

## ANÁLISIS DEL RENDIMIENTO DE LA EMPRESA FAMILIAR CHILENA: UNA MIRADA A TRAVÉS DE LA ESTRUCTURA ACCIONARIAL

### ANALYSIS OF THE PERFORMANCE OF THE CHILEAN FAMILY BUSINESS: A VIEW THROUGH THE SHARE STRUCTURE

Carlos Cid-Aranda<sup>a</sup> · Pablo San Martín Mosqueira<sup>b</sup>

Clasificación: Trabajo empírico – investigación  
Recibido: 12 de octubre de 2016 / Aceptado: 15 de diciembre de 2016

#### Resumen

En esta investigación se analiza el impacto del control de la familia fundadora sobre el rendimiento financiero, en una muestra de 131 empresas chilenas no financieras que cotizan en la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS), en el periodo 2005-2014. Los resultados indican una relación positiva entre la presencia de la familia fundadora y el rendimiento, tanto económico, como contable. Más interesante resulta la presencia del fundador o algún integrante de la familia fundadora en el cargo de CEO o presidente del directorio, ya que genera un aumento en el rendimiento financiero.

*Palabras clave:* empresa familiar, control familiar, familia fundadora, rendimiento contable, rendimiento económico.

#### Abstract

This research analyses the impact of founding-family ownership on financial performance, using data from 131 Chilean non-financial firms listed on the Bolsa de Comercio de Santiago, in the period 2005-2014. The results illustrate a positive relationship between founder-family and performance, either by market or accounting performance. Moreover, the presence of the founder or a member of the founding family in the position of CEO or chairman of the board generates an increase in financial performance.

*Keywords:* Family business; family control, founding family, accounting performance, economic performance.

---

<sup>a</sup> Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas Universidad Católica de la Santísima Concepción. Dirección: Alonso de Ribera 2850, Concepción, Chile. Correo electrónico: carloscid@ucsc.cl.

<sup>b</sup> Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas Universidad Católica de la Santísima Concepción. Dirección: Alonso de Ribera 2850, Concepción, Chile. Correo electrónico: psanmartin@ucsc.cl.

## Introducción

Diversos estudios han indicado que la propiedad familiar está presente en la mayoría de las empresas del mundo (Claessens, Djankov, Fan y Lang, 2002, La Porta, Lopez-de-Silanes y Shleifer, 1999, Lubatkin, Schulze, Ling y Dino 2005), incluso, en las economías más desarrolladas (Gonzalez, Guzmán, Pombo y Trujillo, 2011). Las empresas familiares se consideran actores importantes dentro de las economías (Astrachan y Shanker, 2003), y tienen un rol significativo en el crecimiento de la economía mundial (Zahra, 2003).

Dada la alta relevancia de la empresa familiar, no solo en términos del impacto en la economía, sino también desde el punto de vista de la investigación, esta se ha centrado en diversas cuestiones de gobierno corporativo y cómo las particularidades de este tipo de empresas, en términos de gobierno, influyen sobre otras áreas de la empresa (Debicki, Matherne, Kellermanns y Chrisman, 2009; Mazzi, 2011; Miralles-Marcelo, Miralles-Quirós y Lisboa, 2014).

En el primer aspecto (rendimiento financiero), se aglomera gran parte de las investigaciones, y es en este en el que se enfocará la presente investigación. Uno de los principales desafíos de la literatura relacionada con empresa familiar es comprender de qué manera la familia impacta el rendimiento de la empresa familiar (Basco, 2013). Gran parte de las investigaciones indican que las empresas familiares presentan un mayor rendimiento en relación con aquellas no familiares (Anderson y Reeb, 2003; Andres, 2008; Isakov y Weisskopf, 2014; Poutziouris, Savva y Hadjielias, 2015; Villalonga y Amit, 2006). Sin embargo, la consideración de quién o quiénes tienen el control y/o gestión de la empresa, es decir, si lo ejerce el fundador o las generaciones siguientes, pueden afectar la idea de inicio con respecto a la relación entre familia y rendimiento económico (Gonzalez *et al.*, 2011).

Dado lo anterior, surge la presente investigación con el propósito de expandir la evidencia empírica en Chile sobre la relación entre la presencia de la familia fundadora y el rendimiento financiero. Los resultados de este estudio indican que las empresas controladas por la familia fundadora presentan un mayor rendimiento, tanto económico (Q de Tobin), como financiero.

La investigación se organiza de la siguiente manera. La sección 2 contiene una revisión de la literatura y plantea las diversas hipótesis a estudiar. La sección 3 presenta las variables y metodología que utiliza el estudio. Los resultados se presentan en la sección 4, y, finalmente, en la sección 5 se resumen las principales conclusiones de esta investigación.

## Revisión de la literatura e hipótesis

Los fundamentos teóricos en los cuales se basa gran parte de las investigaciones que desean encontrar el efecto de la familia en el rendimiento financiero de la empresa familiar, se corresponden con dos teorías que las sustentan: la teoría de la agencia y la teoría del *stewardship*.

### Teoría de agencia

Esta teoría tiene sus inicios en el trabajo de Berle y Means (1932), quienes indican que la propiedad atomizada de una compañía favorece la generación de problemas de control y, por tanto, afectaría el valor de la empresa. Sin embargo, no sería hasta algunas décadas más tarde en que esta teoría vería la luz y se formalizaría con el trabajo de Jensen y Meckling (1976). Estos autores proponen que la separación entre propiedad y gestión genera conflictos de intereses entre principal (accionistas) y agente (gerentes o administradores), en el entendido que ambos poseen funciones de utilidad diferentes, es decir, el agente buscará maximizar su propio bienestar sobre y en desmedro del bienestar del principal. La solución a estos problemas supone costos, tradicionalmente denominados costos de agencia que, en consecuencia, afectan el valor de la empresa.

