

Desempeño y habilidades de los directores generales familiares en un contexto de debilidad de las instituciones formales*

Performance and abilities of family-member CEOs
in a context of formal institutional weakness

*Karen Watkins-Fassler,
Guadalupe del Carmen Briano-Turrent
y Lázaro Rodríguez-Ariza***

ABSTRACT

Background: From the perspective of institutional theory, this paper studies the relation between the abilities of family-member CEOs and the financial performance of listed family companies, in a setting of formal institutional weakness.

Methodology: The study sample is composed of non-financial family firms listed in the Mexican Stock Exchange during the 2001-2014 period. Econometric analysis is attained through linear models for panel data, estimated by ordinary least squares (OLS). To take into account endogeneity concerns, regressions are run through the generalized method of moments (GMM).

Results: The results obtained indicate that better corporate financial outcomes are achieved with external CEOs than with family-member CEOs, even when their abilities, in terms of experience and academic background, are similar. The inverse relation found between family-member CEOs and financial performance was

* Artículo recibido el 2 de diciembre de 2017 y aceptado el 27 de abril de 2018. Los autores agradecen a los dictaminadores anónimos de *El Trimestre Económico* sus valiosos comentarios y sugerencias. [Traducción del inglés de Fausto José Trejo.]

** Karen Watkins-Fassler, Centro de Investigación e Inteligencia Económica, Universidad Popular Autónoma del Estado de Puebla (correo electrónico: karen.watkins@upaep.mx). Guadalupe del Carmen Briano-Turrent, Facultad de Contaduría y Administración, Universidad Autónoma de San Luis Potosí (correo electrónico: guadalupe.briano@uaslp.mx). Lázaro Rodríguez-Ariza, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Departamento de Economía Financiera y Contabilidad, Universidad de Granada (correo electrónico: lazaro@ugr.es).

moderated when the CEOs had a high business-related academic background, thus acquiring the skills and greater perspective needed to cope with the higher transaction costs and increased business risks present in environments of formal institutional weakness as is the case in Mexico.

Conclusions: In a context of formal institutional weakness, investment in business-related higher education — of high quality, and in one's own country — is a good long-term strategy for family businesses that wish to promote a family-member CEO.

Keywords: institutional theory; family business; managerial competence; financial performance; Mexico. *JEL codes:* G32, G34.

RESUMEN

Antecedentes: desde la perspectiva de la teoría institucional, este artículo estudia la relación entre las habilidades de los directores generales pertenecientes a la familia y el desempeño financiero de las empresas familiares listadas en un entorno caracterizado por la debilidad de las instituciones formales.

Metodología: la muestra se compone de empresas familiares no financieras listadas en la Bolsa Mexicana de Valores durante el periodo 2001-2014. El análisis econométrico utiliza modelos lineales para datos de panel estimados por mínimos cuadrados ordinarios (MCO). Para tomar en cuenta la endogeneidad, las regresiones se corren con el método generalizado de momentos (MGM).

Resultados: según los datos reunidos, se obtienen mejores resultados financieros con los directores generales externos que con los directores generales pertenecientes a la familia, a pesar de que sus habilidades, en términos de experiencia y formación académica, son similares. La relación inversa entre directores generales familiares y desempeño financiero es moderada cuando poseen una preparación académica en el área de negocios, lo que les permite adquirir las habilidades y una perspectiva amplia necesarias para gestionar los altos costos de transacción y los riesgos empresariales presentes en ambientes caracterizados por la fragilidad institucional en el plano formal, como es el caso en México.

Conclusiones: en un contexto de debilidad institucional, invertir en educación superior en el área de negocios — de alta calidad y proporcionada en el propio país — es una buena estrategia a largo plazo para empresas familiares que quieran promover a un director general de la familia.

Palabras clave: teoría institucional; empresa familiar; competencia administrativa; desempeño financiero; México. *Clasificación JEL:* G32, G34.

INTRODUCCIÓN

A través del mundo, la empresa familiar es la modalidad de negocios que predomina (IEF y Red de Cátedras de Empresa Familiar, 2016), lo cual ha dado lugar a muchos estudios sobre su comportamiento y sus características. En México se observa una elevada concentración en la propiedad de los negocios, especialmente en el caso de las firmas familiares (San Martín-Reyna y Durán-Encalada, 2012; Castañeda, 2000). De hecho, la mayoría de las empresas cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores son controladas por familias, y el nivel 1 de concentración de la propiedad asciende en promedio a 54 por ciento.

Debe señalarse que, en lo que se refiere a los países latinoamericanos, no se ha estudiado suficientemente el tema de la relación entre los rasgos distintivos de los directores generales —conocidos en inglés como *CEOs*, siglas de *chief executive officers*— pertenecientes a la familia y el rendimiento de la compañía bajo circunstancias marcadas por la debilidad de las instituciones formales. A menudo las firmas familiares designan a directores generales de ese origen en vez de a aquellos procedentes del exterior, lo que obedece a la ineficacia de la protección legal brindada predominantemente en algunas de esas naciones. En efecto, en América Latina la protección concedida a los accionistas es escasa, en tanto que la liquidez del mercado es relativamente baja si se la compara con la de otros mercados emergentes. En ese tenor, el marco en que se realizan los negocios en México está definido por una protección legal inferior, tasas de corrupción elevadas y prácticas sostenidas de nepotismo. En reacción a la precariedad del ámbito institucional, las firmas familiares auspician la designación de miembros de la familia con el fin de proteger sus intereses privados y su riqueza, con lo que disminuye la posibilidad de que se contrate a profesionistas calificados para ocupar los puestos clave. La cuestión principal es examinar si los directores generales familiares muestran un comportamiento distinto al de aquellos ajenos al núcleo familiar, considerando su perfil y su preparación académica, dentro de dicho contexto institucional. De acuerdo con Bertrand y Schoar (2003), las características de los gerentes influyen en la inversión, el financiamiento y otras decisiones estratégicas.

Los estudios se han concentrado en la administración de los negocios, el liderazgo, la propiedad y temas relacionados con la sucesión, pero han tendido a pasar por alto otras cuestiones como la heterogeneidad que se pre-

senta entre culturas, familias y negocios familiares, así como la diversidad de papeles que asumen los miembros de la familia o, como sucede en el caso en cuestión, las características distintivas (si las hay) del proceso mediante el cual se tiene repercusión en las políticas administrativas aplicadas por un director general perteneciente a la familia. Hasta la fecha este asunto no se ha examinado con amplitud en los contextos donde se identifican instituciones formales poco vigorosas, según ocurre en muchas economías emergentes como la de México. Si bien se han publicado algunos trabajos vinculados a tal cuestión correspondientes a Asia (Peng y Jiang, 2010; Sitthipongpanich y Polsiri, 2015), debe advertirse que, en el caso de los distintos escenarios que alberga América Latina, las disimilitudes culturales e institucionales bien pueden conducir a resultados diferentes.

Una decisión de envergadura que debe tomar el consejo de administración o el fundador del negocio familiar es contratar a un director general diestro en el manejo de las habilidades administrativas requeridas para guiar y dirigir a la compañía. Según Espinoza y Espinoza (2012), en México 35.2% de los miembros del consejo de administración son parientes de quien la preside, y 38.7% de ellos ocupan puestos administrativos de alto rango. En firmas de esta índole es común que se designe director general a un miembro de la familia, y no a alguien desligado de ella. Se ha apuntado que 38% de los directores generales de las empresas familiares cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) tiene vínculos de parentesco con los miembros de éstas.

Aunque algunos estudios anteriores han abordado la relación entre los directores generales del núcleo familiar y el desempeño financiero de las compañías, no se ha llegado a ningún consenso sobre lo acertado de la resolución (Miralles-Marcelo Miralles-Quirós y Lisboa, 2014). Algunas habilidades personales y profesionales podrían contrarrestar la relación inversa que se da entre el desenvolvimiento de un director general ligado a la familia y la buena marcha de la empresa (Chung y Chan, 2012; Liu, Yang y Zhang, 2012; Berger, Kick y Schaeck, 2014). La mayor parte de los análisis enfocados en las habilidades que tienen los directores generales para fungir como una variable de moderación se basa en las economías desarrolladas, por lo que no considera las diferencias que se presentan en las emergentes en materia de perfiles institucionales (Rosa, Howorth y Discua-Cruz 2014; Basco, 2015; Le Breton-Miller, Miller y Bares, 2015). Este trabajo se propone cubrir esa brecha cognoscitiva y extiende el campo de investigación al ocuparse de un país que, pese al deterioro de su

marco institucional, ha incrementado su competitividad. Al emplear una base de datos ajustada al objeto de estudio, integrada por los negocios familiares cotizados en la BMV durante el periodo 2001-2014, tenemos el objetivo de identificar la relación que hay entre los directores generales del núcleo familiar, sus habilidades y el desempeño financiero de la compañía, teniendo en consideración lo endeble que es actualmente el entramado institucional. Aportamos evidencias empíricas para la discusión respecto de la importancia que encierran las habilidades de los directores generales de esta procedencia a la hora de enfrentarse a la compleja red dentro de la que se verifican los procesos de toma de decisiones, y sobre la manera en que esta clase de directivos puede propiciar mejores resultados financieros con la condición de poseer los atributos apropiados para vérselas con un ambiente dominado por prácticas nepotistas, corrupción y falta de transparencia.

Con estos objetivos en mente, el resto del artículo está organizado del siguiente modo. La sección I repasa la literatura sobre la relación entre las habilidades y los antecedentes familiares de los directores generales y sobre la repercusión que tienen en el rendimiento financiero corporativo, sin desatender el escenario de fragilidad institucional formal que se aprecia actualmente en México. De esos elementos se derivan las hipótesis de trabajo. La sección II hace una descripción del modelo, la muestra de estudio y las variables por considerar. En la sección III se presentan los resultados empíricos obtenidos y las pruebas de robustez. Finalmente, se consignan las conclusiones, y se advierte que en este contexto en particular las firmas manejadas por directores generales desvinculados de la familia que las domina tienden a lograr mejores resultados corporativos. Semejante hallazgo, respaldado por su carácter robusto, refleja tanto un marco institucional caracterizado por una endeble protección al inversionista y por su tendencia a generar el conflicto operativo del tipo II (la expropiación del haber de los accionistas minoritarios a manos de los mayoritarios), como una mengua de la competencia exhibida por los directores generales familiares. No obstante —debe añadirse—, el hecho de que estos últimos tengan antecedentes académicos destacados en el área de administración de negocios trae consigo un efecto positivo de moderación sobre el beneficio económico de sus firmas.

I. REPASO DE LA LITERATURA

1. Los directores generales familiares y el rendimiento financiero en un ámbito marcado por la debilidad de las instituciones formales

Debido a la importancia que cobran los mercados emergentes en la economía global, un conjunto de investigaciones ha analizado desde las perspectivas más disímiles la repercusión de diferentes variables institucionales sobre su rendimiento organizativo. Globerman y Shapiro (2003) sostienen que las instituciones formales —la regulación y la transparencia corporativa, entre ellas— fortalecen la estructura de la gobernanza y atraen más inversiones. No obstante, en los mercados emergentes, a otras instituciones, como la familia, les corresponde jugar un papel destacado en virtud del carácter inadecuado que pueden tener los mecanismos formales (Estrin y Prevezer, 2011). A juicio de La Porta, López-de Silanes, Shleifer y Vishny (1999), en las economías emergentes la propiedad tiende a estar notoriamente concentrada, en reacción a lo que se percibe como la ineficacia del ambiente en lo que respecta a la protección de los derechos de propiedad. Por lo tanto, esas economías se caracterizan por la elevada concentración de la propiedad, con frecuencia dentro de las corporaciones, los bancos o las familias, y, dada esta situación, existen más probabilidades de que haya conflictos de interés entre los accionistas que ejercen el control y otras partes interesadas (La Porta, López-de Silanes y Shleifer, 2006).

