

INSIDERS OWNERSHIP AND FIRM PERFORMANCE IN SPANISH NON-LISTED FIRMS

Blanca Arosa de la Torre, blanca.arosa@ehu.es, UPV/EHU

Txomin Iturralde Jainaga, txomin.iturralde@ehu.es, UPV/EHU

Amaia Maseda García, amaia.maseda@ehu.es, UPV/EHU

ABSTRACT

Despite the prevalence of family firms throughout the world, the evidence on the effect of family ownership on corporate performance is still scarce. This study provides new evidence of the influence of the insider ownership on non-listed firm's performance, differentiating the behaviour of family and non-family firms using data on 586 non-listed Spanish firms. Our evidence supports both the convergence of interest and the entrenchment effects, and suggests that Spanish family firms' insiders become entrenched at higher ownership levels. The empirical evidence shows also that for family firms the relationship between insider ownership and firm performance differs depending on which generation manages the firms

1. INTRODUCCIÓN

La literatura sugiere que la estructura de propiedad es uno de los principales mecanismos de gobierno de las empresas que influye en los costes de agencia de éstas. Berle y Means (1932) sugieren que la concentración de la propiedad debe tener un efecto positivo en el rendimiento, ya que alivia el conflicto de intereses entre propietarios y directivos. En este sentido, las estructuras concentradas de propiedad dejan de lado el clásico problema de agencia entre directivos y accionistas, pero conducen a un conflicto entre accionistas mayoritarios y minoritarios (Shleifer y Vishny, 1997, Porta et al., 2000).

En este contexto, este estudio se centra en las empresas no cotizadas, con estructuras concentradas de propiedad, cuyos principales accionistas son, en muchos casos, las familias. La mayoría de los estudios se centran en empresas cotizadas, por lo que consideramos que es necesario centrarse en las empresas no cotizadas y cubrir la laguna existente. Es interesante comprobar si los resultados obtenidos sobre el comportamiento de los mecanismos internos de control en las empresas no cotizadas, se pueden comparar con los resultados de numerosos estudios de investigación centrados en las empresas cotizadas.

Este estudio pretende realizar una nueva contribución con una muestra representativa de empresas españolas que no cotizan en bolsa, familiares y no familiares. Las limitaciones que existen para identificar a las empresas familiares suponen que el análisis detallado de la información proporcionada por las bases de datos generales y la encuesta sean los únicos medios para hacerlo. Este trabajo utiliza una combinación de ambos métodos.

El propósito del trabajo es examinar el efecto de la estructura de propiedad de las empresas no cotizadas en la rentabilidad empresarial, utilizando como variable la propiedad de los internos como mecanismos de gobierno corporativo. Además, se trata de verificar si la condición de familiar de la empresa genera un comportamiento distinto en la acción de estos mecanismos

Los resultados indican que el carácter familiar tiene un efecto diferencial a la hora de analizar el comportamiento de los internos en relación con su porcentaje de propiedad. Los resultados obtenidos en el análisis constatan, en el caso de las empresas familiares, la existencia de una relación cúbica entre la propiedad de los internos y la

rentabilidad empresarial. La rentabilidad de la empresa familiar aumenta con niveles bajos y altos de propiedad de los internos y disminuye en los niveles intermedios. Estos resultados son consistentes tanto con la hipótesis de convergencia de intereses como con la de atrincheramiento. Asimismo, se ha podido contrastar la existencia de una relación cuadrática entre la propiedad de los internos y la rentabilidad de las empresas familiares de primera generación. En concreto, para niveles de propiedad de los internos por debajo del 55% en empresas familiares de primera generación, se cumple la hipótesis de convergencia de intereses entre accionistas y directivos. Sin embargo, para niveles de propiedad superiores a este porcentaje, prevalece la hipótesis de atrincheramiento de los internos.

El resto del trabajo está organizado de la siguiente manera. Sección 2 contiene una revisión de la literatura en relación con la estructura de propiedad como un mecanismo de control, y presenta la hipótesis y modelos. La sección 3 presenta los datos y el procedimiento de análisis utilizado para llevar a cabo el estudio empírico y los resultados de la investigación. Por último, la sección 4 se exponen las principales conclusiones, y el documento termina con una lista de referencias bibliográficas.

2. FUNDAMENTO TEÓRICO

Existe una clara diferencia en los problemas de agencia que surgen en las empresas cotizadas y las no cotizadas. Mientras que en las primeras los problemas surgen, fundamentalmente, entre los accionistas y los directivos; en las empresas no cotizadas el principal problema de agencia se da entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios.

El origen de este conflicto se puede encontrar en la tendencia de los accionistas mayoritarios a utilizar su poder para llevar a cabo actividades tendentes a obtener un beneficio privado que daña la riqueza de los accionistas minoritarios (La Porta et al., 1999; Francis et al., 2005). En España, el incentivo de obtener beneficios privados a expensas de los minoritarios puede verse acentuado ya que, a diferencia de lo que ocurre en los países anglosajones, los intereses de los accionistas minoritarios están pobremente protegidos por el sistema legal.

La mayor concentración de derechos de voto puede, por tanto, conducir a mayores incentivos para los accionistas controladores de cara a obtener beneficios privados. Esta tendencia, además, se puede acrecentar en el caso de las empresas familiares, ya que estos beneficios privados permanecen en la familia controladora, mientras que en las empresas no familiares, son distribuidas entre un número importante de accionistas (Villalonga y Amit, 2006).