Chrisman, Chua y Litz (2004) sugieren que las empresas son todo, menos inmunes a los problemas entre principales y agentes, lo cual se puede explicar en razón a que los patriarcas de las familias poseen tal grado de altruismo con sus hijos, que los elegirán para cargos gerenciales, incluso si estos no tienen las capacidades para ejercerlos, lo cual dificultaría sancionar los malos resultados de estos gerentes (Schulze Lubatkin y Dino, 2003). Audretsch, Hulsbeck y Lehmann (2013), así como Villalonga y Amit (2006), indican que si bien el conflicto entre propietarios y administradores se mitiga en las empresas familiares (accionistas mayoritarios tienen incentivos para supervisar a los gerentes), se genera el problema de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios, debido a que los primeros utilizan su posición dominante para expropiar riqueza a los segundos (Boubakri, Guedhami y Mishra, 2010; Villalonga y Amit, 2006). Erbetta, Menozzi, Corbetta y Fraquelli (2013) confirman que los problemas de agencia entre los accionistas mayoritarios y minoritarios es común en las empresas familiares, debido a que estas son propensas a presentar una alta concentración de propiedad y, por consiguiente, transformar las ganancias de la empresa en ganancias para la familia. Cabe destacar que no existe evidencia empírica ampliamente aceptada sobre cuál problema de agencia prevalece sobre el otro (Isakov y Weisskopf, 2014).

## Teoría del *stewardship*

La teoría del *stewardship*<sup>1</sup> (“teoría del servidor o del administrador”, en su traducción del inglés), surge como un modelo alternativo y complementario a la teoría de agencia, al indicar que los administradores que presentan necesidades basadas en el crecimiento, el rendimiento y la autorrealización —y que sus objetivos se encuentren en concordancia con los objetivos de los principales—, pueden maximizar las funciones de utilidad de estos, mejorando los rendimientos de la empresa (Corbetta y Salvato, 2004; Davis, Schoorman y Donaldson, 1997; Donaldson y Davis, 1991). Miller y Le Breton-Miller (2006) indican que estas características son propias de las empresas familiares, en las cuales sus administradores son miembros de la familia o tienen una conexión emocional con esta, y que puede existir una reducción en los costos de agencia si se elimina la separación entre propiedad y administración, es decir, cuando un principal (propietario) ejerce un alto cargo gerencial. Debido a que los administradores que pertenecen a una familia están conscientes de que ejercerán su cargo por un largo tiempo, y que están en juego el nombre, la reputación y la fortuna de la familia, harán, por tanto, lo que sea necesario para aumentar el valor de la empresa (Donaldson y Davis, 1991).

## Impacto de la familia en el rendimiento financiero de la empresa

Anderson y Reeb (2003), así como Villalonga y Amit (2006), indican que en mercados bien regulados y transparentes, la familia fundadora minimiza los problemas de agencia (principal y agente), y no genera ineficiencia en la toma de decisiones, lo cual trae consigo una mayor rentabilidad financiera. San Martín-Reyna y Duran-Encalada (2012) comprueban el impacto positivo de la familia fundadora, agregando que dicho impacto es influenciado por el contexto de cada país. Si bien Andrés (2008), Isakov y Weisskopf (2014), y Poutziouris *et al.* (2015) encuentran que la presencia de la familia fundadora en la propiedad de la compañía aumenta el rendimiento contable, no logran encontrar un alto nivel de significancia en el impacto que tiene sobre medidas de rendimiento económico, particularmente con relación a la Q de Tobin. Los primeros indican que esto se debe a

que el mercado captura la información de ciertos conflictos de intereses entre los inversionistas institucionales —quienes prefieren inversiones a corto plazo— y la familia fundadora —la cual posee aspiraciones a largo plazo—, de manera que esto conlleva a que los primeros decidan no invertir en las empresas familiares y disminuya el rendimiento económico de la empresa. Algunos autores indican que la relación entre propiedad familiar y rendimiento es influenciada por la participación de la familia en la administración y gestión de la empresa (Chu, 2011; De Massis, Kotlar, Campopiano y Cassia, 2013; Isakov y Weisskopf, 2014; Poutziouris *et al.*, 2015). Miralles-Marcelo *et al.* (2014) indican que la influencia del CEO sobre el rendimiento de la empresa dependerá de la identidad del fundador, es decir, si el cargo lo ejerce el fundador, otro miembro de la familia o algún individuo que no pertenece a la empresa.

Barontini y Caprio (2006); Isakov y Weisskopf (2014) y Maury (2006) indican que la propiedad familiar tiene una relación positiva con el rendimiento de la empresa, la cual se acrecienta cuando la familia ejerce un rol activo en la gestión, es decir, cuando forma parte de la toma de decisiones y de los sistemas de administración. Por su parte, Isakov y Weisskopf (2014) indican que el rol activo de la familia fundadora tendrá un impacto positivo siempre y cuando ésta posea una participación moderada en la propiedad (entre 20 a 80%). Por otra parte, King y Santor (2008) indican que aquellas empresas con propiedad familiar y acciones de clase dual presentan un menor rendimiento económico, lo que indicaría que por sí sola la propiedad familiar no genera un impacto negativo sobre el rendimiento, sino que es la combinación de ésta con diversos mecanismos de control la que pudiese llevar a esas conclusiones.

Al particularizar al caso chileno, la evidencia empírica indica que las empresas que controla una familia presentan un mayor rendimiento contable (Bonilla, Sepulveda y Carvajal, 2010; Martínez, Stöhr y Quiroga, 2007).

Los argumentos anteriores sugieren la hipótesis del estudio:

Hipótesis 1: Las empresas controladas por la familia fundadora presentan un mayor rendimiento financiero en relación con aquellas que no.

## Fuente de información, variables y metodología

Esta sección presenta las fuentes de información utilizadas en el estudio, las variables utilizadas, así como la metodología propuesta para desarrollar la investigación y contrastar las hipótesis.

<sup>1</sup> Si bien existen trabajos que han traducido *stewardship theory* como “teoría del servidor” o “teoría del administrador” (Alvarado *et al.*, 2011; Rodríguez *et al.*, 2013), no son ampliamente aceptadas, por tanto, se hará mención a la teoría por su nombre en inglés.

## Fuentes de información

Para llevar a cabo la verificación de la hipótesis se analiza una muestra de 131 empresas chilenas no financieras que cotizan en la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS) entre los años 2005 y 2014, conformando un panel desbalanceado de 1.169 observaciones. Para la obtención de la información financiera - contable se recurrió a la base de datos Thomson One Banker. Para obtener información sobre la familia fundadora se recurrió a las memorias y documentos de constitución de sociedad, disponibles en el Centro de Documentación de la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).