Un ambiente dominado por la debilidad de las instituciones formales se define por cinco condiciones (Peng, 2003): *i*) una falta de monitoreo formal por parte del mercado; *ii*) los altos niveles de información asimétrica, en razón de las discontinuidades en el flujo de información corporativa hacia el mercado; *iii*) la ausencia de canales formales de acceso a los recursos; *iv*) la escasa regulación y/o protección legal, y *v*) la deficiencia de las normas institucionalizadas respecto del comportamiento corporativo apropiado. Este tipo de marco institucional está asociado con costos de transacción más altos y un mayor riesgo en los negocios, y, de este modo, con un rendimiento financiero más volátil. Bajo tales circunstancias, los emprendedores atraviesan más incertidumbre en lo concerniente al porvenir de las compañías.

En América Latina la protección legal dispensada a los inversionistas es más precaria que en Europa y en los Estados Unidos, y los mercados de capital adolecen de subdesarrollo en relación con las proporciones de sus

economías (Chong y López-de Silanes, 2007). De acuerdo con Boubakri Cosset y Guedhami (2005), los sistemas legales, los mercados laborales y los mercados para el control corporativo son más débiles en América Latina que en regiones con un desarrollo más elevado. En un contexto de esta naturaleza, los esfuerzos en pos de la protección de los inversionistas en mayor rango y los proyectos para una gobernanza corporativa interna apropiada se hallan vinculados al incremento en el pago de dividendos, los costos de capital más bajos, las valuaciones más elevadas de la compañía y un mejor desempeño (Chong y López-de Silanes, 2007). Por añadidura, la debilidad del marco institucional implica más posibilidades de corrupción, la diseminación de prácticas de nepotismo —como la de promover a un director general familiar desprovisto de las habilidades y el conocimiento necesarios— y la expropiación de intereses de los accionistas minoritarios por parte de los accionistas detentadores del control, en detrimento del desempeño financiero.

Faccio, Lang y Young (2001), al igual que Sciascia y Mazzola (2008), señalan que el problema operativo sobresaliente en las firmas dominadas por familias consiste en la expropiación sufrida por los accionistas externos. En particular, los directores generales provenientes de la familia se encuentran más atrincherados y se preocupan más por preservar el control de la empresa que por contribuir a la prosperidad de los accionistas minoritarios; por consiguiente, en una situación así no tienen por qué disminuir necesariamente los costos generales de operatividad (Gómez-Mejía, Nuñez-Nickel y Gutiérrez, 2001).

México, la segunda economía emergente más pujante en América Latina, ha sido identificado con una protección del inversionista relativamente débil, la aplicación más frágil de la ley y la ineficiencia de los mercados de capital. Las compañías mexicanas se caracterizan por una elevada concentración de la propiedad, estructuras piramidales (esto es, organizaciones legalmente independientes pero vinculadas por lazos de propiedad) y la emisión de acciones sin que medie el derecho a la votación (San Martín-Reyna y Durán-Encalada, 2012; Espinoza y Espinoza, 2012). Si bien recientemente este país ha adoptado reformas estructurales no poco importantes que van encaminadas a aumentar la competitividad de los negocios, también en los últimos años se ha deteriorado la confianza en sus instituciones formales y se han incrementado considerablemente los niveles de corrupción (Foro Económico Mundial, 2015). De acuerdo con el “Global Competitiveness

Report 2016-2017”, por más que México sea una de las economías más competitivas en la región latinoamericana, su calidad institucional deja que desear. Debido a la corrupción, a los sobornos y a la ausencia de una aplicación estricta de la ley, se ha propiciado un declive de sus instituciones (Foro Económico Mundial, 2015).

Bajo esas circunstancias, toda vez que las instituciones formales incumplan la tarea de llevar a cabo la regulación, las cosas se facilitaban para que las normas familiares tomaran el relevo. La investigación en torno de los negocios de familia da por sentado que uno de los propósitos esenciales de ésta consiste en asegurar su supervivencia a largo plazo; de este modo, los emprendedores salidos de la familia tendrían más interés que los ajenos a ésta en cimentar la confianza y contemplar por igual los intereses de todos los accionistas (Le Breton-Miller y Miller, 2016; Miralles-Marcelo et al., 2014). Según las expectativas, los primeros observarían una conducta menos oportunista, usarían más atinadamente los recursos y echarían mano de estrategias comerciales más aptas para maximizar la rentabilidad de la firma (Luo y Chung, 2005; Stanley y McDowell, 2014). Es de esperar que un director general perteneciente a la familia mantenga un compromiso más ferviente con la compañía, haciendo palpable su lealtad a las generaciones presentes y venideras, y que posea un conocimiento más específico de los asuntos de ésta. El rendimiento corporativo podría mejorar gracias a la mayor alineación entre los intereses del núcleo familiar y el director general salido de él (Liu et al., 2012). Asimismo, por lo común, los directores generales que forman parte de ese núcleo disponen de extensas redes familiares y están bien conectados con los mundos de la política y los negocios, por lo que proporcionan un acceso más sólido a la información y los recursos y reducen la incertidumbre derivada de un entorno institucional débil (Arregle, Hitt, Sirmon y Very, 2007).

Ahora bien, debe considerarse que cuando esas instituciones reflejan vulnerabilidad existe más incertidumbre respecto de la continuidad y el futuro de las firmas. En consecuencia, las compañías familiares pueden enfocarse más en los resultados inmediatos, en lugar de fortalecer su posición en el mercado entablando relaciones firmes con los accionistas, el acceso a capital y las inversiones a largo plazo (Brigham, Lumpkin, Payne y Zachary, 2013). Al prevalecer esas circunstancias, los negocios de familia tienden a concentrarse en vigilar sus propios intereses en el presente a costa de las futuras generaciones y de las otras partes interesadas, con

lo que encauzan los procesos de expropiación de los accionistas minoritarios (Le Breton-Miller et al., 2015; Fernando, Schneible y Suh, 2014). La obtención de beneficios privados y no compartidos a menudo es acompañada de acciones que afectan el rendimiento de la firma (Miralles-Marcelo et al., 2014). Ejemplos de esto último son la venta de activos a compañías familiares anexas con precios por debajo de los del mercado, la contratación de parientes no calificados o inapropiados para puestos ejecutivos de alto rango o directivos, los pagos desmedidos concedidos a los miembros de la familia, el ofrecimiento de dividendos especiales a los accionistas del mismo origen, la inversión en proyectos subóptimos y la creación de tipos de acciones con distintos derechos de voto (Claessens, Djankov y Lang, 2000; Anderson y Reeb, 2004). Dichas acciones se vuelven más realizables dentro del marco de instituciones formales precarias y pueden obedecer al estímulo despertado por un director general proveniente de la familia. Las firmas de esta índole pueden ejercer una supervisión menos cuidadosa del desempeño de un director general familiar que sobre uno venido de fuera, puesto que la disminución de la rentabilidad total de la compañía queda contrarrestada por los beneficios privados (tanto financieros como no financieros) que haya obtenido aquella persona. Los directores generales de procedencia familiar son elegidos a partir de un grupo limitado de posibles candidatos; pueden alcanzar el puesto aun si carecen de las habilidades que exige, sencillamente porque pertenecen al núcleo, le tienen apego emocional y sirven a los intereses actuales de sus integrantes (Cabrera-Suárez, Deniz-Deniz y Martín-Santana, 2014; Sitthipongpanich y Polsiri, 2015). En el caso de México, en virtud del contexto institucional en el que operan esas compañías, esos candidatos ganadores podrían aprovecharse del vacío generado por la falta de regulación con el fin de cosechar ganancias privadas a expensas de las demás partes interesadas, lo que tendrá efectos negativos en el beneficio monetario. Tomando en consideración lo anterior, se propone la siguiente hipótesis: *H1*, bajo condiciones en las que impera la falta de fortaleza de las instituciones formales, la presencia de un director general familiar se relaciona en términos negativos con el rendimiento financiero del negocio familiar.

2. Los efectos moderadores que tiene el perfil de habilidades de un director general familiar sobre el rendimiento financiero, en un escenario de debilidad institucional

En un contexto de esta naturaleza, a causa de la complejidad e incertidumbre de tales procesos, tal vez se requiere que los ejecutivos posean capacidades sociocognitivas en mayor grado con el fin de garantizar el beneficio económico. Estas capacidades están asociadas a sus niveles educativos, a su flexibilidad y a su disponibilidad a aceptar los cambios y, asimismo, a su habilidad para procesar información (Herrmann y Datta, 2005). Los rasgos distintivos de quienes ocupan puestos gerenciales constituyen variables útiles para predecir los resultados organizacionales. Wei y Ling (2015) sugieren que el éxito que alcance una firma dependerá en gran medida de la competencia gerencial de su director general. A juicio de Hambrick y Mason (1984), los ejecutivos actúan con base en su forma de interpretar las situaciones estratégicas que enfrentan, y se encuentran influenciados por sus valores personales, aptitudes, conocimientos y habilidades para procesar la información (Ramón-Llorens, García-Meca y Duréndez, 2017). Por ejemplo, Goll, Johnson y Rasheed (2007) hallaron que los directores generales que gozan de una formación educativa de excelencia poseen más capacidad de desarrollar habilidades necesarias para la solución de problemas en ambientes institucionales característicamente endebles, puesto que fijan más su atención en las oportunidades y dan menos trascendencia a las situaciones amenazadoras, que quienes han adquirido una formación educativa inferior (Karami, Analoui y Kakabadse, 2006). De igual modo, en el mismo escenario, las influencias negativas que tenga un director general familiar sobre el rendimiento de la firma podrán paliarse si cuenta con las habilidades requeridas para cubrir las demandas específicas que surjan en ese caso (Sitthipongpanich y Polsiri, 2015; Brigham et al., 2013).

En verdad, la educación y la experiencia son un claro indicio de la competencia que es acreditable al capital humano de una empresa (Barro y Lee, 2010). Hay varios estudios que han empleado la variable de la educación para dar cuenta de las habilidades gerenciales de los directores generales. Una preparación académica puede propiciar el desarrollo de su espíritu profesional de tres maneras: *i*) al proporcionarle los conocimientos, la perspectiva y la comprensión del bagaje técnico y los conceptos teóricos de la administración de empresas. Una educación apropiada facilita el procesa-

miento de la información y despeja la ruta tanto hacia la innovación como a la investigación y el desarrollo, o I&D, los cuales constituyen una inversión a largo plazo (Durán, Kammerlander, Van Essen y Zellweger, 2016); *ii*) la cualificación que otorga una educación superior podría ser un signo de la inteligencia del director general y de su habilidad para alcanzar las metas de la empresa y lograr un equilibrio entre los objetivos a corto y a largo plazos, con el fin de promover el beneficio económico más alto (Gottesman y Morey, 2006; Xiaowei y Zhang, 2010), y *iii*) los contactos sociales establecidos en la universidad podrían representar una indudable ventaja para la vida profesional futura (Bhagat, Bolton y Subramanian, 2010). Este último factor reviste una importancia cardinal en ámbitos marcados por instituciones formales precarias, toda vez que los vínculos en el mundo de los negocios pueden suministrar acceso a los recursos y agenciar información útil para la toma de decisiones (Sitthipongpanich y Polsiri, 2015). Slater y Dixon-Fowler (2010) han señalado que existe una relación significativamente positiva entre los directores generales que están titulados en administración de empresas y medidas de desempeño financiero como la rentabilidad económica, o el rendimiento sobre los activos (RSA, ROA, por sus siglas en inglés) o la relación Q de Tobin. Una formación educativa orientada a los negocios favorece la planeación y la administración estratégicas, lo que ayuda a vencer los desafíos que surgen en un ámbito de falta de vigor institucional. Así pues, se propone la siguiente hipótesis: *H2*, en un escenario donde las instituciones formales son frágiles, disponer de una cualificación educativa vinculada al área de negocios ejerce en definitiva una influencia moderadora de signo positivo sobre la relación inversa que existe entre los directores generales procedentes de la familia y el rendimiento financiero.