Centrándonos en la literatura existente, cabe señalar que los distintos trabajos que han considerado la estructura de propiedad como un mecanismo interno de control, han diferenciado tres aspectos de la misma: la concentración de la propiedad (Demsetz y Lehn, 1985; Shleifer y Vishny, 1986; McConnell y Servaes, 1990; Leech y Leahy, 1991; Morck et al., 2000); la participación accionarial de los internos (Stulz, 1988; Morck, et al., 1988; McConnell y Servaes, 1990; Faccio y Lasfer, 1999), y la identidad del propietario (Galve y Salas, 1992; Pedersen y Thomsen, 1997).

En este trabajo se discute una de estas tres áreas: la participación accionarial de los internos y analizamos su validez como mecanismo interno de control, siguiendo los principios de la Teoría de la Agencia. En este sentido, es necesario comprobar si la estructura de propiedad actúa como un mecanismo de control interno en las empresas no cotizadas, distinguiendo el comportamiento de las empresas familiares.

Jensen y Meckling (1976) y Fama y Jensen (1983) señalan que la propiedad de los internos puede provocar dos tipos de comportamientos totalmente diferenciados: la convergencia de intereses con los accionistas y el atrincheramiento.

Jensen y Meckling (1976) afirman que, a medida que la propiedad de los internos crece, su carácter de propietario hace que su tendencia a consumir los recursos de la empresa decrezca y, por tanto, sus intereses y los de los accionistas se van alineando. De esta manera, los conflictos entre propietarios y directivos tienden a desaparecer. Prevalece, por tanto, la hipótesis de convergencia de intereses. No obstante, también afirman que la tendencia natural de los directivos es utilizar los recursos de la empresa en sus propios intereses, que pueden entrar en conflicto con los de los externos. Estos autores señalan que a medida que aumenta la propiedad en manos de los internos, los conflictos de interés entre accionistas y directivos desaparecen debido a que los intereses tienden a converger. Sin embargo, Demsetz (1983) y Fama y Jensen (1983) argumentan que porcentajes de propiedad significativos en manos de los internos genera costes de compensación. Afirman que, incluso cuando los niveles de propiedad de los internos son bajos, la disciplina del mercado puede inducir a los directivos a buscar la maximización del valor, a pesar de su escaso incentivo personal para hacerlo. Por el contrario, cuando los internos poseen un porcentaje significativo del capital de la empresa que les hace tener un poder de voto o una influencia significativa, pueden satisfacer sus propios objetivos, diferentes de los de la maximización del valor, sin poner en peligro ni su puesto de trabajo ni su salario.

Estos argumentos ponen de manifiesto la existencia de una situación de atrincheramiento por parte de los internos, lo que significa que un excesivo porcentaje de propiedad en manos de éstos, tiene un impacto negativo en el rendimiento empresarial. El efecto atrincheramiento se basa en la idea de que la concentración de la propiedad genera incentivos a los accionistas controladores para expropiar la riqueza de los minoritarios (Fama y Jensen, 1983; Morck et al., 1988; Shleifer y Vishny, 1997). El que los miembros de la familia ocupen puestos importantes tanto en la dirección como en el Consejo de Administración puede suponer que la empresa tenga unos órganos de gobierno peores, ya que la función supervisora del consejo puede no ser eficiente.

La existencia de estos dos efectos tan dispares hace suponer la existencia de una relación no lineal entre la propiedad de los internos y el valor de la empresa, aspecto que ya ha sido puesto de manifiesto en diversos estudios (McConnell y Servaes, 1990; Gedajlovic y Shapiro, 1998). En diversos estudios (Morck et al, 1988; Wruck, 1989; Hermalin y Weisbach, 1991; Cho, 1998) se ha evidenciado una relación no lineal entre el valor de la empresa y la propiedad de los internos.

Además, han sido varios los autores que han tratado el tema de la hipótesis de atrincheramiento (Morck et al., 1988; McConnell y Servaes, 1990; Leech y Leahy, 1994; Mudambi y Nicosia, 1998; Faccio y Lasfer, 1999; Lehmann y Weigand, 2000; de Miguel et al., 2004), aunque las conclusiones obtenidas no han resultado concluyentes.

En este contexto, la primera hipótesis propone que la rentabilidad de la empresa familiar aumenta con niveles bajos y altos de propiedad de los internos y disminuye en los niveles intermedios. Esperamos una relación cúbica entre propiedad de los internos y rendimiento empresarial en las empresas familiares.

H₁: El rendimiento de la empresa familiar aumenta con niveles bajos y altos de propiedad de los internos y disminuye en los niveles intermedios.

Para probar esta hipótesis se propone el siguiente modelo:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 \text{FINSOWN} + \beta_2 \text{FINSOWN}^2 + \beta_3 \text{FINSOWN}^3 + \beta_4 \text{OUTSIDERS} + \beta_5 \text{GROWTHOP} + \beta_6 \text{LEV} + \beta_7 \text{SIZE} + \beta_8 \text{AGE} + \beta_9 \text{SECT} \quad (1)$$

La asimetría de información que existe entre la familia fundadora y el resto de accionistas puede acrecentar este efecto atrincheramiento debido a que se da una menor fluidez de la información y una menor transparencia informativa, redundando todo ello en una pérdida de la rentabilidad (Wang, 2006). Faccio et al. (2001) indican que las familias fundadoras tienen fuertes incentivos para expropiar la riqueza de los minoritarios, señalando que esos incentivos son mayores cuando la influencia de la familia excede sus derechos de propiedad. Establecen que las familias pueden ejercer su control o influencia a través de dos vías, manteniendo la posición de máximo ejecutivo o mediante una representación desproporcionada en el Consejo de Administración. Consecuentemente, se espera que la mayor expropiación familiar se dé cuando el control familiar del consejo exceda los derechos de propiedad o cuando los miembros de la familia ocupen el puesto de máximo ejecutivo.