## VARIABLES DE ESTUDIO

La tabla 1 ofrece un resumen de las variables de estudio utilizadas en esta investigación, relacionadas con la forma de aproximar el valor de la empresa, las características de las empresas de la muestra, así como de la familia que ostenta su control.

**Variable dependiente.** A fin de explicar si las empresas controladas por la familia fundadora presentan un mejor rendimiento en relación con aquellas que no, se utilizarán dos medidas de rendimiento. Una que aproxima el valor de la compañía, y otra que considera su *performance* financiero/contable. Se utiliza una proxy de la Q de Tobin (Q) para intentar cuantificar la valoración que hace el mercado con respecto a la compañía, mientras que para el *performance* financiero se utiliza la variable Rendimiento sobre Activos Totales (ROA), con base tanto en EBITDA, como en utilidad neta.

**Variables independientes.** Ciertos autores utilizan una *dummy* con el propósito de distinguir entre empresas familiares y no familiares (Baek y Kim, 2015; Miller, Le Breton-Miller, Lester y Cannella, 2007, Miralles-Marcelo *et al.*, 2014, Poutziouris *et al.*, 2015, Villalonga y Amit, 2006), mientras que otros recurren al porcentaje de propiedad en manos de la familia (Anderson y Reeb, 2003; Andres, 2008; Chu, 2011; Miller *et al.*, 2007). En el caso de la presente investigación, se define como empresa familiar aquella que la controla la familia fundadora. Con el fin de identificar si la empresa la controla la familia fundadora, se determinó que la familia debe mantener al menos un 25% de las acciones con derecho a voto, y tener al menos un integrante dentro de la alta gerencia o en el directorio. En el caso de aquellas empresas que cumplen con la condición, se utilizó una *dummy* que toma valor 1 si ocurre, o asume valor 0 en caso contrario. La evidencia empírica que controla la característica familiar a través de una variable *dummy*, regularmente define un mínimo de porcentaje de propiedad que debe ostentar la familia para estar en la categoría de familiar (Baek y

Kim, 2015; Miller *et al.*, 2007; Miralles-Marcelo *et al.*, 2014; Poutziouris *et al.*, 2015; Villalonga y Amit, 2006). Los trabajos previamente citados consideran porcentajes inferiores al 25%, que es el definido en esta investigación; no obstante, por tratarse del caso chileno, se definió aquel porcentaje debido a la alta concentración de propiedad que presentan las empresas chilenas (Céspedes, González y Molina, 2010; Gjerde, Mahenthiran y Cademartori, 2013; Jara, López-Iturriaga y Espinosa, 2015).

Por último, a fin de determinar el efecto del control de la familia fundadora sobre las medidas de rendimiento financiero, es necesario excluir el efecto que pudiesen tener otras variables sobre el valor económico de la empresa (se denominan “variables de control”), entre las que se cuentan endeudamiento, tamaño, oportunidad de crecimiento, edad de la empresa, diversificación y propiedad, las cuales están en conformidad con la literatura (De Massis *et al.*, 2013; Isakov y Weisskopf, 2014; Lefort y Urzúa, 2008; Poutziouris *et al.*, 2015; Saona, 2014).

El total de variables utilizadas, así como su descripción y forma de cálculo se presentan en la tabla 1.

## Metodología

Con el objetivo de profundizar en el impacto que genera el hecho de que una empresa sea controlada por la familia fundadora sobre el rendimiento financiero, se estima la ecuación (1), verificándose tanto para la medida de rendimiento económico (Q de Tobin), así como en el rendimiento contable (ROA). Esto permite ahondar en el análisis de la hipótesis 1.

La variable FAM es una variable *dummy* que toma valor 1 si la empresa es controlada por la familia fundadora, y 0 en caso contrario.  $X_{it}$  corresponde a un vector que representa un conjunto de variables de control (tamaño, endeudamiento, oportunidades de crecimiento, diversificación, edad de la empresa, propiedad), las cuales pudiesen presentar cierto efecto en la proxy de valor utilizada. Se incluyen también en el análisis *dummies* temporales (Dtemp), y *dummies* representativas del sector industrial de cada empresa (Dind).  $\varepsilon_{it}$  es el término de error estocástico.

$$\text{Rendimiento} = \alpha + \beta_1 FAM_{it} + \beta_2 X_{it} + Dtemp_i + Dind_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

La ecuación (1) es estimada utilizando el Método Generalizado de los Momentos (GMM). La metodología de datos de panel nos permite controlar dos problemas básicos en esta clase de estudios: la heterogeneidad inobservable y la endogeneidad (Arellano, 2002).

Los problemas de endogeneidad y heterogeneidad inobservable se corrigen utilizando los estimadores de GMM (GMM system estimator), propuestos por Blundell

**Tabla 1. Definición de variables**

Abreviación	Variable	Definición
<b>Variables dependientes</b>		
Q	Q de Tobin	(Valor de mercado del patrimonio + total valor libro de la deuda)/total valor libro de activos.
ROA (OPER)	Rendimiento contable	Ingresos después de interés, impuesto, depreciación y amortización (EBITDA)/total valor libro de activos.
ROA (U.N.)	Rendimiento contable	Utilidad neta/total valor libro de activos.
FAM	Familia	1 si la empresa es controlada por la familia fundadora, 0 en caso contrario.
LEV	Endeudamiento largo plazo	Valor libro de la deuda a largo plazo/total valor libro de activos.
TAM	Tamaño	Logaritmo natural de total valor libro de activos.
CAPEX	Inversión	Capital expenditures/total valor libro de activos.
EDAD	Edad	Logaritmo natural de la edad de la empresa.
DIVER	Diversificación	Cantidad de sectores SIC (4 dígitos) en los que la empresa posee ingresos.
PROP	Propiedad	Propiedad del primer accionista.
PROP2	Propiedad al cuadrado	Propiedad al cuadrado del primer accionista.