La educación superior de excelencia confiere solidez al proceso de toma de decisiones e incrementa la receptividad a la innovación y al trabajo de equipo, con lo que se hace posible tomar decisiones complejas (Bantel y Jackson, 1989). Es de esperarse que los directores generales con grados de educación superior sean más adaptables y muestren mayor competencia en la tarea de desarrollar nuevas estrategias encaminadas a enfrentar la volatilidad de los mercados emergentes, y, de este modo, mejorar el beneficio económico (Phan y Hoon, 1995). Asimismo, un director general que esté más cualificado académicamente estará más dispuesto a encarar riesgos y promover la inversión lo mismo en el mercado de acciones que en la investi-

gación y el desarrollo; todas estas iniciativas involucran una orientación a largo plazo y pueden incidir de modo positivo en los resultados del negocio (Christiansen, Joensen y Rangvid, 2008; Dalziel, Gentry y Bowerman, 2011). Con base en lo precedente, se puede someter a prueba la siguiente hipótesis: *H3*, en un ámbito caracterizado por la debilidad de las instituciones formales, obtener un título de posgrado ejerce en definitiva una influencia moderadora de signo positivo sobre la relación inversa que existe entre los directores generales procedentes de la familia y el rendimiento financiero.

Es pertinente añadir que cuando los directores generales han completado la licenciatura o han iniciado un posgrado en universidades clasificadas como de excelencia, sus habilidades tienden a acrecentarse. Se tiene la creencia de que una educación de calidad está asociada a una capacidad de liderazgo y a una habilidad comunicativa más elevadas, a la vez que brinda mayores perspectivas internacionales, estimula el pensamiento visionario y, por ende, propicia en el sujeto una orientación más afín a la idea de ver las cosas a largo plazo (Jalbert, Rao y Jalbert, 2002). Además, los que terminan la licenciatura y/o hacen un posgrado en instituciones de élite cuentan con mayores posibilidades de ampliar sus redes y sus conexiones profesionales. En el caso de los mercados emergentes, donde las instituciones formales son precarias, gracias a estas redes se reduce la incertidumbre y disminuyen los riesgos de los negocios al instaurar un clima de cooperación en el cual tiene lugar el intercambio tanto de información como de recursos y experiencias, lo cual acarrea un efecto positivo en los resultados financieros (Sitthipongpanich y Polsiri, 2015; Butler y Gurun, 2012). En vista de lo anterior, se propone la siguiente hipótesis: *H4*, en un ámbito caracterizado por la debilidad de las instituciones formales, el hecho de haber estudiado en una universidad de élite ejerce en definitiva una influencia moderadora de signo positivo sobre la relación inversa que existe entre los directores generales procedentes de la familia y el rendimiento financiero.

La investigación previa ha apuntado a la existencia de una relación positiva entre la experiencia del ejecutivo y el rendimiento de la firma. La experiencia acumulada por los directores generales se puede reflejar en sus habilidades administrativas y en sus perspectivas. Son varias las maneras en que se puede medir este factor: una, usada regularmente, consiste en tomar como referencia la edad del director general y la cantidad de años que ha laborado en la compañía. Una mayor dosis de experiencia y una vida profesional más

prolongada están asociadas a posiciones más altas en la curva de aprendizaje, a una mayor compenetración de los procesos de planeación y administración estratégicas y al manejo de un instrumental más apto para enfrentar la incertidumbre y el riesgo. La edad está vinculada con la capacidad intelectual y la adquisición de perspectivas más amplias. Según algunos investigadores (Koufopoulos, Zoumbos, Argyropoulou y Motwani, 2008), los directores generales más entrados en años poseen ventajas competitivas sobre los ejecutivos más jóvenes, que se sitúan más abajo en la curva de aprendizaje y tienen menos inclinación a comprometerse con la firma. Por lo tanto, se espera que la edad tenga un impacto positivo en el rendimiento corporativo (Peni, 2014; Sitthipongpanich y Polsiri, 2015).

Por otra parte, debe añadirse que, según el testimonio aportado por diversos investigadores, incluso los ejecutivos más jóvenes y menos experimentados pueden tener un efecto positivo en el rendimiento de la firma. Debe concederse, sin embargo, que hay más probabilidades de que los directores generales de mayor edad se hayan hecho de un lugar consolidado en el trabajo, lo cual los induciría a destinar más tiempo a velar por sus intereses personales o los de su familia, en detrimento de los accionistas minoritarios y del provecho de la compañía (Peni, 2014). Aun así, en los ambientes institucionales débiles, los efectos positivos de la edad de un director general sobre el rendimiento de la firma deberían compensar con creces las consecuencias negativas. Entre mayor sea, más grandes serán sus habilidades para sortear las difíciles circunstancias que pueden enfrentarse en los negocios, gracias a la experiencia adquirida y a la destreza que ha ido desarrollando a lo largo de una carrera prolongada, por lo que indudablemente tendrá una repercusión de tipo positivo en su lugar de trabajo en específico (Goel, He y Karri, 2011; Wang, He y Mahoney, 2009). De este modo, cabe someter a prueba la siguiente hipótesis: *H5*, en un ámbito caracterizado por la debilidad de las instituciones formales, el hecho de tener más años de edad ejerce en definitiva una influencia moderadora de signo positivo sobre la relación inversa que existe entre los directores generales procedentes de la familia y el rendimiento financiero.

Por añadidura, es digno resaltar que, por lo general, de acuerdo con McCall (2004), un director general adquiere mayor competencia con base en el trabajo realizado dentro de la compañía. McDonald, Westphal y Graebner (2008) sugieren que el número de años en que ha estado desempeñándose allí se traduce en su capacidad de generar conocimientos de primer

orden sobre los rasgos específicos de la firma y conlleva un incremento de sus habilidades para supervisar la marcha de ésta y aportar recursos más fructíferos a ella, lo que puede redundar en el aumento de su beneficio económico. En el contexto institucional del que nos ocupamos, los directores generales más avezados desarrollan la destreza necesaria para reconocer cuáles son las operaciones y la planeación estratégica idóneas y saben incorporarlas oportunamente a la firma, teniendo en consideración las condiciones en que se encuentra y protegiéndola de las amenazas que se ciernen sobre ella (Puffer, McCarthy y Boisot, 2010). Así pues, no dejan de poseer una ventaja competitiva sobre quienes tienen menos experiencia y por ello inciden con más fuerza en el beneficio económico conseguido (Luo y Peng, 1999). Se propone, pues, la siguiente hipótesis: *H6*, en un ámbito caracterizado por la debilidad de las instituciones formales, contar con un mayor caudal de experiencia acumulada en la firma ejerce en definitiva una influencia moderadora de signo positivo sobre la relación inversa que existe entre los directores generales procedentes de la familia y el rendimiento financiero.

II. MODELO, DATOS Y VARIABLES

1. *Modelo*

Con la finalidad de analizar qué relación existe entre los directores generales procedentes del núcleo familiar y el beneficio económico de las compañías familiares en el ámbito que es objeto de nuestra atención, hemos utilizado un modelo lineal para panel de datos estimados por mínimos cuadrados ordinarios (MCO). Incluimos los efectos moderadores de las variables representativas de las habilidades de los directores generales sobre la rentabilidad de dichas firmas. Con el fin de tomar en cuenta la heterocedasticidad se emplean los errores estándar robustos. Así pues, la ecuación (1) se formula como sigue:

$$\begin{aligned}
 CP_{it} = & \partial_0 + \partial_1 FT_{it} + \partial_2 BS_{it} + \partial_3 PG_{it} + \partial_4 ELU_{it} \\
 & + \partial_5 ACEO_{it} + \partial_6 YCEO_{it} + \partial_7 FT_{it} * BS_{it} + \partial_8 FT_{it} * PG_{it} \\
 & + \partial_9 FT_{it} * ELU_{it} + \partial_{10} FT_{it} * ACEO_{it} \\
 & + \partial_{11} FT_{it} * YCEO_{it} + \sum_{s=12}^{14} \partial_s CV_{sit} + \mu_{it}
 \end{aligned} \tag{1}$$

donde: CP es el rendimiento de la compañía; FT denota la presencia de un director general familiar; BS indica si éste ha llevado a cabo estudios universitarios dentro del área de negocios; PG indica si posee un título de posgrado; ELU indica si estudió en una universidad de élite; $ACEO$ representa su edad; $YCEO$ es la cantidad de años que ha estado empleado en la compañía; $FT*BS$ es la interacción entre FT y BS ; it representa a los directores generales provenientes de la familia que han realizado estudios universitarios relacionados con los negocios; $FT*PG$ constituye la interacción entre FT y PG ; it representa a los procedentes de la familia que tienen estudios de posgrado; $FT*ELU$ señala la interacción entre FT y ELU ; it representa a los provenientes de la familia que han estudiado en una universidad de élite; $FT*ACEO$ remite a la interacción entre FT y $ACEO$; it representa la edad de los directores generales salidos de la familia; $FT*YCEO$ señala la interacción entre FT y $YCEO$; it representa el número de años que los provenientes de la familia han estado empleados en la firma; CV representa las variables de control que también pueden influir en el rendimiento de la compañía: a saber, el tamaño de ésta ($SIZE$), el apalancamiento (LEV) y la independencia del consejo de administración (BI); μ es un término referente a los errores aleatorios; i remite a la compañía, y , en fin, t es el tiempo.

2. Muestra y recolección de datos

Con el objeto de analizar la relación que hay entre las habilidades de los directores generales, los rasgos asociados a sus antecedentes familiares y el beneficio económico alcanzado por los negocios familiares en un ámbito identificado por la debilidad de las instituciones formales, hemos considerado una base de datos de 89 firmas de carácter no financiero (panel balanceado) que fueron listadas en la BMV para el periodo 2001-2014. Las compañías financieras y las que son propiedad del Estado quedaron descartadas de la base de datos debido a que presentan una estructura accionaria diferente y al hecho de que su desempeño se ve afectado significativamente por las regulaciones gubernamentales.

Los datos derivan de un proyecto de investigación previo que patrocinó el Consejo Mexicano de Ciencia y Tecnología (Conacyt). Se trata de la primera entre las pocas bases de datos detalladas construidas para estudiar a las compañías que se incluyen en la BMV, dando pormenores sobre su gobernanza corporativa. Los datos compilados, referentes a la gobernanza

y a su información financiera, se obtuvieron a partir de los reportes anuales de las compañías (2001-2014), que se encuentran en la red en la página de la BMV. Dichos informes se pudieron completar por medio de una extensa búsqueda, dirigida a esclarecer quiénes ejercen en último término el control de cada firma y, por consiguiente, averiguar si provienen del círculo familiar o son ajenos a él.

Entre otros datos, se recabaron los siguientes: el nombre del director general; el nombre de los miembros del consejo de administración y la naturaleza de su labor (esto es, si son parte consustancial de ella o si fungen como colaboradores independientes); el nombre de los 10 mayores accionistas de la firma y el monto de su participación respectiva; la formación académica de los directores generales (doctorado, maestría, licenciatura o sin estudios universitarios); el nombre de la universidad que concedió el título más alto que haya obtenido un director general, y la denominación del grado alcanzado (tratándose, por supuesto, de quienes tienen estudios universitarios); la edad de los directores generales y la cantidad de años de trabajo en la firma que dan fe de su experiencia; el total de activos y pasivos; el porcentaje accionario respectivo de cada accionista; la utilidad neta; el número de acciones o participaciones, y, en fin, el precio de cierre en la bolsa.

