

**La influencia del control familiar en el  
valor y la toma de riesgos corporativos  
en México: Un enfoque de riqueza socio-  
emocional.**

## **RESUMEN EJECUTIVO**

### **Objetivo del trabajo**

Con base en un marco analítico que incorpora a la teoría de la agencia con el concepto de la riqueza socio-emocional (RSE), el principal objetivo en este estudio es obtener evidencia empírica fundamentada en una nueva perspectiva que explica el comportamiento financiero de las empresas familiares mexicanas en cuanto al valor de mercado y la toma de riesgos, con base a motivos no financieros. A través de un análisis de empresas no financieras que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores en México, los objetivos particulares de este estudio son los siguientes:

1. Proponer el enfoque de la riqueza socio-emocional (en el que las familias están conectadas emocionalmente a sus empresas) para distinguir los factores de comportamiento financiero entre las empresas familiares y no familiares en México.
2. Analizar si el control familiar (manifestado a través del derecho a voto) tiene una influencia significativa en el valor de la empresa, y considerar el efecto de la tenencia accionaria familiar como un factor moderador en el desempeño corporativo.
3. Analizar la preferencia de las empresas familiares en cuanto a la toma de riesgos en contraste con las empresas no familiares.
4. Identificar los atributos que inciden en la toma de riesgos diferenciando entre el riesgo de bajo rendimiento en la productividad (con el fin de preservar la RSE) y el riesgo de inversión (que se adquiere para incrementar el rendimiento).
5. Evidenciar la influencia de la toma de riesgo empresarial en el valor corporativo de las empresas con el fin de sustentar el marco analítico de esta investigación.

## **Antecedentes**

La revisión del Código de Mejores Prácticas Corporativas (CMPC) en 2010, distingue la importancia con respecto a identificar y reportar los factores de riesgo con el fin de mejorar la transparencia en la gestión empresarial. Para las empresas mexicanas, los códigos de gobierno corporativo adquieren gran relevancia, dado que sustituyen eficazmente las debilidades a nivel institucional, especialmente si los códigos cumplen con estándares internacionales (La Porta et al, 1998; Poletti-Hughes, 2009). En el entorno de las empresas familiares, Holan y Sanz (2006) identifican que los códigos de buen gobierno constituyen un mecanismo eficaz para la resolución de conflictos intrafamiliares, situación que influye en la disminución del problema de principal y agente.

Partiendo de la teoría de la agencia, al explicar las razones del alto rendimiento financiero de las empresas familiares en comparación con las no familiares, Anderson y Reeb (2003) y Maury (2006) plantean que en países occidentales los costos de agencia son controlados de forma efectiva debido a que los miembros de la familia toman funciones tanto de principal como de agente. Una explicación más compleja, utilizando una perspectiva con enfoque administrativo, sugiere que el comportamiento colectivo y la subordinación de los intereses personales a los objetivos de la familia es lo que confiere la ventaja comparativa de las empresas familiares en comparación con entidades no familiares (Eddleston y Kellermans, 2007). A pesar de esta explicación, también es posible que las empresas estén caracterizadas por conflictos intrafamiliares que crean antagonismo entre los miembros de la familia, causando de esta manera un bajo rendimiento empresarial (Dyer, 2006). Independientemente de que los miembros de la familia tomen el papel de agentes o principales, la literatura previa identifica diversos resultados que documentan un efecto significativo y positivo en el rendimiento

como resultado del buen gobierno de las empresas familiares (Chrisman, Chua, Kellermans y Chang, 2007; Jaskiewicz y Klein, 2007).

Las diferencias de desempeño financiero entre las empresas familiares y no familiares son indicadores de los diferentes problemas de agencia entre el principal y el agente que enfrenta cada grupo de empresas (Villalonga y Amit, 2006). Por otro lado, se distingue el enfoque de la riqueza socio-emocional (RSE) que sustenta la divergencia entre los factores de comportamiento de las empresas familiares y las no familiares (Berrone et al, 2012).

El concepto de la RSE o altruismo afectivo sostiene que las familias, especialmente en los países emergentes, están conectadas emocionalmente a sus empresas o entidades familiares (Gómez-Mejía, Haynes, Núñez-Nickel, Jacobson y Moyano-Fuentes, 2007).