Estos argumentos sugieren que la presencia de la familia en la empresa genera un afianzamiento y alineación de los intereses mayor en las empresas familiares que en las empresas no familiares y que esta relación sea más fuerte en las empresas familiares de primera generación.

H₂: El rendimiento de la empresa familiar aumenta en mayor medida con niveles bajos y altos de propiedad de los internos y disminuye en mayor medida en los niveles intermedios en comparación con las empresas no familiares.

Para probar esta hipótesis se propone el siguiente modelo:

$$Y = \beta_0 + (\beta_1 + \beta_2 \text{FD}) \text{INSOWN} + (\beta_3 + \beta_4 \text{FD}) \text{INSOWN}^2 + (\beta_5 + \beta_6 \text{FD}) \text{INSOWN}^3 + \beta_7 \text{OUTSIDERS} + \beta_8 \text{GROWTHOP} + \beta_9 \text{LEV} + \beta_{10} \text{SIZE} + \beta_{11} \text{AGE} + \beta_{12} \text{SECT} \quad (2)$$

H₃: El rendimiento de la empresa familiar dirigida por la primera generación aumenta con niveles bajos y altos de propiedad de los internos y disminuye en los niveles intermedios en mayor medida que en el resto de empresas familiares.

Utilizando el siguiente modelo para contrastarla:

$$Y = \beta_0 + (\beta_1 + \beta_2 \text{GEN1}) \text{FINSOWN} + (\beta_3 + \beta_4 \text{GEN1}) \text{FINSOWN}^2 + (\beta_5 + \beta_6 \text{GEN1}) \text{FINSOWN}^3 + \beta_7 \text{OUTSIDERS} + \beta_8 \text{GROWTHOP} + \beta_9 \text{LEV} + \beta_{10} \text{SIZE} + \beta_{11} \text{AGE} + \beta_{12} \text{SECT} \quad (3)$$

3. ESTUDIO EMPÍRICO: DATOS Y ANÁLISIS.

3.1. – MARCO POBLACIONAL Y MUESTRA

Este estudio se llevó a cabo sobre las empresas españolas incluidas en la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibérico) para el año 2006, último año para el que se dispone de datos completos a la fecha de realización del estudio. Posteriormente se impusieron ciertas restricciones a este grupo de empresas a fin de llegar a un conjunto representativo de la población. En primer lugar, hemos eliminado a las empresas afectadas por situaciones especiales, como la insolvencia, disolución, liquidación o nula actividad. La segunda restricción hace referencia a la forma jurídica de la empresa, de forma que centramos nuestro estudio en las sociedades anónimas y limitadas ya que son este tipo de empresas las que tienen una obligación legal de establecer órganos de supervisión como puede ser el consejo de administración, además de ser las dos formas societarias predominantes entre las empresas españolas. En tercer lugar, hemos eliminado las empresas con cotización oficial. En cuarto lugar, se estudian sólo las empresas españolas con más de 50 empleados, es decir, empresas

con un cierto tamaño, que aseguran la existencia de un equipo directivo relevante y, por tanto, con un órgano de control que supervise su actuación. Con esta condición, la muestra objeto de estudio comprende 3723 empresas españolas no cotizadas.

Con la intención de diferenciar entre las empresas familiares y no familiares, el siguiente paso ha sido incluir las restricciones relativas al carácter familiar de las empresas. Para ello, lo primero que hay que hacer es definir empresa familiar al objeto de la investigación.

En este estudio, se considera familiar a una empresa que cumpla dos condiciones: a) que exista un porcentaje de capital social en poder del fundador o de los miembros de la familia que les permitan ejercer un control sobre la empresa (porcentaje que se ha situado en un mínimo del 20% siguiendo a La Porta et al.(1999)), y, además, b) participen de forma activa en la gestión de dicha empresa mediante la participación de miembros familiares en el Consejo de Administración.

Para comprobar el cumplimiento de estas dos condiciones, se realizó una revisión exhaustiva de las estructuras de propiedad (porcentaje de acciones) y composición (nombre y apellidos de los accionistas), así como de la composición del Consejo de Administración de cada una de las 3.723 empresas seleccionadas.

Por lo tanto, se ha clasificado una empresa como familiar si hay relaciones de parentesco entre los accionistas y entre los accionistas y los consejeros, tomando como referencia la coincidencia de apellidos y se ha podido identificar que una o más familias poseen un mínimo del 20% del capital. Además, también se ha revisado la composición de la dirección de la empresa, en aras a detectar una relación de parentesco entre los accionistas y las personas que ocupan cargos en la dirección. La razón de realizar esta revisión es poder descubrir aquellas empresas familiares que tengan una dirección profesionalizada.

De esta manera, hemos conseguido identificar a 1493 empresas familiares y 1465 no familiares, quedando 765 pendientes de clasificar.