Se encontró que en las 89 compañías examinadas la concentración de la propiedad, en promedio, ascendía a 54% (concentración del nivel 1), resultado que guarda consistencia con el ambiente que prima cuando las instituciones formales son quebradizas (La Porta et al., 1999; Steier, 2009). En virtud de que, generalmente, las compañías mexicanas se distinguen por tener un elevado grado de concentración de la propiedad, decidimos, en conformidad con la literatura que se ha ocupado previamente de este escenario en particular (por ejemplo, San Martín-Reyna y Durán-Encalada, 2012, que definieron a una firma familiar de México como aquella donde más de 50% de las acciones estaba en manos del fundador o de sus familiares), fijar un nivel más alto del que suele observarse en la literatura internacional con vistas a definir un negocio o empresa de familia. La Unión Europea (2009) establece que un negocio es una propiedad de esta índole cuando al menos 25% de los votos se hallan bajo el control de una familia, en tanto que para la mayoría de los análisis empíricos emprendidos acerca de una serie de firmas listadas lo es cuando una familia tiene en su poder entre 10% y 20% de las acciones (Bennedsen, Nelsen, Perez-González y Wolfenzon, 2007).

Si un fideicomiso, un fondo de inversión privada o una compañía limitada por participaciones resultaba ser uno de los 10 accionistas mayoritarios, nos dimos a la tarea de identificar a la persona que asumía el papel dominante en esa entidad, con el fin de discernir la naturaleza familiar o no familiar de la firma. Para los propósitos del presente estudio, un negocio de familia (o empresa familiar) es aquel en el que una sola persona o una familia se han apoderado de 60% o algo más de las acciones ordinarias. Esta definición se aplica a aproximadamente 30% de las 1246 observaciones iniciales (lo que corresponde a 89 compañías examinadas en su evolución a lo largo de 14 años). En otras palabras, la fórmula nos sirvió para recoger una muestra de 377 observaciones.

3. Variables de estudio

De acuerdo con los datos recogidos fue posible determinar tres tipos de variables:

- i) Los vínculos familiares. Se creó una variable *dummy* que adopta el valor de 1 cuando el director general es miembro de la familia dueña de la firma (y el de 0 cuando ocurre de otro modo), lo que se desprende de la coincidencia en los apellidos. Se trata de un criterio ampliamente aceptado en la literatura (Barontini y Caprio, 2006; Andres, 2011; Anderson, Duru y Reeb, 2012). Hallamos que en 38% de los casos examinados existía el vínculo familiar en los directores generales.
- ii) Las características del director general en materia de: *a.* Educación. En conformidad con las investigaciones precedentes, y utilizando variables *dummy*, se consideraron tres aspectos de su formación académica: 1) si había estudiado una carrera universitaria en el área de negocios. Ocurría así con 55% de los directores generales. De éstos, 65% había obtenido un título en administración de empresas; 30%, en contaduría; 2%, en economía, y 3%, en finanzas. 2) Si el director general había emprendido estudios de posgrado, lo que sucedía con 31% de ellos. 3) Si el director general había obtenido su máximo título académico en una de las universidades estimadas como de élite (las 100 colocadas en el orden superior) por los QS World University Rankings 2014-2015. Sucedió de ese modo en 32% de los casos. *b.* Experiencia. Al igual que

en los estudios previos, la experiencia del director general se midió en términos de su edad y la cantidad de años que tenía trabajando en la compañía. En promedio, contaban con 52 años de edad y tenían 19 de trabajar en la firma familiar.

iii) El rendimiento. En la literatura al respecto, el rendimiento se mide típicamente por variables objetivas que están basadas en información sobre contabilidad y mercados. Se han utilizado repetidamente variables de contabilidad como el rendimiento sobre los activos —RSA o ROA, por sus siglas en inglés—, el rendimiento sobre el capital contable —RCC o ROE, por sus siglas en inglés— o el margen de beneficio (Dehaene, De Vuyst y Ooghe, 2001; Earle, Kucsera y Telegdy, 2005; Gedajlovic y Shapiro, 1998). Las medidas de rendimiento basadas en el mercado incluyen la relación Q de Tobin y el ratio o la relación precio-beneficio (Demsetz y Villalonga, 2001; Morck, Nakamura y Shivdasani, 2000). Para este trabajo se adoptaron las siguientes: *a.* El rendimiento sobre el capital contable (ROE). Esta variable refleja el valor en libros o valor contable y se calcula como la utilidad neta dividida por los fondos propios o el neto patrimonial [*equity*]. La ROE promedio para los negocios familiares considerados fue de 9.3%. *b.* La relación Q de Tobin. Esta variable refleja el valor de mercado de la firma. Se calcula como el número de acciones en circulación multiplicado por el precio en la cotización de cierre, dividido por los activos totales. En promedio, la relación Q de Tobin fue de 0.96 para los negocios de familia considerados.

Además, se tomó en cuenta otro tipo de variables:

iv) Las de control. Con el fin de reducir el sesgo en los resultados presentados, incluimos tres variables de control cuyo uso está muy diseminado en la literatura: el tamaño de la compañía, el apalancamiento y el grado de independencia del consejo de administración. De acuerdo con la mayoría de los estudios previos, el tamaño de la compañía sin duda está asociado con su rendimiento; las firmas de proporciones más grandes poseen una serie de características que las diferencian de las más pequeñas, como una mayor diversificación de los productos, una red de distribución más compleja y una necesidad más imperiosa de obtener financiamiento en los mercados de capital (Gallego-Álvarez, 2009;

Brammer y Pavelin, 2004). Otra variable que ha sido profusamente utilizada en los estudios anteriores es el apalancamiento financiero, si bien sus efectos no se han confirmado con la misma cabalidad (Lourenço, Castelo, Curto y Eugénio, 2012; Prior, Surroca y Tribó, 2008; Surroca, Tribó y Waddock 2010). En cuanto a la independencia del consejo de administración, hay evidencias de que la incorporación a ella de miembros independientes reduce los costos de agencia que tienen lugar tanto en la relación entre los ejecutivos y los accionistas (Hermalin y Weisbach, 1998) como en la establecida entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios (Santiago y Brown, 2009). Un consejo de administración de carácter independiente atrae más inversiones e innegablemente se asocia a estrategias de maximización de la ganancia (Lien y Li, 2014). En lo que refiere a las variables de control, se recurrió a las siguientes herramientas: el tamaño de la compañía se determinó con una medición basada en el logaritmo natural de los activos totales; el apalancamiento quedó expresado como la proporción deuda total/fondos propios o neto patrimonial; finalmente, la independencia del consejo de administración se formuló como la proporción de miembros independientes (de acuerdo con la clasificación de la BMV)/ número total de miembros.

III. DISCUSIÓN DE LOS RESULTADOS

1. *Resultados descriptivos*

Tal como se muestra en el cuadro 1, en el caso de los negocios de familia examinados aquí (alrededor de 30% del total de la muestra inicial), la proporción directores generales procedentes de la familia/ estudios universitarios en el área de negocios fue semejante a la habida en las firmas donde se trataba de personas ajenas al núcleo familiar. El 54.5% de los directores generales salidos de la familia contaba con una preparación académica en el campo de los negocios, en comparación con 55.1% de aquellos no ligados a ella.

Tampoco había diferencias significativas, por lo que respecta al nivel educativo de los directores generales, entre quienes formaban parte de la familia provista del control de la firma y aquellos de procedencia externa, que habían sido contratados en el mercado de trabajo. De este modo, 30%

de los que pertenecían a la familia contaban con estudios de posgrado, frente a 32% de los desligados de ella.

De manera similar, no se presentaban diferencias entre los dos grupos en cuanto a la proporción de negocios de familia que contratan a personas educadas en instituciones de élite para el puesto de director general. El 25% de los directores generales con lazos familiares había estudiado en universidades clasificadas en el orden superior, contra 35% de aquellos provenientes de fuera (como se ve, la diferencia no es estadísticamente significativa).

Estos hallazgos permiten concluir que, en el caso de las empresas mexicanas de esta índole, la formación académica del director general provisto de vínculos familiares y la de aquel desprovisto de ellos son equiparables.

En lo que se refiere a la experiencia, si se considera el número de años en que un director general ha sido empleado en una empresa de familia, resulta que quienes tienen vínculos familiares poseen un caudal de conocimientos y una experiencia interna significativamente superiores a los de quienes provienen del exterior. En las firmas recogidas en la muestra, en promedio, los directores generales familiares habían estado trabajando en la empresa desde hacía 21 años, mientras que los ajenos a la familia laboraban allí desde hacía 18. No obstante, también es cierto que aquéllos tendían a ser más jóvenes —y, por lo tanto, menos experimentados— que éstos (la edad promedio era de 48 y 56 años, respectivamente).

Si los demás factores se mantienen constantes, en vista de las similitudes observadas en las habilidades de ambos grupos (en lo concerniente a la educación y la experiencia), sería de esperar que los resultados financieros fueran igualmente similares. Sin embargo, los datos obtenidos revelan que no sucede así. De acuerdo tanto con la ROE promedio como con la relación Q de Tobin, las compañías familiares administradas por directores generales de procedencia exterior alcanzan mejores resultados corporativos. Así, la ROE promedio fue significativamente más elevada en las firmas encabezadas por un director general venido de fuera que en aquellas manejadas por uno de dentro (9.4 contra 8.4%, respectivamente); y lo mismo ocurrió con la relación Q de Tobin, donde el valor promedio para las firmas comandadas por un director general procedente del exterior rebasó a aquellas dirigidas por uno que se beneficia de tener un parentesco (1.04 contra 0.81%, respectivamente).

CUADRO 1. Prueba de diferencia de medias^a

Descripción	Director general procedente de la familia (valor medio)	Director general ajeno a la familia (valor medio)	Estadístico -t
Estudios en administración de negocios (porcentaje)	54.5	55.1	0.09
Estudios de posgrado (porcentaje)	30.0	32.0	0.38
Universidad de élite (porcentaje)	25.0	34.7	1.29
Edad	48.0	55.8	6.61**
Años en la firma	20.7	17.6	-2.60**
Rendimiento sobre el capital contable (ROE)	8.4%	9.4%	2.16*
Relación Q de Tobin	0.81	1.04	2.84**

^a Este cuadro, así como el 2, el 6 y el 7, toma en cuenta sólo las firmas familiares listadas en la BMV (2001-2014). Un negocio o empresa de familia es aquel en el que una sola persona o una familia se han hecho dueñas de 60% o algo más de las acciones ordinarias.

** Significativo al nivel de 1%. * Significativo al nivel de 5%.

FUENTE: elaboración propia.

Los hallazgos especificados arriba se encuentran en consonancia con los reportados por Sitthipongpanich y Polsiri (2015), quienes observaron que hay una relación negativa entre un director general familiar y el valor de la compañía, en especial en ámbitos caracterizados por la fragilidad de las instituciones formales. En esa clase de contextos hay más probabilidad de que se efectúe una expropiación del haber de los accionistas minoritarios y, de manera típica, de que la competencia general sea menor cuando las empresas emplean a directores generales de esa procedencia. La explicación que damos de dichos resultados es la siguiente: por encima de todo predomina el afán de procurarse beneficios privados; los directores generales con lazos familiares emprenden acciones que perjudican los intereses de los accionistas minoritarios y de otras partes interesadas (lo que repercute negativamente en el rendimiento de la firma). Asimismo, es más probable que esas estrategias predatorias se apliquen en economías donde las instituciones formales languidecen a causa del carácter asimétrico de la infor-

mación brindada, del cumplimiento parcial de los contratos y de la práctica sostenida de favorecer a los parientes. El director general vinculado al núcleo familiar podría sentirse motivado a poner en práctica estrategias encaminadas a proteger y preservar los recursos de la familia, poniendo la mira en metas que están orientadas a favorecer antes que nada a éste y, por ello, son distintas a las que redundarían en el beneficio de la empresa en conjunto (Jaskiewicz y Luchak, 2013). Por otro lado, los accionistas mayoritarios quizá supervisarán menos escrupulosamente a los directores generales ligados a la familia. Finalmente, se mantiene abierto el debate respecto de la competencia gerencial que deben poseer estos últimos y de la importancia que cobra, por ejemplo, su talento innato (independientemente de sus parentescos); este último factor es difícil de medir pero resulta crucial para el éxito de las firmas.