Fuente: elaboración propia.

y Bond (1998) y Bond (2002), mediante la construcción de instrumentos para aquellas variables independientes que pudiesen ser endógenas. Debido a la posible debilidad de los instrumentos indicados por Alonso-Borrego y Arellano (1999), los estimadores de GMM system en dos etapas proveen de estimaciones más eficientes y consistentes.

A objeto de validar las especificaciones del modelo, se realiza el test de Hansen/Sargan para probar la sobreidentificación de restricciones. Este test examina la ausencia de correlación entre los instrumentos y el término de error. Los estadísticos AR1 y AR2 miden correlaciones de primer y segundo orden. z1 es el test de Wald de significación de las variables explicativas.

## Resultados

### Estadística descriptiva

La tabla 2 indica que del total de empresas de la muestra, aproximadamente un 29% corresponde a empresas controladas por la familia fundadora, mientras que un 71% corresponde a aquellas que no.

La tabla 3 presenta un resumen estadístico de las variables utilizadas para determinar el impacto de la familia fundadora sobre el rendimiento de la empresa. En términos preliminares se puede establecer que la media del rendimiento económico (Q) es de 1,187, similar a lo expuesto por Buchuk, Larrain, Muñoz y Urzúa (2014); Espinosa (2009); Lefort y Urzúa (2008) y Saona (2009), lo cual quiere decir que, en general, las empresas de la muestra poseen oportunidades de crecimiento rentables, y que son reconocidas y premiadas por el mercado. A

cerca de la variable que identifica a las empresas familiares (FAM), su media es de 0,286, es decir, en promedio el 28,6% de la muestra son empresas familiares, muy por debajo a lo expuesto por Bonilla et al. (2010) y Martínez et al. (2007). Esta diferencia, se debe a que dichos autores identifican como empresa familiar, aquella que es controlada por una familia, no diferenciando si ésta es o no la familia fundadora.

Respecto a la variable que mide el rendimiento contable, basado en el EBITDA (ROA(OPER)), en promedio la muestra presenta un 10,2%, similar a lo verificado por Espinosa et al. (2012). Con relación al tamaño de las empresas de la muestra (TAM), los resultados evidencian hallazgos similares a los de Araya, Jara, Maquieira y San Martín (2015) y Saona y San Martín (2014), mientras que el promedio del indicador de edad (EDAD) es avalado por Jara, Moreno y Saona (2012) y Araya et al. (2015). Finalmente, se presenta una alta concentración de propiedad (0,512), lo cual es característico de las empresas del mercado corporativo chileno, y similar a lo presentado por Maquieira, Espinosa y Vieito (2011); Saona (2014) y Saona y San Martín (2014).

Con respecto a la estadística descriptiva, la tabla 4 presenta ciertas relaciones que es importante destacar. La presencia de la familia fundadora como controladora de la empresa está relacionada positiva y significativamente con el rendimiento económico de la empresa, lo cual está acorde con gran parte de la evidencia empírica<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Si bien gran parte de las investigaciones empíricas logran demostrar una relación positiva entre familia y rendimiento de la empresa, no existe un consenso ampliamente aceptado (Poutziouris *et al.*, 2015).

**Tabla 2. Distribución de empresas familiares y no familiares por sector industrial**

Sector industrial	Empresas familiares (%)		Empresas no familiares (%)		Total
Agricultura, silvicultura, ganadería y pesca	9	(90%)	1	(10%)	10
Minería	2	(67%)	1	(33%)	3
Construcción y contratistas	5	(83%)	1	(17%)	6
Fabricantes	7	(16%)	37	(84%)	44
Transportes, comunicaciones y servicios públicos	7	(17%)	34	(83%)	41
Mayoristas	2	(40%)	3	(60%)	5
Detallistas	4	(44%)	5	(56%)	9
Servicios	2	(15%)	11	(85%)	13
	<b>38</b>	<b>(29%)</b>	<b>93</b>	<b>(71%)</b>	<b>131</b>

Fuente: elaboración propia.

**Tabla 3. Estadística descriptiva**

Variable	Obs	Media	Mediana	Desv. Est.	Min	Max	Percentil 25%	Percentil 75%
Q	1.173	1,187	1,085	0,525	0,049	4,485	0,859	1,405
FAM	1.173	0,286	0,000	0,452	0,000	1,000	0,000	1,000
DFUN	1.173	0,107	0,000	0,309	0,000	1,000	0,000	0,000
DFAM	1.173	0,119	0,000	0,324	0,000	1,000	0,000	0,000
ROA(OPER)	1.173	0,102	0,097	0,075	-0,169	0,398	0,059	0,138
ROA(UN)	1.159	0,046	0,040	0,057	-0,171	0,288	0,016	0,072
LEV	1.173	0,152	0,157	0,120	0,000	0,380	0,029	0,240
TAM	1.173	12,405	12,346	1,746	7,780	16,583	11,255	13,641
CAPEX	1.173	0,054	0,043	0,046	0,000	0,287	0,026	0,067
EDAD	1.173	53,860	48,512	33,513	1,816	149,011	25,688	73,000
DIVER	1.173	5,047	5,000	2,234	1,000	8,000	3,000	7,000
PROP	1.169	0,512	0,510	0,227	0,075	1,000	0,315	0,659

*Nota:* De manera particular, en esta tabla no se utilizó la variable EDAD expresada por medio de su logaritmo natural, sino que se expresó en años. Esto permite conocer la edad promedio de empresas de la muestra y otras características de la variable.

Fuente: elaboración propia.

Lo anterior proporciona ciertos atisbos sobre la relación entre estas dos variables, y será respaldada con análisis de regresión presentados en la siguiente subsección. La alta correlación y significancia entre la variable de rendimiento económico (Q) y las variables de control, denota la acertada inclusión en los modelos de regresión.