3.2.- DATOS

A las 2958 empresas identificadas, se les realizó un cuestionario telefónico a través de los servicios contratados a la empresa Gizaker S.L. Para asegurar un mayor número de respuestas, los responsables tuvieron un conocimiento previo de la realización del estudio mediante carta postal, en la que se indicaba el objeto del mismo y destacaba su interés. La encuesta se realizó durante los meses de enero y febrero de 2008 y se recibieron un total de 600 respuestas, es decir, un índice de repuesta de un 20,28%, que se puede considerar adecuado y, comparándolo con índices de otros trabajos, es bastante más alto. Los entrevistados eran personas responsables de la gestión en las empresas (directores financieros de 56,48% de los casos, el director ejecutivo en 31,06%, el presidente en el 1,54% de los casos, y otros en 10,92%). El cuadro 1 resume las características técnicas del estudio. Finalmente se eliminaron 14 cuestionarios debido a que carecían de la totalidad de información necesaria, por lo que la muestra queda compuesta por 586 empresas no cotizadas, de las cuales 217 (37.03%) son no familiares y 369 (62.97%) familiares.

Las fuentes de información, por tanto, han sido la base de datos SABI, de donde se obtuvo información sobre el número de trabajadores, partidas del Balance y la Cuenta de Resultados, actividad de la empresa y edad de la misma, y la encuesta, que proporciona información sobre la estructura de propiedad, órganos de gobierno de la empresa y de la familia, características de la dirección, existencia de un plan de sucesión, e incorporación de familiares a la empresa.

Por tanto, el cuestionario recoge información sobre las variables necesarias para el estudio que no se pudieron obtener a partir de la base de datos SABI y se consideró más fiable capturarlos a través de una encuesta.

TABLA. 1 – Definición y cálculo de las variables

PANEL A	
VARIABLES OBTENIDAS MEDIANTE LA ENCUESTA	
VARIABLE	DEFINICIÓN
Generación que dirige la empresa (GEN)	Variable Dummy que toma el valor de 1 si la empresa está dirigida por la primera generación y 0 en caso contrario.
Propiedad de los internos (INSOWN)	Porcentaje de propiedad en manos de los consejeros internos y el máximo ejecutivo.
Propiedad de los internos en las empresas familiares(FINSOWN)	Porcentaje de propiedad en manos de los consejeros internos y el máximo ejecutivo en las empresas familiares.
Composición del Consejo (OUTSIDERS)	Porcentaje de consejeros externos sobre el total de consejeros.
Dummy familiar (FD)	Variable Dummy que toma el valor 1 cuando la empresa cumple con la definición adoptada y 0 en caso contrario.
PANEL B	
VARIABLES OBTENIDAS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS	
Rentabilidad de la empresa (ROA)	(1) EBIT / TA, donde EBIT = resultado del ejercicio + gastos financieros + impuesto sobre beneficio y TA = Total Activo.
Oportunidades de crecimiento (GROWTHOP)	$Ventas_0 / Ventas_{-1}$
Nivel de endeudamiento (LEV)	Deuda Total / Total del Activo.
Tamaño de la empresa (SIZE)	Logaritmo neperiano del total del Activo.
Antigüedad de la empresa (AGE)	Logaritmo neperiano del número de años desde la constitución de la empresa.
Sector	Variable dummy que controla el sector de actividad

3.3.- RESULTADOS

En este apartado, se trata de analizar el efecto de la propiedad de los internos sobre la rentabilidad de la empresa, El objetivo es comparar la relación entre la propiedad de los internos y la rentabilidad comparando las empresas familiares y las no familiares; y conocer si concurren las hipótesis de convergencia de intereses y atrincheramiento. Finalmente, analizamos la influencia que puede tener la generación que dirija la empresa en estas relaciones.

Los resultados obtenidos en nuestro análisis (Tabla 2, columna I), muestran una una relación cúbica y significativa entre el porcentaje de propiedad en manos de los internos y la rentabilidad empresarial. En este sentido, los resultados obtenidos son consistentes con los trabajos de Morck et al. (1988) y los de De Miguel et al. (2002), aplicados a empresas cotizadas, al apreciarse coeficientes positivos en el caso de la variable propiedad de los internos y su cubo, y un coeficiente negativo en el caso del cuadrado de la propiedad de los internos. Podemos afirmar, por tanto, que se acepta la hipótesis 1, es decir, el rendimiento de la empresa familiar aumenta con niveles bajos y altos de propiedad de los internos y disminuye en los niveles intermedios. Estos resultados se pueden interpretar como consistentes tanto con la hipótesis de convergencia de intereses como con la de atrincheramiento.

Así, para niveles bajos de propiedad, los intereses de los internos tienden a converger con los de los accionistas, lo que redundará de forma positiva en la rentabilidad. Sin embargo, a medida que esa participación de los internos

en el capital crece, empieza a cobrar fuerza la hipótesis del atrincheramiento, de forma que los internos utilizan su mayor poder en la empresa en beneficio propio, sin mirar por la maximización de la misma. La rentabilidad, en ese caso, tiende a caer. A pesar de ello, llega un momento en el que el porcentaje de propiedad que poseen los internos es tan alto que vuelven a preocuparse por el bienestar de todos los accionistas, lo que hace que la Rentabilidad empresarial vuelva a crecer.