La influencia de la RSE en el desempeño de las empresas ha sido abordada desde diferentes enfoques. Un enfoque distingue a las empresas familiares como maximizadoras del valor debido a sus vínculos inextricables, donde el valor de la empresa y la riqueza familiar son objetivos en común, lo cual disminuye los problemas de agencia (James, 1999). Por el contrario, la importancia del patrimonio y el temor de poner en riesgo el patrimonio familiar puede motivar que la prioridad de la empresa familiar sea la continuidad del negocio sobre la maximización del valor del mismo (Thomsen y Pedersen, 2000; González et al., 2012). En un entorno de altruismo afectivo, las familias buscan activamente mantener la propiedad y el control familiar para las generaciones posteriores. Asimismo, el deseo de perpetuar la empresa puede ser debido a criterios no financieros, tales como, la preservación de la autoridad e influencia familiar, la inclusión de los miembros de la familia como funcionarios ejecutivos, la continuación de la identidad de la familia, entre otros (Gómez-Mejía et al, 2007). El uso

del patrimonio para asegurar los recursos familiares a los herederos es una larga tradición cultural en México (Ruiz-Porras y Steinwascher, 2007).

Este estudio demuestra que la teoría de la riqueza socio-emocional puede explicar adecuadamente la dinámica del comportamiento financiero de las empresas familiares en México. Las implicaciones prácticas se enfocan a la importancia del concepto de la riqueza socio-emocional como complemento de la teoría de agencia que se utiliza frecuentemente para explicar los valores más altos de las empresas familiares frente a las entidades no familiares.

### **Planteamiento**

Iniciamos nuestro marco analítico desde una perspectiva amplia midiendo los diferenciales en valor entre las empresas familiares y no familiares como indicadores de los diferentes problemas de principal-agente que enfrenta cada grupo de empresas. Aunque la teoría de agencia ha sido aplicada para explicar el comportamiento de las empresas, su estudio ha sido limitado en el contexto de países latinoamericanos como es el caso de México. En este estudio, se propone que para extender el entendimiento del comportamiento financiero de las empresas familiares, es necesario considerar la cultura y tradiciones de cada país. Por lo que la generalización de los resultados obtenidos para países anglosajones sería inadecuada en economías emergentes. Con esta consideración, se extiende el marco teórico y conceptual para incorporar en la literatura de empresas familiares el concepto de riqueza socio-emocional para sustentar la divergencia entre los factores de comportamiento de las empresas familiares y las no familiares. De esta manera se pretende responder a las siguientes preguntas de investigación:

1. ¿Existe alguna diferencia entre las empresas familiares y no familiares mexicanas en lo referente al desempeño empresarial?

2. ¿Cuáles son los motivos que diferencian el comportamiento de las empresas familiares de las no familiares en México?
3. ¿Cómo influye la tenencia accionaria familiar en el desempeño empresarial?
4. ¿Es la toma de riesgos en empresas mexicanas dominada por un objetivo no financiero como es la preservación del patrimonio para futuras generaciones?

### **Hipótesis de estudio**

#### El control familiar y el valor de mercado empresarial.

Las diversas formas en que las familias poseen, controlan y administran sus empresas podrían producir los diferenciales de rendimiento no sólo entre las empresas familiares, sino en comparación con entidades no familiares (Anderson y Reeb, 2003 para EE.UU. y Maury, 2006 en países al oeste de Europa). La premisa de la teoría de agencia establece que las empresas familiares pueden disminuir la rentabilidad si la familia controladora toma solo el papel de agente (Jensen y Meckling, 1976; Shleifer y Vishny, 1986). En este contexto, el papel que desempeña el patrimonio requiere especial atención para la evaluación de los resultados de la empresa. En México, una fuerte tradición cultural percibe al patrimonio como un medio para asegurar los recursos corporativos para el bienestar de los herederos (Ruiz-Porrás y Steinwascher, 2007). Los beneficios del patrimonio incluyen los componentes de la riqueza socio-emocional (RSE): preservar la autoridad familiar, disfrutar de la influencia familiar y continuar la identidad familiar (Gómez-Mejía et al, 2007). El patrimonio alienta a seguir horizontes más largos de inversión debido al objetivo de maximizar la riqueza familiar en beneficio de los herederos, lo cual incentiva a la familia controladora a alargar su tenencia y disminuye los problemas de agencia, incidiendo favorablemente en la eficiencia de la inversión y en el valor de la empresa (James, 1999; Machuga y Teitel, 2009):

