierno corporativo eficiente a través de la conjunción de diferentes mecanismos (por ejemplo, Agrawal y Knoeber, 1996; Coles et al., 2001; Bushman y Smith, 2001). Nuestro trabajo podría ubicarse dentro de esta línea, teniendo por objeto analizar las relaciones que existen entre los mecanismos de gobierno, ya que tratamos de estudiar el impacto de diferentes mecanismos tales como la estructura de propiedad, el consejo de administración y el endeudamiento sobre la creación de valor, dependiendo de la estructura de propiedad. Para ello, nos hemos basado en una muestra de 104 empresas públicas mexicanas durante los periodos 2007 y 2008. En primer lugar, hemos considerado la muestra de forma conjunta, con el fin de obtener unas primeras conclusiones sobre la estructura de propiedad, el consejo de administración, la deuda y su impacto sobre el resultado de la compañía. En segundo lugar, se vuelve a estimar el modelo segmentando la muestra por estructura de propiedad, es decir, diferenciando entre empresas familiares y no familiares, con el fin de comprobar si los resultados cambian de manera significativa.

Los resultados obtenidos en el modelo global corroboran la evidencia presentada previamente y sugieren una mayor creación de valor a medida que se concentra la propiedad en el mercado mexicano. También se observa que la presencia de consejos de administración numerosos y elevados niveles de deuda tienden a tener efectos negativos sobre el resultado de la compañía. Adicionalmente, encontramos que la relación entre concentración de propiedad, consejo de administración, deuda y creación de valor es diferente para empresas con familias controladoras que para empresas con menores niveles de concentración de propiedad, lo que nos indica que en estructuras de propiedad concentradas, como la familiar, los grandes propietarios tienen incentivos para llevar a cabo las labores de supervisión de la empresa con el fin de que ésta tenga un funcionamiento acorde con los intereses de los accionistas, que es la maximización del resultado, mientras que en empresas con estructura accionarial dispersa, se torna necesario recurrir a mecanismos de gobierno alternativos para supervisar el buen desempeño de la empresa. En este caso, la estructura financiera de la empresa, específicamente su nivel de endeudamiento, así como el consejo de administración ejercen un efecto positivo sobre el resultado de la compañía, mientras que en las familiares estos

mecanismos se vuelven redundantes y lejos de contribuir al buen desempeño de la empresa, tienden a ejercer un efecto negativo sobre ésta. Hablamos, en definitiva, de mecanismos que se sustituyen dependiendo de la clase de empresa que estemos considerando, ya que si bien en los análisis iniciales la concentración de propiedad, un pequeño consejo de administración y la deuda se contemplaban como mecanismos de gobierno que contribuían a la creación de valor de la compañía, la evidencia empírica parece mostrar que estos mecanismos fomentaran la creación de valor dependiendo del grado de concentración de propiedad con que cuente la empresa. Tal y como señalan Rediker y Seth (1995) y Coles et al., (2001) se produce un efecto de sustitución entre estos mecanismos de gobierno, de tal forma que la empresa que no utilice la concentración de propiedad, en familias por ejemplo, será porque hace énfasis en mecanismos como consejo de administración o deuda.

Por último, en relación a las limitaciones de este estudio, sería importante tener en cuenta análisis temporales más amplios, es decir, considerar cómo los mecanismos de gobierno pueden afectar la creación de valor en las empresas a lo largo del tiempo, ya que modelos con base de datos más extensas podrían incorporar efectos temporales en la estimación, lo que nos proporcionaría una visión más amplia de los resultados. Asimismo, sería importante madurar la idea de interacción, ya que permite abrir nuevos caminos en la investigación sobre gobierno de la empresa, puesto que se ha demostrado que los mecanismos de gobierno no son independientes entre sí.

BIBLIOGRAFÍA

ADAMS, R.B. y MEHRAN, H. (2005): "Corporate performance, board structure and its determinants in the banking industry". Working Paper, SSRN.

AGRAWAL, A. y KNOEBER, C.R. (1996): "Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), pp. 377-397.

ANDERSON, R.C. y REEB, D.M. (2003): "Founding family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500", *Journal of Finance*, 58(3), pp. 1301-1328.

BERLE, A. A. y G. D. MEANS, (1932): "The Modern Corporation and Private Property", Macmillan, New York.

BUSHMAN, R.M. y SMITH A.J. (2001): "Financial accounting information and corporate governance", Journal of Accounting and Economics, 32, pp. 237-333.

CAPRIO, G.; LAEVEN, L. y LEVINE, R. (2007): "Governance and bank valuation", Journal of Financial Intermediation, 16, 584-617.