2. *Resultados econométricos*

Esta sección presenta las derivaciones econométricas obtenidas a partir de la ecuación (1). Esta ecuación fue ejecutada inicialmente con las 377 observaciones de empresas no financieras pertenecientes a una familia (cuando un individuo o un grupo familiar tienen en sus manos 60% o algo más de las acciones ordinarias) listadas en la BMV entre 2001 y 2014. En la primera regresión, la variable de rendimiento que se puso en juego fue la ROE (valor en libros o valor contable). Para propósitos de verificación de la robustez, después la ecuación se corrió aplicando dos variaciones: *i*) la consistente en reemplazar la definición de rendimiento por la de la relación Q de Tobin (valor de mercado), y *ii*) la que entrañaba reducir a 50% la proporción de las acciones ordinarias controladas por el grupo familiar usada para definir a la firma como del tipo examinado. Gracias a esta última modificación, la clasificación de los negocios de familia se hizo menos rígida, con lo que el tamaño de la muestra aumentó hasta comprender 584 observaciones.

Los resultados econométricos sobre la relación entre los directores generales familiares y el beneficio económico cosechado por las empresas de familia, en un ámbito distinguido por la debilidad de las instituciones formales, se presentan en el cuadro 2. Al efectuar una variación en la forma de medir el rendimiento y modificar la definición de negocio o empresa de familia, pusimos en juego tres regresiones (bajo la ecuación [1]), que resultaron ser significativas a 1% en términos del estadístico *-F*. En la primera

regresión, la variable dependiente es ROE, y se da por sentado que una empresa familiar es aquella en que un individuo o una familia han llegado a apropiarse de 60% o algo más de las acciones ordinarias. En la segunda regresión se utiliza la misma definición de empresa propiedad de una familia, pero se introduce la relación Q de Tobin para tomarla como medida del beneficio económico. En la tercera regresión se conserva dicha relación como variable dependiente, pero la definición de negocio familiar sufre una modificación (ahora se considera el porcentaje de 50% o algo más). La conformidad entre el resultado del experimento y las expectativas teóricas se hizo más visible al emplear el valor de mercado (la relación Q de Tobin) en vez del valor en libros o valor contable (ROE), y se intensificó más aún al fijar en 50%, en vez de en 60%, el porcentaje mínimo de acciones que debían estar en manos de un individuo o una familia para cubrir la definición de la clase de negocio que examinamos.

En el cuadro 2 el coeficiente para FT (∂_1) representa la relación lineal hipotética entre el rendimiento financiero y un director general con vínculos familiares, contando con la aparición de otras variables explicativas en la regresión. La primera hipótesis de estudio ($H1$), a saber que, bajo las condiciones de debilidad de las instituciones formales, la presencia de un director general con vínculos familiares se halla relacionada negativamente con el beneficio monetario de la compañía, queda confirmada (a 10% de significancia) tanto para el valor en libros (ROE) como para el valor de mercado (relación Q de Tobin), independientemente de la definición de negocio familiar que se emplee. Éste es un resultado esperado para un entorno de esa naturaleza, en el que reina el nepotismo y es más probable que los directores generales provenientes de la familia expropian los intereses de otras partes interesadas, mediante acciones que acarrearán un beneficio a la familia pero que habrán de perjudicar el rendimiento de la firma (Sitthipongpanich y Polsiri, 2015; Bertrand, Johnson, Samphantharak y Schoar, 2008; Cuervo-Cazurra y Dau, 2009). La ausencia de protección legal brindada a los accionistas minoritarios y a otras partes interesadas, junto con la falta de información relativa a los negocios y el insuficiente monitoreo de firmas por el mercado dan a los directores generales con vínculos familiares más incentivos y facilidades para perseguir sus propios intereses (Chang, 2003; Young, Peng, Ahlstrom, Bruton y Jiang, 2008).

CUADRO 2. *El director general procedente de la familia y el rendimiento financiero de la firma en un ámbito de instituciones formales debilitadas^a*

<i>Variable explicativa</i>	<i>Rentabilidad financiera (ROE)^b</i>	<i>Relación Q de Tobin^b</i>	<i>Relación Q de Tobin^c</i>
<i>Intercepto</i>	-0.26 (-1.41)	-0.75 (-0.38)	-0.56 (-0.38)
<i>Director general proveniente de la familia (FT)</i>	-0.25** (-2.33)	-2.54** (-2.17)	-1.77* (-1.90)
<i>Estudios en administración de negocios (BS)</i>	-0.02 (-0.84)	-0.15 (-0.29)	-0.59 (-1.24)
<i>Estudios de posgrado (PG)</i>	-0.11*** (-3.70)	-0.89* (-1.80)	-0.80* (-1.91)
<i>Universidad de élite (ELU)</i>	0.11*** (3.97)	1.02*** (2.95)	0.90*** (3.07)
<i>Edad del director general (ACEO)</i>	0.01** (2.31)	0.01 (0.53)	0.01 (0.83)
<i>Años de laborar en la firma (YCEO)</i>	-0.01*** (-4.17)	-0.02 (-0.97)	-0.03 (-1.64)
<i>FT * BS</i>	0.09*** (3.87)	0.54 (0.98)	0.73 (1.59)
<i>FT * PG</i>	0.07** (2.58)	0.78 (1.47)	0.06 (0.15)
<i>FT * ELU</i>	-0.05** (-2.13)	-0.68* (-1.94)	-0.53* (-1.77)
<i>FT * ACEO</i>	0.01** (2.14)	0.05** (2.37)	0.02 (0.95)
<i>FT * YCEO</i>	0.00 (-1.12)	-0.05*** (-2.64)	0.01 (0.55)
<i>Tamaño de la firma (SIZE)</i>	0.01* (1.68)	0.09 (1.11)	0.09* (1.74)
<i>Apalancamiento (LEV)</i>	0.01 (0.31)	0.06 (0.29)	0.04 (0.34)
<i>Independencia del consejo de administración (BI)</i>	-0.07 (-1.11)	-0.66 (-0.88)	-0.56 (-1.16)
<i>R² ajustada</i>	0.21	0.23	0.37
<i>Estadístico -F</i>	2.88	3.08	7.60

^a El estadístico -t se muestra entre paréntesis.

*** Significativo a 1%. ** Significativo a 5%. * Significativo a 10%.

^b El 60% o algo más de las acciones ordinarias en manos de una sola persona o de una familia: caso correspondiente a 377 observaciones.

^c El 50% o algo más de las acciones ordinarias en manos de una sola persona o de una familia: caso correspondiente a 584 observaciones.

FUENTE: elaboración propia.

Si bien hay evidencias de que, en un ámbito caracterizado por la debilidad de las instituciones formales, se da una relación inversa entre la presencia de un director general con vínculos familiares y el beneficio económico de la firma, es de esperar que, gracias a sus habilidades (experiencia, educación), los directores generales salidos de ese círculo puedan enfrentar con éxito los desafíos de un entorno de semejante índole y así contribuyan a la mejora del beneficio monetario. Su capacidad —concebida como el conjunto de características observables y no observables que abarca la formación académica que ha adquirido, el grado en que ha adquirido experiencia, las dotes de liderazgo que posee y los dones que tiene para comunicarse y realizar trabajo de equipo— serviría para reducir los perniciosos efectos que provoca un entorno de esa clase en el rendimiento financiero logrado por la corporación (Hambrick, 2007; Miller y Le Breton-Miller, 2006). Aun cuando sea difícil de medir la capacidad que poseen, los estudios recientes han mostrado empíricamente que la educación que han recibido y su experiencia sin duda influyen de manera positiva en la toma de decisiones, la administración estratégica y la solvencia para encarar los riesgos, con lo que logran llevar a cabo las funciones empresariales apropiadas (Bhagat y Bolton, 2008; Davidson, Xie, Xu y Ning, 2007; Jiraporn, Kim y Davidson, 2008; Kim, Al-Shammari, Kim y Lee, 2009; Virtanen, 2012; Peni, 2014).

Los efectos moderadores de signo positivo que, según las expectativas, deben tener sobre la rentabilidad de la corporación las variables correspondientes a las habilidades mostradas por los directores generales con ese perfil se corroboraron mediante las pruebas de Wald. Específicamente, se sometieron a verificación las hipótesis asentadas en el cuadro 3.

El cuadro 4 ilustra los efectos moderadores de signo positivo que tienen sobre el beneficio económico de la firma las variables correspondientes a las habilidades de los directores generales con vínculos familiares. En un marco dominado por la debilidad institucional, las evidencias tienden a confirmar contundentemente la hipótesis 2 y apenas si respaldan la hipótesis 3. Para *H2*, el resultado es robusto cuando la rentabilidad (o beneficio económico) se mide ya sea recurriendo a la ROE o a la relación Q de Tobin, y se aplica por igual a ambas definiciones de la empresa familiar. No obstante, para *H3*, el efecto moderador solamente se observa al utilizar la definición más rigurosa de negocio o empresa familiar (aquel caso en el que una sola persona o una familia conservan en sus manos 60% o algo más de las acciones ordinarias), tanto en lo referente al valor de mercado como al valor en libros o valor

CUADRO 3. *Hipótesis acerca de un contexto definido por la fragilidad de las instituciones formales*

<i>Hipótesis</i>	<i>Prueba de Wald</i>
Poseer una formación educativa en el área de negocios ejerce en definitiva una influencia moderadora de signo positivo sobre la relación inversa entre los directores generales con vínculos familiares y el rendimiento financiero de la firma (<i>H2</i>).	$\partial_1 + \partial_7 = 0$
Obtener un título de posgrado ejerce en definitiva una influencia moderadora de signo positivo sobre la relación inversa entre los directores generales procedentes de la familia y el beneficio económico de la compañía (<i>H3</i>).	$\partial_1 + \partial_8 = 0$
Haber estudiado en una universidad de élite ejerce en definitiva una influencia moderadora de signo positivo sobre la relación inversa entre los directores generales con vínculos familiares y el rendimiento financiero de la firma (<i>H4</i>).	$\partial_1 + \partial_9 = 0$
Tener mayor edad ejerce en definitiva una influencia moderadora de signo positivo sobre la relación inversa entre los directores generales familiares y el beneficio monetario de la empresa (<i>H5</i>).	$\partial_1 + \partial_{10} = 0$
Contar con un mayor caudal de experiencia acumulada en la firma ejerce en definitiva una influencia moderadora de signo positivo sobre la relación inversa que existe entre los directores generales procedentes de la familia y el rendimiento financiero (<i>H6</i>).	$\partial_1 + \partial_{11} = 0$

FUENTE: elaboración propia.

contable. Por contraste, el hecho de haber estudiado en una universidad catalogada como de élite (las 100 colocadas en el orden superior) por los QS World University Rankings 2014-2015 no tiene ningún efecto moderador de signo positivo sobre la relación inversa entre los directores generales familiares y el beneficio monetario de la empresa, y, por consiguiente, no hay prueba alguna que apoye la *H4*. Una posible explicación de esto es que las universidades incluidas en esta clasificación están localizadas principalmente en el extranjero, lo que reduce las ventajas que pudieran obtenerse a través de las redes locales y las conexiones profesionales (Butler y Gurun, 2012; Kim, 2005).