**H1a.** En México, el valor de la empresa es mayor en las empresas familiares que en las no familiares.

El nivel de la tenencia accionaria de los controladores puede tener un efecto en el valor de la empresa. El incremento en la tenencia accionaria es consistente con la alineación de intereses entre el controlador y la empresa, produciendo de esta manera un menor número de conflictos de agencia y un valor de mercado superior (Claessens, Djankov, Fang y Lang, 2002 en Asia; Gompers, Ishii y Metrick, 2004 para EE.UU.). La evidencia demuestra que existe una relación no lineal entre la tenencia accionaria y el valor de la empresa: el valor de mercado disminuye cuando la tenencia accionaria de la familia alcanza el 60% en empresas familiares estadounidenses (Anderson y Reeb, 2003) y 51% en los países europeos (Thomsen y Pedersen, 2000):

**H1b.** El valor de la empresa incrementa en relación a la tenencia accionaria de la familia hasta un punto de inflexión desde el cual el valor de la empresa disminuye.

#### La toma de riesgos en empresas familiares

Se afirma que el valor de la empresa se deriva de la preferencia al riesgo de los propietarios. Por lo tanto, la preferencia de riesgo puede explicar las diferencias en el nivel y la varianza de los rendimientos esperados de las inversiones (March y Shapira, 1987; Shleifer y Vishny, 1986). Sin embargo, las preferencias de riesgo de la familia controladora podrían reflejar otros objetivos familiares importantes. La propiedad familiar a menudo promueve objetivos a largo plazo, lo que incrementa la participación en actividades empresariales, por ejemplo, la ampliación y renovación de las operaciones, y la expansión en la capacidad institucional (Rogoff y Heck, 2003; Zahra, Jennings y Kuratko, 1999). Por el contrario, la posibilidad de perder los beneficios de patrimonio podría inducir a posiciones conservadoras en las empresas familiares (Naldi, Nordqvist, Sjoberg y Wiklund, 2007). La evidencia empírica sobre la toma de riesgos

en empresas familiares es ambigua debido posiblemente a la incongruencia de las definiciones en cuanto al riesgo (Huybrechts, Voordeckers y Lybaert, 2013). La preferencia a la toma de riesgo de las empresas familiares es una mezcla de dos tipos de riesgo: el riesgo de bajo rendimiento financiero (RBRF) y el riesgo de inversión (RI) (Gómez-Mejía et al; 2007, 2011). El RBRF se refiere al objetivo familiar de preservar la RSE aunque por otro lado incrementa la probabilidad de que el rendimiento a corto plazo se encuentre por debajo del objetivo y en casos extremos la quiebra de la empresa. Por el contrario, la familia controladora asume el RI para mejorar los resultados empresariales en situaciones en que el rendimiento no haya alcanzado el nivel deseado. Debido a que estos riesgos impactan en el rendimiento futuro de la empresa, las empresas familiares se enfrentan a resultados más variables e inciertos en cuanto al rendimiento:

**H2a.** Las empresas familiares en México asumen más riesgo que las empresas no familiares.

**H2b.** La toma de riesgo en las empresas familiares refleja el objetivo estratégico de protección al patrimonio en contraste a la maximización del valor.

### **Metodología**

En el análisis empírico de este estudio se aplica el método de regresión clúster o de conglomerados de dos grupos (por empresa y por año) para medir el efecto del control y de la tenencia accionaria familiar en el desempeño empresarial. El desempeño de la empresa se mide a través de indicadores de valor y de riesgo corporativo. Nuestra premisa sostiene que las empresas familiares en México perciben al control familiar (FAM) como un medio para mejorar y salvaguardar el patrimonio de la RSE para los herederos [ecuación 1]. Posteriormente, se considera que la tenencia accionaria familiar (TAF), que mide los derechos de flujo de efectivo de la familia controladora, actúa

como un factor moderador de los efectos del control familiar. En esta instancia se especifica un término cuadrático para examinar la hipótesis de un efecto no-lineal entre la tenencia accionaria de la familia y el valor/toma de riesgo [ecuación 2]. Para probar formalmente la proposición de la importancia del concepto de la RSE, se fundamenta en este análisis que la preferencia de la aceptación de riesgos de las empresas familiares es una mezcla de dos tipos de riesgo: el riesgo de bajo rendimiento financiero y el riesgo de inversión [en ecuaciones 1 y 2]. Finalmente, se analiza la premisa de un efecto positivo de la toma de riesgo en el desempeño de la empresa [ecuación 3].

