



UNIVERSIDAD
DE PIURA

REPOSITORIO INSTITUCIONAL
PIRHUA

ANÁLISIS Y COMPARACIÓN DEL DESEMPEÑO DE LAS EMPRESAS LISTADAS EN LA BVL FAMILIARES VERSUS NO FAMILIARES: EVIDENCIA PARA EL CASO PERUANO

Karen Bazán-Rivera

Piura, febrero de 2015

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y EMPRESARIALES

Programa Académico de Economía

Bazán, K. (2015). *Análisis y comparación del desempeño de las empresas listadas en la BVL familiares versus no familiares: evidencia para el caso peruano*. Tesis de pregrado no publicado en Economía. Universidad de Piura. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Programa Académico de Economía Piura, Perú.



Esta obra está bajo [una licencia Creative Commons Atribución-NoComercial-SinDerivadas 2.5 Perú](#)

Repositorio institucional PIRHUA – Universidad de Piura

UNIVERSIDAD DE PIURA

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y EMPRESARIALES

PROGRAMA ACADÉMICO DE ECONOMÍA



**“ANÁLISIS Y COMPARACIÓN DEL DESEMPEÑO DE LAS EMPRESAS LISTADAS EN
LA BVL FAMILIARES VERSUS NO FAMILIARES: EVIDENCIA PARA EL CASO
PERUANO”**

Tesis

**que presenta la Bachiller en Economía, Señora Karen Milagritos Bazán Rivera para optar el Título
de Economista.**

Asesor. Dr. Alvaro Tresierra Tanaka

Piura, febrero de 2015

Dedicatoria

Este trabajo se lo dedico a Dios y a mi familia,
quienes me brindaron su fortaleza y apoyo
constante para lograr este objetivo.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	8
CAPÍTULO I: REVISIÓN DE LA LITERATURA.....	11
CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO.....	18
2.1. Antecedentes de la Investigación	18
2.2. Bases Teóricas.....	25
2.2.1. Empresas Familiares.....	25
2.3. Objetivo e Hipótesis.....	28
2.3.1. Objetivo.....	28
2.3.2. Hipótesis.....	29
CAPÍTULO III: MARCO METODOLÓGICO.....	31
3.1. Data.....	31
3.1.1. Variables.....	33
3.2. Datos de Panel.....	35
3.3. Modelos Econométricos.....	36
3.3.1. Estimación OLS.....	36
3.3.2. Efectos Aleatorios.....	37
CAPÍTULO IV: RESULTADOS.....	38

CAPÍTULO V: CONCLUSIONES.....	42
CAPÍTULO VI: IMPLICANCIAS DE LA INVESTIGACIÓN.....	44
BIBLIOGRAFÍA.....	45
APÉNDICE.....	52
Apéndice A: Lista de empresas.....	52
Apéndice B: Test de Hausman.....	56

Prólogo

En las últimas décadas, la empresa familiar se ha convertido en uno de los pilares de la economía y el desarrollo de un país, ya que son el tipo de empresas predominantes en el mundo. Es fundamental su participación en la actividad empresarial, que se refleja en la generación de riqueza y empleo y por consiguiente, contribuye a mejorar la calidad de vida de la población.

Una empresa se considera familiar cuando una parte esencial de su propiedad está en manos de una o varias familias, cuyos miembros intervienen de forma decisiva en la administración y dirección del negocio. La propiedad, la empresa y la familia son las tres condiciones que identifican el desarrollo de una empresa familiar, por lo tanto, es indispensable reconocer los principales problemas que se presentan al interior de una organización de este nivel (Gersick, 1997).

Así como las áreas comerciales y productivas de las empresas familiares han crecido considerablemente en los últimos años, poco se ha desarrollado la dimensión financiera, el gobierno corporativo y de control.

La relación existente entre empresa familiar y gobierno corporativo es un tema controversial; por un lado, encontramos la prosperidad de las empresas en manos de sus fundadores y por otro, los conflictos de intereses entre fundadores y accionistas externos, que en consecuencia, dificultan la generación de valor y el crecimiento de las empresas.

A partir de esta premisa, surge el interés por realizar una investigación que posibilite conocer si el desempeño de una empresa administrada por la familia cuenta con las competencias profesionales y personales necesarias o funciona mejor en manos de agentes externos.