La tabla 5 presenta los resultados del análisis de diferencias de medias entre empresas controladas por la familia fundadora y aquellas que no. Estos resultados nos permiten establecer que las empresas familiares poseen un mayor rendimiento económico con relación a aquellas que no, lo cual está en concordancia con la evidencia plan-

teada con anterioridad. Por otra parte, las empresas familiares poseen mayor endeudamiento que las no familiares, lo cual es respaldado por Croci, Doukas y Gonenc (2011) y King y Santor (2008). Los primeros agregan que esto se explica a que en las empresas familiares los conflictos de agencia derivados de la deuda (principales versus tenedores de bonos) son menores a los conflictos de agencia que surgen por la emisión de capital (principales versus accionistas minoritarios). En este mismo sentido, las empresas familiares son adversos a la emisión de capital, debido a que esto conllevaría diluir la propiedad y disminuir, en cierta medida, el control de la empresa. Además, se

Tabla 4. Matriz de correlación entre las variables

	Q	ROA(OPER)	ROA(UN)	FAM	DFUN	DFAM	LEV	TAM	CAPEX	EDAD	DIVER	PROP
Q	1											
ROA(OPER)	0.4775 ***	1										
ROA(UN)	0.427 ***	0.6796 ***	1									
FAM	0.0793 ***	-0.0408 ***	-0.0892 ***	1								
DFUN	0.0563 *	-0.0645 **	-0.0265 ***	0.5462 ***	1							
DFAM	0.0245	-0.0538 *	-0.1181 ***	0.5823 ***	-0.1271 ***	1						
LEV	0.1240 ***	0.0525 *	-0.2013 ***	0.0845 ***	0.0014	0.0014	1					
TAM	0.1769 ***	0.1116 ***	-0.0121	-0.0117	-0.0473	0.0471	0.4723 ***	1				
CAPEX	0.2595 ***	0.345 ***	0.1335 ***	-0.0668 **	-0.073 **	-0.0145	0.2291 ***	0.1493 ***	1			
EDAD	0.054 *	0.0021	0.0434	-0.263 ***	-0.2584 ***	-0.025	-0.0004	0.2132 ***	0.0009	1		
DIVER	-0.0808 ***	-0.0646 **	-0.0869	0.1439 ***	0.1016 ***	0.1536 ***	0.0807 ***	0.1142 ***	0.0004	0.2129 ***	1	
PROP	0.0327	0.1269 ***	0.1212 ***	-0.1255 ***	-0.0258 ***	-0.1012 ***	0.08 ***	0.08 ***	-0.046	-0.1167 ***	-0.2259 ***	1

Nota: Los asteriscos denotan la significancia estadística: \*\*\* indica una significancia al 1%, \*\* al 5%, y \* al 10%. Fuente: elaboración propia.

**Tabla 5. Test de diferencia de medias: empresas familiares vs. empresas no familiares**

	Total empresas	Empresa familiar	Empresa no familiar	Estadístico t	
Q	1,187	1,253	1,161	-2,722	***
ROA(OPER)	0,102	0,097	0,104	1,399	
ROA(UN)	0,046	0,038	0,049	3,047	***
LEV	0,152	0,168	0,146	-2,901	***
TAM	12,405	12,373	12,418	0,401	
CAPEX	0,054	0,049	0,056	2,291	**
EDAD	53,860	38,816	59,873	10,133	***
DIVER	5,047	5,555	4,844	-4,977	***
PROP	0,512	0,467	0,530	4,321	***

*Nota:* De manera particular, en esta tabla no se utilizó la variable EDAD expresada por medio de su logaritmo natural, sino que se expresó en años. Esto permite conocer la edad promedio de empresas de la muestra y las diferencias entre empresas familiares y no familiares. Los asteriscos denotan la significancia estadística: \*\*\* indica una significancia al 1%, \*\* al 5%, y \* al 10%.

Fuente: elaboración propia.

puede observar que las empresas familiares son, en promedio, más jóvenes y diversificadas, pero con menor concentración de propiedad que las empresas no familiares.

#### Efecto de la familia fundadora sobre el rendimiento financiero de la empresa

La tabla 6 presenta los resultados parciales de la presente investigación, utilizando el método generalizado de los momentos (GMM). Como medida de rendimiento económico se utiliza la Q de Tobin en las columnas 1 y 2, mientras que se controla el rendimiento contable utilizando el ROA basado en el EBITDA, en la columna 3, y Utilidad Neta, en la columna 4. Con el fin de medir el efecto de la familia sobre el rendimiento financiero se utiliza una variable *dummy* (FAM) que identifica si la empresa es controlada por la familia fundadora (hipótesis 1).

Las columnas 1 y 2 confirman los resultados preliminares obtenidos por medio del test de diferencia de medias de la Tabla 5, en lo que dice relación con el rendimiento económico de la firma. No obstante, las columnas 3 y 4 evidencian un comportamiento contrario al test de diferencia de medias. Cabe mencionar que el test de diferencia de medias es un análisis estadístico menos robusto que el análisis multivariado, debido a que este último controla por otras variables que pudiesen incidir en la variable dependiente y otros efectos (por ejemplo, la endogeneidad). Dado ello, las conclusiones del test de medias se consideran resultados parciales, que permiten aproximar las conclusiones alcanzadas por el análisis multivariado. En consecuencia, los resultados del análisis multivariado prevalecen sobre los alcanzados por el test de medias.

Los resultados del análisis multivariado muestran fuerte evidencia acerca de cómo la familia fundadora impacta positiva y significativamente sobre el rendimiento económico (columnas 1 y 2) y el rendimiento contable (columnas 3 y 4), resultados que encuentran apoyo en diversos trabajos precedentes (Anderson y Reeb, 2003; San Martín-Reyna y Duran-Encalada, 2012; Villalonga y Amit, 2006). Esto permite establecer, en primer término, que, si una empresa es controlada por la familia fundadora, se genera un aumento en el rendimiento contable, lo cual es valorado y captado por el mercado, aumentando de esta manera su valor económico. Al utilizar las columnas 1 y 2, se puede observar que las empresas familiares poseen un 28,36%<sup>3</sup> y un 34,46% más de rendimiento económico con relación a las empresas que no lo son, respectivamente, mientras que las columnas 3 y 4 indican que las empresas familiares poseen un 72,55% y un 85% más de rendimiento contable con relación a aquellas que no lo son, respectivamente.