Para obtener un análisis robusto, se resuelven los posibles problemas de endogeneidad con el Método de Sistema General de Momentos (system-GMM) que controla tres factores de endogeneidad que son: i) la simultaneidad; ii) el sesgo causado por variables omitidas; y, iii) la endogeneidad dinámica. Asimismo, se aplica un análisis de sensibilidad de los resultados para probar la validez predictiva de los mismos por medio del análisis de sub muestras. La muestra de estudio se conforma de 101 empresas mexicanas no-financieras que cotizan en bolsa, durante el periodo 2004-2010, obteniendo un total de 645 observaciones año-empresa.

Los modelos empíricos propuestos en este estudio son los siguientes:

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 FAM_{it} + \beta_j (CG_{it}) + \beta_j (Otros\ controles_{it-1}) + \mu_{it} \quad [1]$$

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 TAF_{it} + \beta_2 TAF_{it}^2 + \beta_j (CG_{it}) + \beta_j (Otros\ controles_{it-1}) + \mu_{it} \quad [2]$$

$$Valor_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 riesgo_{it-1} + \beta_j (Otros\ controles_{it-1}) + \mu_{it} \quad [3]$$

Las variables de control de gobierno corporativo (CG) incluyen la variable dicotómica que indica el uso de mecanismos de control, así como el índice del consejo de administración para representar el buen gobierno empresarial. Otras variables de control se refieren a: el tamaño de la empresa, el endeudamiento, el pago de dividendos y la inversión fija; así como variables dicotómicas para distinguir la sede de la empresa en la

ciudad de México, la cotización en múltiples bolsas de valores y los sectores industriales.

### **Conclusiones**

El caso de México ofrece una perspectiva de las razones que sustentan que el gobierno corporativo puede disciplinar a los propietarios y los consejos de administración cuando: (1) existe un entorno legal débil que no ofrece protección para los inversionistas minoritarios; (2) el control de la familia es el modelo empresarial dominante; (3) las tradiciones culturales promueven la conservación del patrimonio en manos de la familia.

En resumen, los resultados principales sugieren lo siguiente. En primer lugar, las empresas familiares en México parecen tener un valor de mercado más alto que las entidades no familiares, especialmente en empresas de valor de mercado alto [H1a]. En específico, los resultados indican que el valor de las empresas familiares incrementa en relación al aumento en la tenencia accionaria hasta aproximadamente entre un 40% y 50%, desde donde el valor decrece [H1b]. En segundo lugar, las empresas familiares asumen voluntariamente el riesgo total [H2a], y más específicamente, el riesgo de bajo rendimiento. Sin embargo, no se encuentra de forma robusta que la toma de riesgo emprendedor difiera entre empresas familiares y no familiares. Por consecuencia, los resultados presentados sostienen la posición de la RSE en que los objetivos patrimoniales motivan las decisiones estratégicas de las empresas familiares concernientes a la toma de riesgo que a su vez promueven el incremento en el valor de mercado corporativo [H2b].

Nuestros resultados sugieren rotundamente que la cultura y las tradiciones de las familias mexicanas influyen en el comportamiento de las empresas lo cual repercute en el valor de mercado y en la toma de riesgos de las mismas. La familia controladora

anhela transferir empresas viables a los descendientes familiares. Por esta razón, los miembros de la familia que se involucran en las operaciones de la empresa tienden a demostrar responsabilidad y lealtad hacia la entidad familiar. Estos hallazgos confirman los resultados reportados para otros países, donde se muestra que las empresas familiares superan a las no familiares en términos de valor, sobre todo en empresas con valores más altos.

En cuanto a las variables de control de gobierno corporativo, se encuentra que la utilización de mecanismos de control (que separan los derechos de voto de los derechos al flujo de efectivo) disminuye el valor y la toma de riesgos, sin embargo se concluye que este efecto negativo se ve compensado por el cumplimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo que se representan con el índice del consejo de administración.

En resumen, el resultado de México demuestra que la teoría de la riqueza socio-emocional puede explicar adecuadamente la dinámica del comportamiento financiero de las empresas familiares. Por lo tanto, se sugiere que la perspectiva de la riqueza socio-emocional sea utilizada para complementar los argumentos de la teoría de agencia en relación al comportamiento financiero de las empresas familiares.