Ni la ROE ni la relación Q de Tobin corroboran *H5* ni *H6*; por lo tanto, la experiencia cosechada por el director general no parece traer consigo un efecto moderador de signo positivo sobre el beneficio económico de la firma

CUADRO 4. *Efectos moderadores de signo positivo que tienen sobre el beneficio económico de los negocios de familia las variables correspondientes a la capacidad de los directores generales familiares^a*

<i>Prueba de Wald</i>	<i>Rentabilidad financiera (ROE)/1</i>	<i>Efecto moderador</i>	<i>Relación Q de Tobin/1</i>	<i>Efecto moderador</i>	<i>Relación Q de Tobin/2</i>	<i>Efecto moderador</i>
H2: = 0	-0.15 (-1.34)	Sí	-2.01 (-1.55)	Sí	-1.05 (-0.96)	Sí
H3: = 0	-0.17 (-1.61)	Sí	-1.76 (-1.62)	Sí	-1.71** (-2.29)	No
H4: = 0	-0.29*** (-2.99)	No	-3.22** (-2.46)	No	-2.30** (-2.22)	No
H5: = 0	-0.24** (-2.33)	No	-2.49** (-2.16)	No	-1.76* (-1.92)	No
H6: = 0	-0.25** (-2.36)	No	-2.60** (-2.20)	No	-1.76* (-1.88)	No

^aEl estadístico - *t* se muestra entre paréntesis. *** La hipótesis es rechazada a un nivel de significancia de 1%. ** La hipótesis es rechazada a un nivel de significancia de 5%. * La hipótesis es rechazada a un nivel de significancia de 10%.

^bEl 60% o algo más de las acciones ordinarias en manos de una sola persona o una familia: caso correspondiente a 377 observaciones.

^cEl 50% o algo más de las acciones ordinarias en manos de una sola persona o una familia: caso correspondiente a 584 observaciones.

FUENTE: elaboración propia.

en un ámbito afectado por instituciones formales de naturaleza quebradiza, como sucede en México.

En lo referente a las variables de control, resulta evidente que el tamaño de la compañía está directamente relacionado con su rendimiento financiero. Se han empleado diversos argumentos para dar cuenta del efecto que provocan las proporciones de una corporación en su beneficio económico: primero, la aplicación de economías de escala por compañías más grandes favorece el rendimiento financiero; segundo, las compañías de tamaño más considerable disfrutan de mejores condiciones en el mercado financiero, tanto en lo que respecta a la obtención del crédito como al costo de éste; finalmente, las compañías más grandes disponen de los recursos requeridos para competir por los mejores directores generales (Harford y Li, 2007). En cuanto apalancamiento, si bien en el presente modelo éste constituye un signo positivo, no se manifiesta como estadísticamente significativo. Por último, no se hallan datos relevantes respecto de la asociación entre la independencia mantenida

por el consejo de administración y el rendimiento de las empresas familiares, lo que sugiere la renuencia de éstas a incluir en su consejo a miembros externos inclinados a adoptar un criterio de autonomía (Anderson y Reeb, 2004). Si bien las compañías se ajustan a los requisitos de independencia (las regulaciones de la Bolsa Mexicana de Valores prescriben que al menos 25% de los miembros del consejo provengan del exterior), la autonomía de esos directivos tal vez es ficticia (García-Ramos y García-Olalla, 2011), toda vez que su posibilidad de contrarrestar efectivamente el control detentado por las familias es limitada. La definición utilizada en México para un miembro del consejo de carácter independiente toma en consideración los lazos familiares y los vínculos directos que existen en el seno de la firma (entre accionistas, empleados, proveedores, acreedores, clientes, etc.); no da informes sobre otro tipo de relaciones, como las amistosas.

La multicolinealidad puede haber estado presente en los resultados econométricos precedentes. Implica una relación lineal entre algunas o todas las variables de control y explicativas; de ahí que este fenómeno dificulte realizar una estimación precisa de los parámetros y determinar el efecto de cada variable por separado. Bajo la puesta en marcha de la multicolinealidad se obtienen amplios errores estándar y, por ende, bajos estadísticos t ; por lo tanto, los coeficientes no tienden a ser significativos. Aunque el análisis de regresiones aún encierra utilidad cuando la multicolinealidad no perfecta está presente, algunos de los valores de la bondad de ajuste tienden a ser más altos que en otro caso. Resulta posible examinar la multicolinealidad a través de la matriz de correlación expuesta en el cuadro 5.

CUADRO 5. *Matriz de correlación*

	<i>FT</i>	<i>BS</i>	<i>PG</i>	<i>ELU</i>	<i>ACEO</i>	<i>YCEO</i>	<i>SIZE</i>	<i>LEV</i>	<i>BI</i>
<i>FT</i>	1.00	-0.12	0.15	-0.06	-0.17	0.21	-0.30	0.01	0.04
<i>BS</i>	-0.12	1.00	0.37	0.14	0.03	0.06	0.16	0.07	-0.05
<i>PG</i>	0.15	0.37	1.00	0.49	-0.18	0.06	0.03	0.04	-0.01
<i>ELU</i>	-0.06	0.14	0.49	1.00	-0.28	-0.09	0.11	-0.06	0.12
<i>ACEO</i>	-0.17	0.03	-0.18	-0.28	1.00	0.60	0.22	0.01	0.10
<i>YCEO</i>	0.21	0.06	0.06	-0.09	0.60	1.00	0.06	0.05	-0.07
<i>SIZE</i>	-0.30	0.16	0.03	0.11	0.22	0.06	1.00	0.19	0.05
<i>LEV</i>	0.01	0.07	0.04	-0.06	0.01	0.05	0.19	1.00	0.01
<i>BI</i>	0.04	-0.05	-0.01	0.12	0.10	-0.07	0.05	0.01	1.00

FUENTE: elaboración propia.

Las correlaciones más fuertes se dan entre la edad del director general (*ACEO*) y la cantidad de años que lleva en la firma (*YCEO*); entre la educación adquirida en una universidad de élite (*ELU*) y los estudios de posgrado (*PG*), y entre los estudios en el área de negocios (*BS*) y los estudios de posgrado (*PG*). Sin embargo, en todos los casos los factores relativos a la inflación de la varianza suman menos de 10. El valor más elevado se observa en *ACEO* (6.67), seguido por *LEV* (6.54), *YCEO* (6.20), *SIZE* (3.65), *PG* (3.38), *BS* (3.25), *FT* (2.52), *BI* (2.40), *ELU* (2.06); por consiguiente, la multicolinealidad no requiere un tratamiento posterior.

3. Análisis de sensibilidad

Esta sección contiene un análisis de sensibilidad para el modelo econométrico. En el cuadro 6 la ecuación (1) se estima de forma independiente para cada indicador de las habilidades del director general. Como variable del rendimiento se utiliza la relación *Q* de Tobin, y en la definición de un negocio o empresa familiar se considera el porcentaje de 50% o más de acciones en manos de un individuo o de una familia. Esta elección obedece a que los resultados de la sección econométrica precedente revelan que la bondad de ajuste era mayor cuando se tomaba como criterio de base el valor de mercado (la relación *Q* de Tobin), en vez del valor en libros o valor contable (la *ROE*), y todavía mayor cuando para la definición de una empresa familiar se consideraba que el porcentaje de acciones poseídas por un individuo o una familia era de 50% o algo más, y no de 60% o algo más.

Los resultados vertidos en el cuadro 6 confirman que la presencia de un director general familiar está relacionada negativamente con el rendimiento financiero de la firma. Este resultado es particularmente significativo en la primera y la cuarta de las especificaciones. Si se considera la primera de éstas, existe un efecto moderador de signo positivo cuando el director general proveniente de la familia posee una formación académica en el área de los negocios ($FT + FT * BS = -0.12; p = 0.57$). Por el contrario, al tomar en cuenta la cuarta especificación, nos encontramos con que la edad del director general no acarrea un efecto moderador en la relación inversa que hay entre un director general ligado a la familia y el beneficio económico de la empresa ($FT + FT * ACEO = -2.76; p = 0.10$).

CUADRO 6. *Análisis de sensibilidad*^a

	1	2	3	4	5
<i>Intercepto</i>	-0.78 (-0.54)	-0.38 (-0.34)	-0.95 (-0.53)	3.00 (0.83)	-0.26 (-0.19)
<i>Director general con vínculos familiares (FT)</i>	-0.58** (-2.13)	-0.26 (-1.27)	-0.16 (-0.52)	-2.80* (-1.61)	-0.33 (-1.13)
<i>Estudios en el área de negocios (BS)</i>	-0.28 (-1.08)				
<i>FT * BS</i>	0.46 (1.37)				
<i>Estudios de posgrado (PG)</i>		-0.30 (-1.31)			
<i>FT * PG</i>		-0.03 (-0.09)			
<i>Universidad de élite (ELU)</i>			-0.13 (-0.45)		
<i>FT * ELU</i>			-0.37 (-0.97)		
<i>Edad del director general (ACEO)</i>				-0.04 (-1.41)	
<i>FT * ACEO</i>				0.04 (1.46)	
<i>Años de estar trabajando en la firma (YCEO)</i>					-0.01 (-0.22)
<i>FT * YCEO</i>					0.00 (0.05)
<i>Tamaño de la firma (SIZE)</i>	0.09* (1.63)	0.07 (1.51)	0.10 (1.37)	0.05 (0.55)	0.07 (1.18)
<i>Apalancamiento (LEV)</i>	-0.07 (-0.82)	-0.04 (-0.72)	-0.09 (-1.21)	-0.20 (-1.49)	-0.07 (-1.21)
<i>Independencia del consejo de administración (BI)</i>	0.01 (0.02)	0.01 (0.04)	0.05 (0.08)	-0.96* (-1.62)	-0.18 (-0.44)
<i>R² ajustada</i>	0.09	0.13	0.13	0.18	0.08
<i>Estadístico -F</i>	7.42	11.91	8.00	13.09	6.81

^a El 50% o algo más de las acciones ordinarias en manos de una sola persona o de una familia: caso correspondiente a 584 observaciones. Como variable de rendimiento se emplea la relación Q de Tobin. El estadístico -t se muestra entre paréntesis.

** Significativo a 5%. * Significativo a 10%.

FUENTE: elaboración propia.

4. Verificación adicional de la robustez

Esta sección aborda el tema de la causalidad inversa en lo que respecta al beneficio económico o la rentabilidad y la administración a cargo de un miembro de la familia. Un director general proveniente de la familia en teoría podría ser designado con la finalidad de revertir el bajo rendimiento de una firma, de modo que esa persona vendría a constituir el efecto (y no la causa) de los desoladores resultados que obtuvo la compañía. En el cuadro 7 se muestran los resultados derivados de correr regresiones utilizando el método generalizado de momentos (MGM). Se emplea la transformación de desviaciones ortogonales con el propósito de hacer a un lado los efectos fijos trans-

CUADRO 7. Verificación de la robustez. El director general familiar y el rendimiento financiero en un ámbito marcado por la debilidad de las instituciones formales^a

Variable explicativa	Rentabilidad financiera (ROE) ^b	Relación Q de Tobin ^b	Q de Tobin ^c
ROE (-1)	0.06* (15.94)		
Q de Tobin (-1)		0.17* (37.92)	0.25* (110.35)
Director general con vínculos familiares (FT)	-0.05* (-13.75)	-0.27* (-8.86)	-0.17* (-14.95)
Tamaño de la firma (SIZE)	-0.08* (-32.31)	0.08* (20.00)	-0.07* (-9.03)
Apalancamiento (LEV)	-0.01* (-9.09)	-0.08* (-14.35)	-0.02* (-13.02)
Independencia del consejo de administración (BI)	0.08* (11.86)	1.04* (22.22)	0.51* (44.45)
Estadístico -J	33.28	32.62	47.03
Prob(estadístico -J)	0.50	0.49	0.59

^a Con la finalidad de enfrentar las cuestiones concernientes a la endogeneidad, se corren regresiones con el método generalizado de momentos (MGM). De acuerdo con la prueba *J*, el modelo se amolda adecuadamente a los datos. El estadístico -*t* se muestra entre paréntesis. * Significativo a 1%.