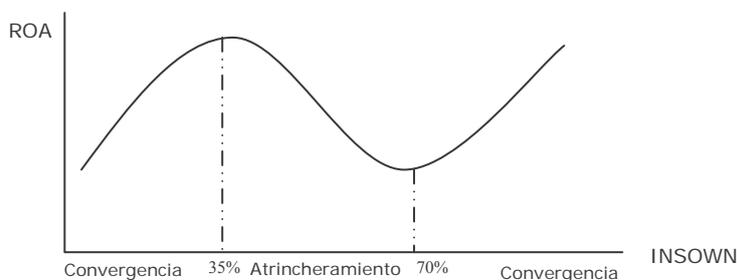


Figura 1 Relación entre la propiedad de los internos y la rentabilidad

El siguiente paso consiste en calcular los dos puntos de corte que existen en la relación cúbica. A este respecto, siguiendo a De Miguel et al (2002), su cálculo se puede realizar diferenciando la rentabilidad respecto de la propiedad de los internos. Igualando esta derivada parcial a cero, los puntos de corte serán:

$$\text{INSOWN}/\text{INSOWN}^2 = -2\beta_1 \pm \sqrt{4\beta_2 - 12\beta_1\beta_3} / 6\beta_3$$

Una vez calculados los puntos de corte podemos señalar que, si el porcentaje de propiedad de los internos se encuentra entre el 0 y el 35%, los aumentos en el porcentaje de propiedad se traducen en aumentos en la rentabilidad empresarial. La razón reside en los mayores incentivos de los internos para maximizar la rentabilidad, a medida que su participación en el capital crece. Por otro lado, cuando la propiedad en manos de los internos se encuentra entre un 35% y un 70%, la rentabilidad cae a medida que aumenta su porcentaje de propiedad. Se aprecia, por tanto, que prevalece en este caso la hipótesis de atrincheramiento, ya que los internos miran más por su propio bienestar que por el de todos. Finalmente, para porcentajes de propiedad de los internos por encima del 70%, parece que la hipótesis de convergencia de intereses vuelve a prevalecer.

Estos resultados obtenidos están en total consonancia con los obtenidos por De Miguel et al. (2002), quienes analizan una muestra de empresas cotizadas españolas, sin diferenciar su carácter familiar. En este sentido y, a tenor de los resultados obtenidos, parece que el carácter de cotizada no afecta a la relación entre el porcentaje de propiedad de los internos y la rentabilidad de la empresa.

TABLA 2.- Relación entre la propiedad de los internos y la rentabilidad

	ROA			
	I	II	III	IV
Constante	0.0584 (0.0957)	-0.0148 (0.1053)	0.0815 (0.0934)	0.2194** (0.1024)
FINSOWN	0.2732** (0.1273)		0.1992 (0.1483)	-0.0435 (0.0897)
FINSOWN*GEN1			0.3034***	0.2573*

FINSOWN ²	-0.6966**		(0.2235)	(0.0897)
	(0.3389)		-0.6223	0.0528
FINSOWN ² *GEN1			(0.4080)	(0.0599)
			-0.4278	-
			(0.6460)	0.2321**
				(0.1008)
FINSOWN ³	0.4484**		0.4383***	
	(0.2251)		(0.2733)	
FINSOWN ³ *GEN1			0.1480	
			(0.4396)	
INSOWN		-0.4854		
		(0.3906)		
INSOWN*FD		0.7362***		
		(0.4173)		
INSOWN ²		1.3920		
		(1.1690)		
INSOWN ² *FD		-		
		2.1237***		
		(1.2514)		
INSOWN ³		-0.9546		
		(0.8278)		
INSOWN ³ *FD		1.4263***		
		(0.8818)		
OUTSIDERS	-0.0160	-0.0145	-0.0192	-0.0189
	(0.0232)	(0.0168)	(0.0205)	(0.0226)
GROWTHOP	0.0463***	-0.2239**	0.0518***	0.0484
	(0.0309)	(0.0984)	(0.0300)	(0.0300)
LEV	-0.0991*	-0.1047*	-0.0990*	-0.0976*
	(0.0321)	(0.0252)	(0.0313)	(0.0312)
SIZE	-0.0025	0.0070***	-0.0043	-0.0049
	(0.0054)	(0.0038)	(0.0052)	(0.0052)
AGE	-0.0022	-0.0103	-0.0000	-0.0013
	(0.0099)	(0.0078)	(0.0097)	(0.0097)
R ²	0.16	0.16	0.21	0.22

*, ** y *** indican significatividad al 1%, 5% y 10% respectivamente.

Una vez verificada la existencia de una relación cúbica entre la participación de los internos en el capital y la rentabilidad de la empresa, se ha procedido a verificar si dicho efecto es más fuerte en las empresas familiares que en las no familiares (modelo 2). Los resultados se muestran en la Tabla 2 (columna II), y se aprecia un coeficiente positivo de las variables que recogen la interacción entre el porcentaje de propiedad y su cubo con la Dummy familiar; y negativo para el caso de la interacción entre el cuadrado del porcentaje de propiedad de los internos y la Dummy familiar. Por el contrario, cuando se trata de empresas no familiares, dicha relación no resulta significativa. Estos resultados indican que se acepta la hipótesis 1, lo que indica que la relación cúbica antes probada, se manifiesta únicamente en las empresas familiares de la muestra. De esta forma, para niveles bajos y altos de propiedad, prevalece la hipótesis de convergencia de intereses, de forma que los internos anteponen los intereses de la totalidad de accionistas a los suyos propios. Sin embargo, para niveles intermedios

de propiedad de los internos, prevalece la hipótesis de atrincheramiento, de forma que los internos anteponen sus propios intereses a los de la empresa, redundando este comportamiento en una pérdida de la rentabilidad.