Lo anterior se puede deber a que la participación de la familia fundadora en la gestión o supervisión de la empresa aumenta el rendimiento económico (Q), debido a la reducción del conflicto de agencia entre el principal y el agente (Tipo I), lo cual es consistente con la evidencia empírica internacional (Adams, Almeida y Ferreira, 2009; Anderson y Reeb, 2003; Andres, 2008; Fahlenbrach, 2009; Villalonga y Amit, 2006). Generalmente, las empresas familiares poseen una propiedad concentrada y por ende son capaces de promover a los integrantes de la

<sup>3</sup> Este dato se calculó como la razón entre el coeficiente estadístico de FAM y la media del respectivo indicador de rendimiento financiero. Para el caso de la columna 1 es  $0,3366/1,187=0,2836$ .



**Tabla 6. Empresa familiar y rendimiento financiero**

	Q		Q		ROA(OPER)		ROA(UN)	
	(1)		(2)		(3)		(4)	
CONSTANTE	-0,5315 (0,4596)		0,0000 (omitted)	***	0,0000 (omitted)	***	0,0000 (omitted)	***
FAM	0,3366 (0,0897)	***	0,409 (0,1143)	***	0,074 (0,0137)	***	0,0391 (0,0137)	***
ROA(OPER)	1,5722 (0,2088)	***						
ROA(UN)			3,057 (0,3283)	***				
LEV	0,4080 (0,1375)	***	0,564 (0,1370)	***	-0,036 (0,0264)		-0,0725 (0,0267)	***
TAM	-0,0001 (0,0266)		0,005 (0,0361)		0,003 (0,0044)		0,0045 (0,0034)	
CAPEX	2,3149 (0,3670)	***	1,611 (0,3328)	***	0,309 (0,0724)	***	0,1994 (0,0416)	***
EDAD	0,4330 (0,0626)	***	0,334 (0,0772)	***	0,079 (0,0136)	***	0,0643 (0,0110)	***
DIVER	-0,0886 (0,0179)	***	-0,098 (0,0218)	***	-0,015 (0,0029)	***	-0,0134 (0,0025)	***
PROP	1,3118 (0,5124)	***	0,756 (0,5525)		0,218 (0,1012)	**	0,2035 (0,0810)	**
PROP2	-0,9804 (0,4138)	**	-0,5545 (0,4325)		-0,1504 (0,0793)	*	-0,1728 (0,0639)	***
Dummies tiempo	SÍ		SÍ		SÍ		SÍ	
Dummies sec. ind.	SÍ		SÍ		SÍ		SÍ	
AR1	-4,04	***	-4,19	***	-3,32	***	-4,14	***
AR2	-3,26	***	-2,85	***	0,21		-1,52	
Sargan	277,61	***	269,17	***	174,8	***	188,51	***
Hansen	78,74		84,68		68,16		75,19	
z1	2410,12	***	10031,9	***	4990,99	***	1376,71	***
OBS	1169		1155		1169		1155	

Nota: Los asteriscos denotan la significancia estadística: \*\*\* indica una significancia al 1%, \*\* al 5%, y \* al 10%.

Fuente: elaboración propia.

familia en altos cargos gerenciales, lo cual implica una reducción en los conflictos de intereses entre el principal y el agente. Si bien, se reduce el problema de agencia del tipo I, la alta concentración de propiedad conlleva la aparición de problemas de agencia del tipo II, entre accionistas mayoritarios y minoritarios. Sin embargo, la evidencia presentada en la tabla 6 indicaría que los beneficios de reducir el problema de agencia del tipo I son mayores a los costos de agencia generados por el pro-

blema de agencia del tipo II, explicando el impacto positivo de la familia fundadora sobre ambas variables de rendimiento financiero. Los resultados de este estudio llevan a la conclusión de que el mercado captura la información sobre si la empresa es gestionada o supervisada por la familia fundadora, y premia el valor económico de ésta.

Las variables de control exhiben el impacto esperado en base a la literatura, justificando de esta manera, su inclusión en los modelos multivariados. Tanta la varia-

ble de rentabilidad contable, basada en EBITDA, como la basada en la Utilidad Neta, presentan una alta significancia sobre el rendimiento económico (columna 1 y 2), debido a que una empresa rentable contablemente es probable que se trance en el mercado con una prima, respecto de las empresas menos rentables. Por otra parte, el endeudamiento a largo plazo, generalmente está enfocado a financiar proyectos de largo plazo (comunes en las empresas familiares), lo cual a su vez es captado y premiado por el mercado, aumentando el rendimiento económico. Se puede observar que las variables PROP y PROP2 son positivas y negativas, respectivamente, y presentan una alta significancia para las columnas 1, 3 y 4, indicando que la estructura de propiedad tiene una influencia no lineal con el rendimiento (Maquieira y Espinosa, 2005; Saona, 2014; Silva, Majluf y Paredes, 2006). Lo anterior quiere decir que la concentración de propiedad del primer accionista aumenta el rendimiento de la empresa hasta cierto punto, para luego comenzar a disminuirlo. Para la columna 1 se puede determinar que la propiedad (PROP) aumenta el rendimiento económico, debido a que disminuye los conflictos de agencia entre el principal y el agente (Tipo I), hasta un nivel de propiedad del 66,90%. Una vez que se excede ese nivel, se generaría el problema de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios (Tipo II), es decir, los primeros expropiaban riqueza a los segundos. Finalmente se observa en las columnas 1, 2, 3 y 4 que la edad afecta positiva y significativamente al rendimiento, mientras que la diversificación impacta de manera negativa y estadísticamente significativa.

## Conclusión

El objetivo de este estudio es determinar el impacto que genera la presencia de la familia en la estructura accionarial, así como en el control societario sobre el rendimiento financiero de la empresa familiar chilena. La literatura para el contexto corporativo chileno, si bien ha estudiado este impacto, se ha restringido a catalogarla como empresa familiar si esta es controlada por una familia, independiente de si es o no la familia fundadora.

En este estudio se profundiza en la definición de empresa familiar, enfocándose en el impacto de la familia fundadora. De esta manera, se logra identificar que el control de la familia fundadora impacta de manera positiva y estadísticamente significativa, tanto en el rendimiento económico (Q de Tobin), como en el rendimiento contable de la empresa. Este conllevaría a deducir que los beneficios por reducir el problema de agencia entre principal y agente (problema de agencia tipo I), son mayo-

res a los costos del problema de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios (problema de agencia tipo II).