^b El 60% o algo más de las acciones ordinarias en manos de una sola persona o una familia: caso correspondiente a 377 observaciones.

^c El 50% o algo más de las acciones ordinarias en manos de una sola persona o una familia: caso correspondiente a 584 observaciones.

FUENTE: elaboración propia.

versales. A continuación, se obtienen los instrumentos del sistema conocido como el método generalizado de momentos (MGM) mediante la metodología Arellano-Bover. Se recurre a ponderaciones robustas con el estimador White del periodo (en dos pasos) para calcular los errores estándar.

En el cuadro 7 uno podría advertir la presencia de tres resultados importantes: primero, parece que los directores generales provenientes de la familia constituyen la causa, no el efecto, del escaso beneficio económico que han obtenido las firmas; segundo, la independencia mantenida por el consejo tiene sin duda una repercusión positiva en la situación financiera de compañías, lo que guarda correspondencia con la literatura previa (Lien y Li, 2014) y pone de relieve la importancia que reviste contar con consejeros y proveedores de recursos que sean autónomos respecto de los directores generales familiares (Sitthipongpanich y Polsiri, 2015); tercero, el apalancamiento parece incidir de manera negativa en la consecución de la rentabilidad.

CONCLUSIONES

En el presente estudio hemos analizado la relación que surge entre los directores generales provistos de vínculos familiares, con las habilidades que los distinguen, y el rendimiento financiero de las firmas en que se desempeñan, dentro de un marco señalado por instituciones formales característicamente frágiles. De esta manera, nos centramos en el efecto que tienen atributos tales como la educación recibida y la experiencia acumulada sobre los resultados conseguidos por la corporación (Palia, 2000; Barro y Lee, 2010). Con este propósito en mente, hemos utilizado una base de datos de firmas familiares de carácter no financiero que fueron listadas en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) para el periodo 2001-2014. Si bien es bastante común que un negocio de familia le confiera a alguien de la misma el puesto en cuestión (Villalonga y Amit, 2006), hasta la fecha los hallazgos obtenidos generalmente por las investigaciones han sido poco concluyentes en lo que respecta a si la presencia de un director general familiar favorece o disminuye el beneficio económico (Miralles-Marcelo et al., 2014). Se pretende aquí contribuir a la discusión sobre este tema desde una perspectiva atenta a un contexto institucional que no ha sido explorado detalladamente en las indagaciones anteriores.

Nuestras evidencias empíricas revelan que el rendimiento de un negocio de familia comandado por un director general procedente del exterior

excede con creces el alcanzado cuando a esas firmas las administra un director general familiar. Este hallazgo se podría explicar por tres factores. Primero, cabe destacar la búsqueda de objetivos (tanto financieros como no financieros) fijados por el círculo privado de la familia y cuya prosecución conlleva la intervención de los directores generales ligados a la misma con el fin de expropiar los intereses de los accionistas minoritarios, así como los de otras partes interesadas, por medio de acciones que obstaculizan la vía hacia el beneficio económico (Lien y Li, 2014; Young et al., 2008). Estos directores bien podrían incrementar los problemas de operatividad referentes a la consolidación de metas, en la medida en que se interpone su voluntad de obtener beneficios familiares, así como incurrir en costos adicionales al instrumentar decisiones que se apartan de las estrategias encaminadas a potenciar el valor; semejante situación cobra más notoriedad en un ámbito caracterizado por niveles elevados en la concentración de la propiedad y por una fragilidad institucional en lo concerniente a la protección brindada al inversionista, la regulación y la aplicación de la ley, entre otros órdenes (Gómez-Mejía et al., 2001; Che y Zhang, 2017). Segundo, debe señalarse la preferencia por enfocarse en la búsqueda de gratificaciones inmediatas en lugar de invertir en las futuras generaciones (Henssen, Voordeckers, Lambrechts y Koiranen, 2014; Fernando et al., 2014): los directores generales con vínculos familiares, en la medida en que poseen intereses que se alinean mejor con los de la familia detentadora de la firma, propician esta tendencia. El nepotismo ocurre con más frecuencia en escenarios marcados por una volatilidad y un riesgo empresarial más elevados, fenómenos que dan lugar a las instituciones debilitadas. Bajo tales circunstancias, la firma familiar puede ser administrada desde una perspectiva a corto plazo (Schulze, Lubatkin y Dino, 2003; Le Breton-Miller et al., 2015). Tercero, debe mencionarse la designación de directores con este perfil que son menos competentes, lo cual conduce a decisiones que no son las óptimas y suscita el resentimiento de los directores de alto rango desprovistos de lazos con la familia (Miller, Steier y Breton-Miller, 2003). Estos hallazgos pueden reflejar una cuota más baja de habilidades empresariales por parte de los directores generales con vínculos familiares, cuyo nombramiento acaso obedezca a razones ajenas a su capacidad profesional (Pérez-González, 2006).

Hemos examinado los efectos moderadores que acarrear sobre el rendimiento financiero corporativo la formación académica y la experiencia de

los directores generales familiares. Los resultados indican que cuando estas personas han obtenido un título universitario en el área de negocios y/o han emprendido estudios de posgrado, este perfil guarda una relación positiva y medible con la consecución de metas corporativas. El conocimiento adquirido en la administración de empresas hace que se eleven las probabilidades de realizar una planeación y gestión estratégicas, mediante la adaptación de nuevas tecnologías y la inversión en investigación y desarrollo (I+D), fomentando así el beneficio económico de la firma (Durán et al., 2016; Jalbert et al., 2002; Slater y Dixon-Fowler, 2010). Adicionalmente, las habilidades desarrolladas a través de los logros académicos, así como las conexiones sociales generadas durante los años de formación, son importantes en cuanto que dotan al director general con nexos familiares de los elementos requeridos para encarar la incertidumbre y la vulnerabilidad que hacen presa de una firma en un contexto institucional de esa índole (Bhagat et al., 2010; Sitthipongpanich y Polsiri, 2015).

Debemos reconocer que nuestro estudio adolece de varias limitaciones. En primer término, la investigación se basa en un número restringido de observaciones y está limitada a una sola nación. En segundo, el talento, la creatividad, la capacidad de liderazgo y los dones para comunicarse y realizar trabajo de equipo resultan variables menos cuantificables (si bien no menos determinantes) que subyacen a la competencia de un director general, y estos temas no se han abordado aquí. En tercero, no diferenciamos entre los que asumieron el papel de fundadores y las generaciones posteriores de directores generales. En cuarto, el trabajo no lleva a cabo un contraste entre el rendimiento de los directores generales que laboran en firmas familiares y aquellos que lo hacen en firmas no familiares. En un trabajo subsecuente nos proponemos expandir la base de datos, incorporando los negocios familiares y no familiares listados en otros países y bajo otros contextos. También nos proponemos integrar a la investigación las firmas familiares y no familiares que han dejado de ser listadas.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Anderson, R. C., y Reeb, D. M. (2004). Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms. *Administrative Science Quarterly*, 49(2), 209-237.
- Anderson, R. C., Duru, A., y Reeb, D. M. (2012). Investment policy in family controlled firms. *Journal of Banking and Finance*, 36(6), 1744-1758.

- Andres, C. (2011). Family ownership, financing constraints and investment decisions. *Applied Financial Economics*, 21(22), 1641-1659.
- Arregle, J., Hitt, M., Sirmon, D., y Very, P. (2007). The development of organizational social capital: Attributes of family firms. *Journal of Management Studies*, 44(1), 73-95.
- Bantel, K., y Jackson, S. (1989). Top management and innovations in banking: Does the composition of the top team make a difference? *Strategic Management Journal*, 10, 107-124.
- Barontini, R., y Caprio, L. (2006). The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe. *European Financial Management*, 12, 689-723.
- Barro, R., y Lee, J. W. (2010). A new data set of educational attainment in the world, 1950-2010 (working paper No. 15902). National Bureau of Economic Research.
- Basco, R. (2015). Family business and regional development – A theoretical model of regional familiness. *Journal of Family Business Strategy*, 6(4), 259-271.
- Bennedsen, M., Nielsen, K. M., Pérez-González, F., y Wolfenzon, D. (2007). Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance. *The Quarterly Journal of Economics*, 122(2), 647-691.
- Berger, A., Kick, T., y Schaeck, K. (2014). Executive board composition and bank risk taking. *Journal of Corporate Finance*, 28, 48-65.
- Bertrand, M., y Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *The Quarterly Journal of Economics*, 118, 1169-1208.
- Bertrand, M., Johnson, S., Samphantharak, K., y Schoar, A. (2008). Mixing family with business: A study of Thai business groups and the families behind them. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 466-498.
- Bhagat, S., y Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257-273.
- Bhagat, S., Bolton, B., y Subramanian, A. (2010). CEO education, CEO turnover, and firm performance. *SSRN Electronic Journal*.
- Boubakri, N., Cosset, J. C., y Guedhami, O. (2005). Postprivatization corporate governance: The role of ownership structure and investor protection. *Journal of Financial Economics*, 76(2), 369-399.
- Brammer, S., y Pavelin, S. (2004). Building a good reputation. *European Management Journal*, 22(6), 704-713.
- Brigham, K. H., Lumpkin, G. T., Payne, G. T., y Zachary, M. A. (2014). Researching long-term orientation: A validation study and recommendations for future research. *Family Business Review*, 27(1), 72-88. doi: 10.1177/0894486513508980.

- Butler, A. W., y Gurun, U. (2012). Educational networks, mutual fund voting patterns, and CEO compensation. *Review of Financial Studies*, 25(8), 2533-2562.
- Cabrera-Suárez, M. K., Deniz-Deniz, M. D. L. C., y Martín-Santana, J. D. (2014). The setting of non-financial goals in the family Firm: The influence of family climate and identification. *Journal of Family Business Strategy*, 5(3), 289-299.
- Castañeda, G. (2000). Governance of large corporations in Mexico and productivity implications. *Abante, Studies in Business Management*, 3(1), 57-89.
- Chang, S. J. (2003). Ownership structure, expropriation, and performance of group-affiliated companies in Korea. *Academy of Management Journal*, 46(2), 238-254.
- Che, L., y Zhang, P. (2017). The impact of family CEO's ownership and the moderating effect of the second largest owner in private family firms. *Journal of Management & Governance*, 21(3), 757-784.
- Chong, A., López-de Silanes, F. (2007). Corporate governance in Latin America (IDB working paper No. 494). Washington, D. C.: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Christiansen, C., Joensen, J., y Rangvid, J. (2008). Are economists more likely to hold stocks? *Review of Finance*, 12, 465-496.
- Chung, H., y Chan, S. (2012). Ownership structure, family leadership, and performance of affiliate firms in large family business groups. *Asia Pacific Journal of Management*, 29(2), 303-329.
- Claessens, S., Djankov, S., y Lang, L. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 81-112.
- Cuervo-Cazurra, A., y Dau, L. A. (2009). Promarket reforms and firm profitability in developing countries. *The Academy of Management Journal*, 52(6), 1348-1368.
- Dalziel, T., Gentry, R., y Bowerman, M. (2011). An integrated agency-resource dependence view of the influence of directors' human and relational capital on firms' R&D spending. *Journal of Management Studies*, 48(6), 1217-1242.
- Davidson, W., Xie, B., Xu, W., y Ning, Y. (2007). The influence of executive age, career horizon and incentives on pre-turnover earnings management. *Journal of Management and Governance*, 11(1), 45-60.
- Dehaene, A., De Vuyst, V., y Ooghe, H. (2001). Corporate performance and board structure in Belgian companies. *Long Range Planning*, 34, 383-398.
- Demsetz, H., y Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7, 209-233.
- Durán, P., Kammerlander, N., Van Essen, M., y Zellweger, T. (2016). Doing more with less: Innovation input and output in family firms. *Academy of Management Journal*, 59(4), 1224-1264.
- Earle, J. S., Kucsera, C., y Telegdy, A. (2005). Ownership concentration and