A la vista de estos resultados, por tanto, se puede concluir que el carácter familiar tiene un efecto diferencial a la hora de analizar el comportamiento de los internos a medida que aumenta su porcentaje de propiedad. Parece, por tanto, que además de las características propias del sistema de gobierno corporativo español, el carácter familiar también tiene su efecto en esta relación. En este sentido, La Porta et al. (1998) señalan que España tiene niveles de concentración de propiedad más elevados, además de un sistema de protección legal más débil que en países como EE.UU., Reino Unido, Japón y Alemania, lo que supone una menor protección del inversor y facilita la expropiación. Del mismo modo, se puede pensar que el carácter familiar de los internos, también les otorga a éstos un mayor poder, en consonancia con los argumentos esgrimidos por Faccio et al. (2001) y Wang (2006).

Faccio et al. (2001) indican que los incentivos de las familias para expropiar la riqueza de los minoritarios son mayores cuando la influencia de la familia excede sus derechos de propiedad. A su vez, esta influencia se puede medir teniendo en cuenta si un miembro de la familia ocupa el puesto de máximo ejecutivo o mediante una representación desproporcionada en el Consejo de Administración de familiares. Precisamente, en el caso de las empresas familiares de la muestra se cumplen estas dos condiciones, es decir, en el 94% de los casos el máximo ejecutivo es un miembros de la familia y los Consejos de Administración están compuestos mayoritariamente por familiares. Estos dos factores, por tanto, pueden ser la causa de la existencia de una relación más fuerte entre la propiedad de los internos y la rentabilidad empresarial en las empresas familiares de la muestra.

Finalmente, se ha creído necesario realizar una nueva aportación a la literatura existente, analizando si la relación anterior es más fuerte en las empresas familiares dirigidas por la primera generación que en el resto (modelo 3). En este sentido, las características propias de las empresas familiares en primera generación, como la alta concentración de propiedad y la asimetría de información de cara al resto de accionistas, son aspectos que pueden influir en el comportamiento de los internos.

Los resultados que se muestran en la Tabla 2 (columna III), indican que no se acepta la hipótesis 3. A pesar de que los coeficientes de los términos que recogen las interacciones entre la propiedad de los internos y su cubo con la Dummy que denota la primera generación son positivos, y el de la interacción entre el cuadrado de la propiedad de los internos y la Dummy de la primera generación negativo, las relaciones no son significativas. Luego, no se aprecia la existencia de una relación cúbica en las entre la participación accionarial de los internos y la rentabilidad de la empresa en el caso de las empresas familiares dirigidas por la primera generación.

No obstante, lo que si se ha podido contrastar es que existe una relación cuadrática entre la propiedad de los internos y la rentabilidad empresarial en las empresas familiares dirigidas por la primera generación (Tabla 2, columna IV). Se aprecia la existencia de un coeficiente positivo para la variable interacción entre la propiedad de los internos y la Dummy que recoge la primera generación; y un coeficiente negativo entre el cuadrado de la propiedad de los internos y la variable Dummy que recoge la primera generación. Sin embargo, cuando la empresa familiar está dirigida por generaciones posteriores no se aprecia relación entre ambas variables. Por tanto, parece que la alta concentración de propiedad que se produce entre los internos de las empresas familiares dirigidas por la primera generación es lo que lleva a que, al alcanzar un determinado nivel de propiedad, los internos familiares tiendan a atrincherarse.

Esta relación cuadrática también ha sido detectada por Jarrell y Poulsen (1988), Stulz (1988), McConnell y Servaes (1990), Mudambi y Nicosia (1998), Fernández et al. (1998) y Hillier y McColgan (2001), entre otros, pero para el caso de empresas cotizadas y sin analizar el carácter familiar de las empresas. Concluyen que, en función del rango de propiedad, se da el predominio de la hipótesis de convergencia de intereses o de la de atrincheramiento.

En concreto Stulz (1988) propone una relación cuadrática entre la propiedad de los internos y el valor de la empresa. De esa manera, señala que el valor de la empresa primero crece y luego decrece a medida que aumenta la propiedad de los internos. El modelo sugiere que el valor de la empresa alcanza un máximo para un cierto porcentaje de propiedad de los internos por debajo del cincuenta por ciento. McConnell y Servaes (1990, 1995) también encuentran una relación curvilínea similar entre ambas variables, es decir, para niveles de propiedad inferiores al 50%, encuentran una relación positiva y significativa entre la propiedad de los internos y el valor de la empresa; sin embargo, para niveles de propiedad superiores a ese punto de corte, encuentran una relación negativa y significativa. Los resultados de nuestro análisis son congruentes con los de estos resultados, ya que señalan que para niveles de propiedad por debajo del 55%, existe una relación positiva y significativa entre la interacción de la propiedad de los internos y la Dummy que recoge la primera generación, lo que indica que se cumple la hipótesis de la convergencia de intereses para las empresas familiares de la muestra que están dirigidas por la primera generación. Sin embargo, para niveles de propiedad superiores al 55%, la interacción entre el cuadrado de la propiedad de los internos y la Dummy que recoge la primera generación, es negativo y significativo. Se apoya, por tanto, la hipótesis del atrincheramiento para niveles de propiedad superiores a dicho porcentaje.