En fin, en cuanto a futuras avenidas de investigación, debe desarrollarse un modelo que considere como criterio para catalogar la empresa familiar de acuerdo con el porcentaje de propiedad en manos de la familia fundadora. Cabe destacar que en esta investigación se utilizó la variable *dummy*, debido a que es ampliamente utilizada por la literatura (Baek y Kim, 2015; Miller *et al.*, 2007; Miralles-Marcelo *et al.*, 2014; Poutziouris *et al.*, 2015; Villalonga y Amit, 2006); incluso, en mayor medida que el porcentaje de propiedad familiar. De esta manera, sería posible comparar la relación no lineal, es decir, cuadrática, entre la propiedad familiar y el rendimiento financiero, planteada por ciertos autores (Anderson y Reeb, 2003; De Massis *et al.*, 2013; Isakov y Weisskopf, 2014; Miller *et al.*, 2007; Poutziouris *et al.*, 2015). Esta hipótesis es de relativa importancia, considerando que los mercados latinoamericanos, entre los cuales se encuentra el mercado chileno, presentan empresas con altos porcentajes de concentración de propiedad y, por ende, incentivos a la generación del problema de agencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios.

## Referencias

- Adams, R., Almeida, H., & Ferreira, D. (2009). Understanding the relationship between founder-CEOs and firm performance. *Journal of Empirical Finance*, 16(1), 136-150. doi: [http:// dx.doi.org/10.1016/j.jempfin.2008.05.002](http://dx.doi.org/10.1016/j.jempfin.2008.05.002)
- Alonso-Borrego, C., & Arellano, M. (1999). Symmetrically Normalized Instrumental-Variable Estimation Using Panel Data. *Journal of Business and Economic Statistics*, 17(1), 36-49.
- Alvarado, A., Bigné, E., & Curras, R. (2011). Perspectivas teóricas usadas para el estudio de la responsabilidad social empresarial: una clasificación con base en su racionalidad. *Estudios Gerenciales*, 27(118), 115-137. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/S0123-5923\(11\)70149-8](http://dx.doi.org/10.1016/S0123-5923(11)70149-8)
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328. doi: 10.1111/1540-6261.00567
- Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance-An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 431-445. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2008.05.003
- Araya, F., Jara, M., Maquieira, C., & San Martín, P. (2015). Influencia de los inversionistas institucionales en las decisiones de estructura de capital de la empresa. *El Trimestre Económico*, LXXXII(2), 279-311.

- Arellano, M. (2002). Sargan's Instrumental Variables Estimation and the Generalized Method of Moments. *Journal of Business and Economic Statistics*, 20(4), 450-459.
- Astrachan, J. H., & Shanker, M. C. (2003). Family businesses' contribution to the U.S. economy: A closer look. *Family Business Review*, 16(3), 211-219. doi: 10.1177/08944865030160030601
- Audretsch, D. B., Hulsbeck, M., & Lehmann, E. E. (2013). Families as active monitors of firm performance. *Journal of Family Business Strategy*, 4(2), 118-130. doi: 10.1016/j.jfbs.2013.02.002
- Baek, J. S., & Kim, J. (2015). Cofounders and the value of family firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, 51, 20-33. doi: 10.1080/1540496x.2015.1039899
- Barontini, R., & Caprio, L. (2006). The Effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from Continental Europe. [Article; Proceedings Paper]. *European Financial Management*, 12(5), 689-723.
- Basco, R. (2013). The family's effect on family firm performance: A model testing the demographic and essence approaches. *Journal of Family Business Strategy*, 4(1), 42-66. doi: 10.1016/j.jfbs.2012.12.003
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. Recuperado de <http://books.google.com/books?id=zaZZAAAAYAAJ>
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143.
- Bond, S. (2002). Dynamic panel data models: a guide to micro data methods and practice. [Article]. *Portuguese Economic Journal*, 1(2), 141.
- Bonilla, C. A., Sepulveda, J., & Carvajal, M. (2010). Family ownership and firm performance in Chile: A note on Martinez et al.'s evidence. *Family Business Review*, 23(2), 148-154. doi: 10.1177/0894486510365508
- Boubakri, N., Guedhami, O., & Mishra, D. (2010). Family control and the implied cost of equity: Evidence before and after the Asian financial crisis. *Journal of International Business Studies*, 41(3), 451-474. doi: 10.1057/jibs.2009.77
- Buchuk, D., Larrain, B., Muñoz, F., & Urzúa I, F. (2014). The internal capital markets of business groups: Evidence from intra-group loans. *Journal of Financial Economics*, 112(2), 190-212. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.01.003>
- Céspedes, J., González, M., & Molina, C. A. (2010). Ownership and capital structure in Latin America. *Journal of Business Research*, 63(3), 248-254. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2009.03.010>
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the Incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771. doi: 10.1111/1540-6261.00511
- Corbetta, G., & Salvato, C. (2004). Self-Serving or self-actualizing? Models of man and agency costs in different types of family firms: A commentary on "comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence". *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(4), 355-362. doi: 10.1111/j.1540-6520.2004.00050.x
- Chrisman, J. J., Chua, J., & Litz, R. (2004). Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence. *Entrepreneurship, theory and practice: ET & P*, 28(4), 335-354.
- Chu, W. (2011). Family ownership and firm performance: Influence of family management, family control, and firm size. *Asia Pacific Journal of Management*, 28(4), 833-851. doi: 10.1007/s10490-009-9180-1
- Croci, E., Doukas, J. A., & Gonenc, H. (2011). Family Control and Financing Decisions. [Article]. *European Financial Management*, 17(5), 860-897. doi: 10.1111/j.1468-036X.2011.00631.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20-47. doi: 10.5465/amr.1997.9707180258
- De Massis, A., Kotlar, J., Campopiano, G., & Cassia, L. (2013). Dispersion of family ownership and the performance of small-to-medium size private family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 4(3), 166-175. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfbs.2013.05.001>
- Debicki, B. J., Matherne, C. F., Kellermanns, F. W., & Chrisman, J. J. (2009). Family business research in the new millennium: An overview of the who, the where, the what, and the why. *Family Business Review*, 22(2), 151-166. doi: 10.1177/0894486509333598
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64. doi: 10.1177/031289629101600103
- Espinosa, C. (2009). Ownership structure and firm performance: The Chilean case. *Academia, Revista Latinoamericana de Administración*, 43, 41-62.
- Espinosa, M., Maquieira, C., Vieito, J. P., & Gonzalez, M. (2012). Capital Structures in Developing Countries: The Latin American case. *Investigacion Economica*, 71(282).
- Erbetta, F., Menozzi, A., Corbetta, G., & Fraquelli, G. (2013). Assessing family firm performance using frontier analysis techniques: Evidence from Italian manufacturing industries. *Journal of Family*