- corporate performance on the Budapest stock exchange: Do too many cooks spoil the goulash? *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 254-264.
- Espinoza, T., y Espinoza, N. (2012). Family business performance: Evidence from Mexico. *Cuadernos de Administración*, 25(44), 39-61.
- Estrin, S., y Prevezer, M. (2011). The role of informal institutions in corporate governance: Brazil, Russia, India, and China compared. *Asia Pacific Journal of Management*, 28(1), 41-67.
- Faccio, M., y Lang, L. H. P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365-395.
- Faccio, M., Lang, L. H. P., y Young, L. (2001). Dividends and expropriation. *American Economic Review*, 91(1), 54-78.
- Fernando, G. D., Schneible, R. A., y Suh, S. H. (2014). Family firms and institutional investors. *Family Business Review*, 27(4), 328-345.
- Gallego-Álvarez, I., García, I., y Rodríguez, L. (2009). La eficacia del gobierno corporativo y la divulgación de información en internet. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 15(1), 109-135.
- García-Ramos, R., y García-Olalla, M. (2011). Board characteristics and firm performance in public founder- and nonfounder-led family businesses. *Journal of Family Business Strategy*, 2(4), 220-231.
- Gedajlovic, E., y Shapiro, D. (1998). Management and ownership effects: Evidence from five countries. *Strategic Management Journal*, 19, 533-553.
- Globerman, S., y Shapiro D. (2003). Governance infrastructure and US foreign direct investment. *Journal of International Business Studies*, 34(1), 19-39.
- Goel, S., He, X., y Karri, R. (2011). Family involvement in a hierarchical culture: Effect of dispersion of family ownership control and family member tenure on firm performance in Chinese family owned firms. *Journal of Family Business Strategy*, 2(4), 199-206.
- Goll, I., Johnson N., y Rasheed, A. (2007). Knowledge ability, strategic change, and firm performance: The moderating role of the environment. *Management Decision*, 45(2), 161-179.
- Gómez-Mejía, L., Nuñez-Nickel, M., y Gutiérrez, I. (2001). The role of family ties in agency contracts. *Academy of Management Journal*, 44, 81-95.
- Gottesman, A., y Morey, M. (2006). *Does a better education make for better managers? An empirical examination of CEO educational quality and firm performance* (documento de trabajo). Recuperado de: <http://ssrn.com/abstract=564443>
- Hambrick, D. (2007). Upper echelons theory: An update. *Academy of Management Review*, 32, 334-343.

- Hambrick, D., y Mason, P. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206.
- Harford, J., y Li, K. (2007). Decoupling CEO wealth and firm performance: The case of acquiring CEOs. *The Journal of Finance*, 62(2), 917-949.
- Henssen, B., Voordeckers, W., Lambrechts, F., y Koironen, M. (2014). The CEO autonomy-stewardship behavior relationship in family firms: The mediating role of psychological ownership. *Journal of Family Business Strategy*, 5, 312-322.
- Hermalin, B. E., y Weisbach, M. S. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *The American Economic Review*, 88(1), 96-118.
- Herrmann, P., y Datta, D. (2005). Relationships between top management team characteristics and international diversification: An empirical investigation. *British Journal of Management*, 16, 69-78.
- IEF, y Red de Cátedras de Empresa Familiar (2016). *La empresa familiar en España en 2015*. Madrid/Barcelona: Instituto de la Empresa Familiar.
- Jalbert, T., Rao, R., y Jalbert, M. (2002). Does school matter? An empirical analysis of CEO education, compensation, and firm performance. *International Business & Economics Research Journal*, 1(1), 83-98.
- Jaskiewicz, P., y Luchak, A. (2013). Explaining performance differences between family firms with family and nonfamily CEOs: It's the nature of the tie to the family that counts! *Entrepreneurship Theory and Practice*. doi: 10.1111/etap.12070, 1361-1367.
- Jiraporn, P., Kim, Y., y Davidson, W. (2008). Multiple directorships and corporate diversification. *Journal of Empirical Finance*, 15(3), 418-435.
- Karami, A., Analoui, F., y Kakabadse, N. (2006). The CEOs' characteristics and their strategy development in the UK SME sector. *Journal of Management Development*, 25(4), 316-324.
- Kim, Y. (2005). Board network characteristics and firm performance in Korea. *Corporate Governance: An International Review*, 13(6), 800-808.
- Kim, K. H., Al-Shammari, H., Kim, B., y Lee, S. H. (2009). CEO duality leadership and corporate diversification behavior. *Journal of Business Research*, 62(11), 1173-1180.
- Koufopoulos, D. N., Zoumbos, V., Argyropoulou, M., y Motwani, J. (2008). Top management team and corporate performance: A study of Greek firms. *Team Performance Management*, 14(7), 340-363.
- La Porta, R., López-de Silanes, F., y Shleifer, A. (2006). What works in securities laws? *The Journal of Finance*, 61(1), 1-32.
- La Porta, R., López-de Silanes, F., Shleifer, A., y Vishny, R. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.

- Le Breton-Miller, I., y Miller, D. (2016). Family firms and practices of sustainability: A contingency view. *Journal of Family Business Strategy*, 7(1), 26-33.
- Le Breton-Miller, I., Miller, D., y Bares, F. (2015). Governance and entrepreneurship in family firms: Agency, behavioral agency and resource-based comparisons. *Journal of Family Business Strategy*, 6, 58-62.
- Lien, Y. C., y Li, S. (2014). Professionalization of family business and performance effect. *Family Business Review*, 27(4), 346-364.
- Liu, W., Yang, H., y Zhang, G. (2012). Does family business excel in firm performance? An institution-based view. *Asia Pacific Journal of Management*, 29(4), 965-987.
- Lourenço, I. C., Castelo, M., Curto, J., y Eugénio, T. (2012). How does the market value corporate sustainability performance? *Journal of Business Ethics*, 108(4), 417-428.
- Luo, X. R., y Chung, C. N. (2005). Keeping it all in the family: The role of particularistic relationships in business group performance during institutional transition. *Administrative Science Quarterly*, 50(3), 404-439.
- Luo, Y., y Peng, M. W. (1999). Learning to compete in a transition economy: Experience, environment, and performance. *Journal of International Business Studies*, 30(2), 269-295.
- McCall, M. (2004). Leadership development through experience. *Academy of Management Executive*, 18, 127-130.
- McDonald, M., Westphal, J., y Graebner, M. (2008). Director acquisition experience and acquisition performance. *Strategic Management Journal*, 29, 1155-1177.
- Miller, D., y Le Breton-Miller, I. (2006). Family governance and firm performance: Agency, stewardship, and abilities. *Family Business Review*, 19(1), 73-87.
- Miller, D., Steier, L., y Le Breton-Miller, I. (2003). Lost in time: Intergenerational succession, change, and failure in family business. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 513-531.
- Miralles-Marcelo, J. L., Miralles-Quirós, M. M., y Lisboa, I. (2014). The impact of family control on firm performance: Evidence from Portugal and Spain. *Journal of Family Business Strategy*, 5, 156-168.
- Morck, R., Nakamura M., y Shivdasani, A. (2000). Banks, ownership structure, and firm value in Japan. *Journal of Business*, 73(4), 539-567.
- Palia, D. (2000). The impact of regulation on CEO labor markets. *The Rand Journal of Economics*, 31(1), 165-179.
- Peng, M. W. (2003). Institutional transitions and strategic choices. *The Academy of Management Review*, 28(2), 275-296.
- Peng, M. W., y Jiang, Y. (2010). Institutions behind family ownership and control in large firms. *Journal of Management Studies*, 47(2), 253-273.

- Peni, E. (2014). CEO and chairperson characteristics and firm performance. *Journal of Management Governance*, 18, 185-205.
- Pérez-González, F. (2006). Inherited control and firm performance. *American Economic Review*, 96(5), 1559-1588.
- Phan, P., y Hoon, L. (1995). Human capital or social networks: What constrains CEO dismissal? *Academy of Management Journal Best Paper Proceedings*, 1995(1), 37-41.
- Prior, D., Surroca, J., y Tribó, J. A. (2008). Are socially responsible managers really ethical? exploring the relationship between earnings management and corporate social responsibility. *Corporate Governance: An International Review*, 16(3), 160-177.
- Puffer, S. M., McCarthy, D. J., y Boisot, M. (2010). Entrepreneurship in Russia and China: The impact of formal institutional voids. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 34(3), 441-467.
- Ramón-Llorens, M., García-Meca, E., y Duréndez, A. (2017). Influence of CEO characteristics in family firms' internationalization. *International Business Review*, 26, 786-799.
- Rosa, P., Howorth, C., y Discua-Cruz, A. (2014). Habitual and portfolio entrepreneurship and the family in business. En L. Melin, M. Nordqvist y P. Sharma (eds.), *The SAGE Family Business Handbook*.
- San Martín-Reyna, J. M., y Durán-Encalada, J. A. (2012). The relationship among family business, corporate governance, and firm performance: Evidence from the Mexican stock exchange. *Journal of Family Business Strategy*, 3, 106-117.
- Santiago, M., y Brown, C. J. (2009). An empirical analysis of Latin American board of directors and minority shareholders' rights. *Forum Empresarial*, 14(2), 1-18.
- Schulze, W. G., Lubatkin, M. H., y Dino, R. N. (2003). Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *Academy of Management Journal*, 46(2), 179-194.
- Sciascia, S., y Mazzola, P. (2008). Family involvement in ownership and management: Exploring nonlinear effects on performance. *Family Business Review*, 21, 331-345.
- Sitthipongpanich, T., y Polsiri, P. (2015). Do CEO and board characteristics matter? A study of Thai family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 6(2), 119-129.
- Slater, D., y Dixon-Fowler, H. (2010). The future of the planet in the hands of MBAs: An examination of CEO MBA education and corporate environmental performance. *Academy of Management Learning & Education*, 9(3), 429-441.
- Stanley, L. J., y McDowell, W. (2014). The role of interorganizational trust and

- organizational efficacy in family and nonfamily firms. *Journal of Family Business Strategy*, 5(3), 264-275.
- Steier, L. (2009). Familiar capitalism in global institutional contexts: Implications for corporate governance and entrepreneurship in east Asia. *Asia Pacific Journal of Management*, 26(3), 513-535.
- Surroca, J., Tribó, J. A., y Waddock, S. (2010). Corporate responsibility and financial performance: The role of intangible resources. *Strategic Management Journal*, 31(5), 463-490.
- Villalonga, B., y Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385-417.
- Virtanen, A. (2012). Women on the boards of listed companies: Evidence from Finland. *Journal of Management and Governance*, 16(4), 571-593.
- Wang, H. C., He, J., y Mahoney, J. T. (2009). Firm-specific knowledge resources and competitive advantage: The roles of economic-and relationship-based employee governance mechanisms. *Strategic Management Journal*, 30(12), 1265-1285.
- Wei, L., y Ling, Y. (2015). CEO characteristics and corporate entrepreneurship in transition economies: Evidence from China. *Journal of Business Research*, 68, 1157-1165.
- World Economic Forum, y Schwab, K. (2015). *The global competitiveness report 2015-2016*. Ginebra: World Economic Forum. Recuperado de: <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-report-2015-2016>
- Xiaowei, V. K., y Zhang, J. (2010). The effect of managerial education and firm-ownership structure. *Chinese Economy*, 43(6), 34-53.
- Young, M., Peng, M., Ahlstrom, D., Bruton, G., y Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196-220.