4. CONCLUSIONES

La literatura sobre la estructura de propiedad como mecanismo interno de control se centra, en la mayoría de los casos, en las empresas cotizadas. La escasez de trabajos que tratan de analizar el efecto de la concentración de la propiedad sobre la rentabilidad empresarial en las empresas no cotizadas, es lo que ha hecho que nos centremos en dichas empresas para cubrir la laguna existente. Así, este estudio se centra en las empresas españolas no cotizadas, con estructuras de propiedad concentradas cuyos principales accionistas son, en muchos casos, familias.

El carácter familiar tiene un efecto diferencial a la hora de analizar el comportamiento de los internos en relación con su porcentaje de propiedad. Los resultados obtenidos en el análisis constatan, en el caso de las empresas familiares, la existencia de una relación cúbica entre la propiedad de los internos y la rentabilidad empresarial. La rentabilidad de la empresa familiar aumenta con niveles bajos y altos de propiedad de los internos y disminuye en los niveles intermedios. Estos resultados son consistentes tanto con la hipótesis de convergencia de intereses como con la de atrincheramiento. Así, para niveles bajos de propiedad, entre 0 y 35%, los intereses de los internos tienden a converger con los de los accionistas, lo que redundará de forma positiva en la rentabilidad. Sin embargo, a medida que la participación de los internos en el capital crece, entre un 35% y un 70%, empieza a cobrar fuerza la hipótesis del atrincheramiento, de forma que éstos utilizan su mayor poder en la empresa en beneficio propio. La rentabilidad, en ese caso, tiende a disminuir. A niveles de propiedad de los internos superiores al 70%, cobra fuerza la hipótesis de convergencia de intereses, lo que redundará en una mejora en el nivel de rentabilidad de la empresa.

Al analizar la generación que dirige la empresa familiar, se ha podido contrastar la existencia de una relación cuadrática entre la propiedad de los internos y la rentabilidad de las empresas familiares de primera generación. En concreto, para niveles de propiedad de los internos por debajo del 55% en empresas familiares de primera generación, se cumple la hipótesis de convergencia de intereses entre accionistas y directivos. Sin embargo, para niveles de propiedad superiores a este porcentaje, prevalece la hipótesis de atrincheramiento de los internos.

BIBLIOGRAFIA

- Adams, R.B., Almeida, H. and Ferreira, D., (2003) Founder-CEOs and Firm Performance, Working paper, New York University.
- Anderson, C. R., Reeb, M. D. (2003) Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P500, *The Journal of Finance*, vol. LVIII no. 3 pp. 1301-1328.
- Anderson, C. R., Mansi, A.S., Reeb, M. D. (2003) Founding family ownership and the agency cost of debt, *Journal of Financial Economics*, no 68, pp. 263-285.
- Barontini R, Caprio L. (2006) The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe, *European Financial Management* vol. 12no. 5 pp. 689-723.
- Berle AA, Means GC. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*, New York, NY: MacMillan Co.
- Cho M.H. (1998) Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics* vol. 47 no. 1 pp. 103-121.
- Chua, J.H., Chrisman, J.J., & Sharma, P. (2003) Succession and nonsuccession concerns of family firms and agency relationship with nonfamily managers, *Family Business Review*, vol. 16 pp. 89-107.
- Cronqvist H, Nilsson M. (2003) Agency costs of controlling minority shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* vol. 38 no. 4 pp. 695-719.
- Daily, C.M., Dollinger, M.J. (1993) Alternative methodologies for identifying family versus non-family managed businesses, *Journal of Small Business Management*, vol. 31 no. 2 pp. 79-90.
- Davis, J.H.; Schoorman, F.D. y Donaldson, L. (1997) Toward a stewardship theory of management, *Academy of Management Review*, vol. 22 no. 1 pp. 20-47.
- DeAngelo H, DeAngelo L. (2000) Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy: A study of the Times Mirror Company, *Journal of Financial Economics* vol. 56 no. 2 pp. 153-207.
- Demsetz H. (1983) The structure of ownership and the theory of the firm, *Journal of Law and Economics* vol. 26 no. 2 pp. 375-390.
- Demsetz, H. Lehn, K. (1985) The structure of corporate ownership: causes and consequences, *Journal of Political Economy*, vol. 93 no. 6, pp. 1155-1177.
- Demsetz, H. and Villalonga, B. (2001) Ownership Structure and Corporate Performance, *Journal of Corporate Finance*, vol. 7 no. 3 pp. 209-233.
- Faccio, M., M. Lasfer (1999) Managerial Ownership, Board structure and Firm Value: The UK Evidence, City University Working Paper.
- Faccio M, Lang LHP. (2002) *The ultimate ownership of Western European corporations*, *Journal of Financial Economics* vol. 65 no. 3, pp. 365-395.