- Business Strategy*, 4(2), 106-117. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfbs.2013.04.001>
- Fahlenbrach, R. (2009). Founder-CEOs, investment decisions, and stock market performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(02), 439-466. doi: [doi:10.1017/S0022109009090139](https://doi.org/10.1017/S0022109009090139)
- Gjerde, T., Mahenthiran, S., & Cademartori, D. (2013). Effect of ownership, governance, and transparency on liquidity—Chilean evidence. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 9(2), 183-202. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcae.2013.09.003>
- Gonzalez, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M. (2011). Revisión de la literatura de empresas familiares: una perspectiva financiera. *Academia, Revista Latinoamericana de Administración*, 47, 18-42.
- Isakov, D., & Weisskopf, J.-P. (2014). Are founding families special blockholders? An investigation of controlling shareholder influence on firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 41, 1-16. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.12.012>
- Jara, M., Moreno, M., & Saona, P. (2012). Non-Linear relationship between growth opportunities and bank debt: A panel data analysis of Chilean firms. *Academia-Revista Latinoamericana De Administracion*(50), 44-65.
- Jara, M., López-Iturriaga, F. J., & Espinosa, C. (2015). Diversification and control in emerging markets: The case of Chilean firms. *BRQ Business Research Quarterly*, 18(4), 259-274. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.brq.2015.01.002>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- King, M. R., & Santor, E. (2008). Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms. *Journal of Banking & Finance*, 32(11), 2423-2432. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.02.002>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- Lefort, F., & Urzúa, F. (2008). Board independence, firm performance and ownership concentration: Evidence from Chile. *Journal of business research : JBR*, 61(6), 615-622.
- Lubatkin, M. H., Schulze, W. S., Ling, Y., & Dino, R. N. (2005). The effects of parental altruism on the governance of family-managed firms. *Journal of Organizational Behavior*, 26(3), 313-330. doi: [10.1002/job.307](https://doi.org/10.1002/job.307)
- Maquieira, C., & Espinosa, C. (2005). Relación entre valor de la empresa, diversificación y gobierno corporativo. *Revista Mexicana de Economía y Finanzas*, 4(3), 223-257.
- Maquieira, C. P., Espinosa, C. E., Vieito, J., xe, & o, P. (2011). Corporate Performance and Ownership Structure: Empirical Evidence for Chile. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 50(1), 75-96.
- Martínez, J. I., Stöhr, B. S., & Quiroga, B. F. (2007). Family ownership and firm performance: Evidence from public companies in Chile. *Family Business Review*, 20(2), 83-94. doi: [10.1111/j.1741-6248.2007.00087](https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2007.00087)
- Maury, B. (2006). Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 321-341.
- Mazzi, C. (2011). Family business and financial performance: Current state of knowledge and future research challenges. *Journal of Family Business Strategy*, 2(3), 166-181. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfbs.2011.07.001>
- Miller, D., & Le Breton-Miller, I. (2006). Family governance and firm performance: Agency, stewardship, and capabilities. *Family Business Review*, 19(1), 73-87. doi: [10.1111/j.1741-6248.2006.00063.x](https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2006.00063.x)
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R. H., & Cannella, A. A. (2007). Are family firms really superior performers? *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 829-858. doi: [10.1016/j.jcorpfin.2007.03.004](https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2007.03.004)
- Miralles-Marcelo, J. L., Miralles-Quirós, M. d. M., & Lisboa, I. (2014). The impact of family control on firm performance: Evidence from Portugal and Spain. *Journal of Family Business Strategy*, 5(2), 156-168. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfbs.2014.03.002>
- Poutziouris, P., Savva, C. S., & Hadjielias, E. (2015). Family involvement and firm performance: Evidence from UK listed firms. *Journal of Family Business Strategy*, 6(1), 14-32. doi: [10.1016/j.jfbs.2014.12.001](https://doi.org/10.1016/j.jfbs.2014.12.001)
- Rodríguez, M., Fernández, S., & Rodríguez, J. (2013). Estructura del consejo de administración y rendimiento de la empresa española cotizada. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 22(3), 155-168. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.redee.2012.10.002>
- San Martín-Reyna, J. M., & Duran-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(2), 106-117. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfbs.2012.03.001>

- Saona, P. (2009). Corporate governance in Chile. [Aufsatz im Buch, Article in book]. Codes of good governance around the world, 87-98.
- Saona, P. (2014). Internal corporate governance mechanisms as drivers of firm value: panel data evidence for Chilean firms. *Review of Managerial Science*, 8(4), 575-604. doi: 10.1007/s11846-013-0115-3
- Saona, P., & San Martin, P. (2014). Capital structures in the Chilean Corporate Sector: Re-visiting the stylized facts. Documento de Trabajo.
- Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., & Dino, R. N. (2003). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 473-490. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/S0883-9026\(03\)00054-5](http://dx.doi.org/10.1016/S0883-9026(03)00054-5)
- Silva, F., Majluf, N., & Paredes, R. (2006). Ownership structure and performance: empirical evidence from Chilean firms. *Corporate Ownership and Control*, 3(4), 173-181.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80, 385-417.
- Zahra, S. A. (2003). International expansion of U.S. manufacturing family businesses: The effect of ownership and involvement. *Journal of Business Venturing*, 18(4), 495-512. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/S0883-9026\(03\)00057-0](http://dx.doi.org/10.1016/S0883-9026(03)00057-0)