CASSON, M., (1999): "The Economics of the Family Firm", Scandinavian Economic History Review, 47(1), pp.10-23.

CHAMI, R., (1999): "What's Different about Family Business?", Working paper, Paper provided by International Monetary Fund in its series IMF Working Papers with number 01/70.

CHUNG, K.H. y PRUITT, S.W. (1994): "A Simple Approximation of Tobin's Q", Financial Management, 23(3), pp. 70-74

COLES, J.W., McWILLIAMS, V.B. y SEN, N. (2001): "An Examination of the Relationship of Governance Mechanisms to Performance", Journal of Management, 27, pp. 23-50.

De ANDRÉS, P., y VALLERADO, E. (2008): "Corporate governance in banking: The role of the board of directors", Journal of Banking & Finance, 32, pp. 2570-2580.

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

DEMSET, H., (1983): "The structure of ownership and the theory of the firm", Journal of Law and Economics, 25, pp. 375-390.

DEMSET, H. y LEHN, K. (1985): "The structure of corporate ownership: Causes and Consequences", Journal of Political Economy, 93, pp. 1155-1177.

FACCIO, M., LANG, L.P.H. y YOUNG (2001): "Dividends and expropriation", *American Economic Review*, 91, pp. 54-78.

FAMA, E. F., (1980): "Agency Problems and the Theory of the Firm", en *Journal of Political Economy*, 88, pp. 288-307.

FAMA, E. F., y M. C. JENSEN, (1983): "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 301-325.

FERNÁNDEZ, A., S. GÓMEZ-ANSÓN, y C. FERNÁNDEZ, (1998): "El papel supervisor del consejo de administración sobre la actuación gerencial. Evidencia para el caso español", *Investigaciones Económicas*, 22, pp. 501-516.

GALVE, C., (2002): "Propiedad y gobierno: la empresa familiar", *Ekonomiaz*, 50, pp. 129-152.

GROSSMAN, S. y HART, O. (1980): "Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation", *Bell Journal of Economy*, 11, pp. 42-64.

HERMALIN, B.E. y WEISBACK, M.S. (1991): "The effects of board composition and direct incentives on firm performance", *Journal of Financial Management Association*, 20 (4), pp. 101-112.

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

JENSEN, M. C. y W. H. MECKLING, (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360.

JENSEN, M. (1988): "Takeovers: Their Causes and Consequences", *Journal of Economic Perspectives*, 2(1), pp. 21-48

JENSEN, M. (1989): "Eclipse of the Public Corporation", *Harvard Business Review*, 67, pp. 61-74.

LA PORTA, R., LOPEZ DE SILANES, F. SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1998): "Law and finance", *Journal of Political Economy*, 52 (3), pp. 1113-1155.

LA PORTA, R., LOPEZ DE SILANES, F. y SHLEIFER, A. (1999): "Corporate governance around the world", *Journal of Finance*, 24(2), pp. 471-517.

LEE J. (2006): "Family Firm Performance: Further Evidence", *Family Business Review*, 19(2), pp. 103-114.

LINDERBERGER, E.B. y ROSS, S.A. (1981): "Tobin's Q ratio and industrial organization", *Journal of Business*, 54, pp. 1-12

LODERER, C., y MARTIN, K. (1997): "Executive stock ownership and market valuation: An empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, 45, pp. 223-255.

MAUG, E. (1998): "Large Shareholders as Monitors: Is There a Tradeoff between Liquidity and Control?" *Journal of Finance*, 53(1), pp. 65-98.

McCONAUGHY, D.; MATTHEWS, C. y FIALKO, A. (2001): "Founding family controlled firms: Performance, risk and value", *Journal of Small Business Management*, 39, pp. 31-49.

MORCK, R., SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1988): "Management ownership and market valuation: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 293-315.

REDIKER, K.J. y SETH, A. (1995): "Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms", *Strategic Management Journal*, 16, pp. 85-99.

SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1997): "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, LII(2), pp. 737-783.

STEIN, J. (1988): "Takeover threats and managerial myopia", *Journal of Political Economy*, 96, pp. 61-80.

STEIN, J. (1989): "Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior", *Quarterly Journal of Economics*, 103, pp. 655-669.

VILLALONGA, B., y AMIT, R. (2006): "How do family Ownership, control, and management affect firm value?" *Journal of Financial Economics*, 80, pp. 385-417.

WANG, D., (2006): "Founding Family Ownership and Earnings Quality", *Journal of Accounting Research*, 44(3), pp. 619.

WARFIELD, T. D., J. J. WILD y K. L. WILD, (1995): "Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings", *Journal of Accounting and Economics*, 16(1), pp. 61-91.

YERMARCK, D., (1996): "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics*, 40(2), pp. 185-211.