- Faccio M, Lang LHP, Young L. (2001) Dividends and expropriation, *The American Economic Review* vol. 91 no. 1 pp. 54-78.
- Fama EF, Jensen MC (1983) Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics* vol. 26 no. 2 pp. 301-325.
- Favero, C.A., Giglio, S., Honorati, M., Panunzi, F. (2006) The performance of Italian family firms, Working Paper no. 127/2006, ECGI Working Paper Series in Finance.
- Francis, J., Schipper, K., Vincent L. (2005) Earnings and Dividend Informativeness when Cash Flow Rights Are Separated from Voting Rights, *Journal of accounting and economics*, vol. 39 pp. 329-360.
- Galve, C., Salas, V. (1992) Estructura de propiedad de la empresa española, *Revista de Economía Española*, no. 70 pp. 79-90.
- Gedajlovic E, Shapiro D. (1998) Management and ownership effects: Evidence from five countries, *Strategic Management Journal* vol. 19no. 6 pp. 533-553.
- Gomez-Mejia L, Nunez-Nickel M, Gutierrez I. (2001) The role of family ties in agency contracts, *Academy of Management Journal* vol. 44 no. 1 pp. 81-95.
- Gomez-Mejia, L., Larraza-Kintana, M., & Makri, M. (2003) The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations, *Academy of Management Journal*, vol. 46 pp. 226-237.
- Hermalin, B.E. y Weisbach, M.S. (1991) The effects of board composition and direct incentives on firm performance, *Financial Management*, vol. 20, no. 4 pp. 101-112.
- Himmelberg, C., Hubbard R.G., Palia, D. (1999) Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance, *Journal of Financial Economics*, vol. 53 pp. 353-384.
- Jensen MC, Meckling W. (1976) Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* vol. 3 no. 4, pp. 305-360.
- La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny R. (1998) *Law and finance*, The Journal of Political Economy vol. 106no. 6, pp. 1113-1155.
- (2000) Agency problems and dividend policies around the world, *Journal of Finance*, vol.55 no.1, pp.1-33.
- La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. (1999) *Corporate ownership around the world*, The Journal of Finance vol 54 no. 2, pp. 471-517.
- Leech, D., Leahy, J. (1991) Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies, *Economic Journal*, no. 101pp. 1418-1437.
- Lehmann, E., Weigand, J. (2000) Does the Governed Corporation Perform Better?, Department of Economics, University of Konstanz.
- Lins KV. (2003) Equity ownership and firm value in emerging markets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* vol. 38 no. 1 pp. 159-184.
- Markin, A. (2004) Family ownership and firm performance in Canada, Research project.
- Maury B. (2006) Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations, *Journal of Corporate Finance* vol. 12 no. 2 pp. 321-341.
- McConaughy DL, Walker MC, Henderson GV, Mishra CS. (1998) Founding family controlled firms: Efficiency and value, *Review of Financial Economics* vol. 7 no. 1 pp. 1-19.

- McConnell, J.J., Servaes, H. (1990) Additional evidence in equity ownership and corporate value, *Journal of Financial Economics*, no. 27pp. 595-612.
- (1995) Equity ownership and the two faces of debt, *Journal of Financial Economics*, vol. 39 no. 1 pp. 131-157.
- Miguel A, Pindado J, de la Torre C. (2004) Ownership structure and firm value: New evidence from Spain, *Strategic Management Journal* vol. 25 no.12 pp. 1199-1207.
- Miller D, Le Breton-Miller I, Lester RH, Cannella AA. (2007) Are family firms really superior performers?, *Journal of Corporate Finance* vol. 13 no. 5 pp. 829-858.
- Morck R, Shleifer A, Vishny RW. (1988) Management ownership and market valuation: An empirical analysis, *Journal of Financial Economics* vol. 20 pp. 293-315.
- Morck, R., Stangeland, D.A., Yeung, B. (2000) Inherited wealth, corporate control, and economic growth: The Canadian disease, in R. Morck (ed.), *Concentrated corporate ownership*, National Bureau of Economic Research Conference Volume, University of Chicago Press, Chicago, IL.
- Mudambi, R. y Nicosia, C. (1998) Ownership structure and firm performance: evidence from the UK financial services industry, *Applied Financial Economics*, vol. 8 pp. 175-180.
- Pedersen, T., Thomsen, S. (1997) European patterns of corporate ownership, *Journal of International Business Studies*, vol. 28 no. 4 pp. 759-778.
- Pindado et al., (2008) Ownership concentration and firm value: Evidence from Western European family firms, 8th Annual IFERA Conference, Breukelen, The Netherlands.
- Salas, V. (1999) El gobierno de la empresa, *Document d'Economia Industrial*, no. 11, Barcelona.
- Schulze, W.S., Lubatkin, M.H., Dino, R.N., Buchholtz, A.K. (2001), Agency relationship in family firms: Theory and evidence, *Organization Science*, vol. 12 no. 9 pp. 99-116.
- Schulze, W.S.; Lubatkin, M.H., Dino, R.N. (2003) Towards a theory of agency and altruism in family firms, *Journal of Business Venturing*, no. 18, pp. 473-490.
- Shleifer A, Vishny RW. (1986) Large shareholders and corporate control, *The Journal of Political Economy* vol. 94 no. 3 pp.461-488.
- (1997) A survey of corporate governance, *The Journal of Finance*, vol. 52 no. 1, pp. 737-783.
- Stiglitz, J. (1985) Credit markets and the control of capital, *Journal of Credit and Banking* vol. 17, pp. 133-152.
- Stulz, R. (1988) Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics* no. 20 pp. 25-54.
- Thomsen S, Pedersen T. (2000) Ownership structure and economic performance in the largest European companies, *Strategic Management Journal* vol. 21 no. 6 pp. 689-705.
- Villalonga B, Amit R. (2006) How do family ownership, control and management affect firm value?, *Journal of Financial Economics* vol. 80 no. 2 pp. 385-418.
- Wang D. (2006) Founding family ownership and earnings quality, *Journal of Accounting Research* vol. 44 no. 3 pp. 619-656.
- Wruck, K. (1989) Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence From Private Equity Financings, *Journal of Financial Economics*, vol. 23, pp. 3-28.