Apoyándonos en estudios anteriores aplicados en el ámbito mundial, nace el afán de crear un antecedente para mercados emergentes como el Perú¹ y otros mercados en desarrollo. La presente investigación se aplica al mercado peruano, ya que no existen estudios cuyo interés sea medir la influencia de la familia en la gestión de una empresa, aun cuando gran parte de las empresas en el Perú pertenecen a una familia o grupo familiar.

Se afirma que sólo el 30 % de las empresas familiares permanece en la segunda generación y tan sólo el 10% en la tercera y cuarta generación (Belausteguigoitia, 2010). Esta alta mortandad se origina generalmente por problemas de gestión en la organización, así como por el cambio de manos entre familiares, pues no existe un plan de sucesión que garantice el esfuerzo realizado por el socio fundador y transmita el liderazgo al sucesor (Lea, 2003). Hace falta la profesionalización de las empresas familiares para asegurar la calidad y la sostenibilidad del crecimiento económico (Gersick, 1997).

En base a los resultados obtenidos, se busca influir sobre la mentalidad conservadora de las empresas familiares peruanas, que se mantienen resistentes al cambio en sus directorios o cargos gerenciales; a las cuales se les sugiere alinear sus intereses con las exigencias actuales de los mercados globalizados. Las empresas que se profesionalizan crecen más y más rápido que las empresas que se quedan en el núcleo familiar.

¹Bloomberg. Perú se encuentra en la cuarta posición con respecto a los mercados emergentes del 2013, con un PBI de 27.4% y 2.1% de inflación.

Introducción

En el Perú y el mundo las empresas familiares se caracterizan por estar bajo el control de una o varias familias relacionadas, que tienen la intención de transferir la organización a la siguiente generación. Además de asumir los riesgos típicos de cualquier negocio, deben encontrar capital para crecer, resolver las dificultades asociadas al cambio generacional y afrontar las exigencias y desafíos del proceso de globalización económica (Vela Meléndez, 2013).

A nivel mundial, el 68% de las empresas familiares han incorporado a su equipo profesionales externos; mientras que en el Perú, sólo el 24% de las empresas lo hacen. La no aceptación de profesionales especializados que cubran posiciones estratégicas en la organización, es señal de conservadurismo y poca predisposición al cambio, motivado por un exceso de desconfianza, que no mide los riesgos a los que se expone la empresa, tal como lo afirma Juan Carlos Simon, asesor de negocios de PWC, en un artículo publicado por Diario Gestión (29/11/12).

Simon señala que en Europa es posible ver con mayor énfasis este proceso de profesionalización; sin embargo, en Latinoamérica las empresas no han evolucionado de la misma forma hacia este proceso y así también sucede en el Perú, donde las empresas familiares se mantienen resistentes al cambio de sus directorios o gerencias.

Pese a que el 80% de las empresas en el Perú son familiares¹ y por tanto su participación en la actividad económica del país debe ser activa, aun no existe la regulación adecuada para este tipo de organizaciones cuyos principales requerimientos son la planificación y la profesionalización.

¹ Estas cifras son reveladas por El Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN) del Banco Interamericano de Desarrollo, encargado de crear oportunidades económicas y disminuir la pobreza en América Latina y el Caribe a través de modelos innovadores que benefician a los hogares pobres y de bajos ingresos, y a empresarios de América Latina y el Caribe.

Aunque han pasado muchos años desde que se iniciaron las investigaciones sobre este tipo de organizaciones, las empresas familiares han sido y siguen siendo objeto de estudio en muchos países, dada su influencia en el crecimiento económico del país.

En diversos estudios sobre empresas familiares, ya sea desde un plano económico, político o socioemocional, autores como Tagiuri y Davis (1992), Barontini y Caprio (2005) y Dyer (2006), entre otros, han analizado diversos factores que influyen en el comportamiento de los miembros de la familia y que determinan el éxito de estas empresas.

En tales estudios, se abordan temas como los conflictos que surgen cuando los intereses del propietario y los del gerente no siguen la misma dirección, también conocido como el problema de agencia, y en consecuencia, destruyen valor en la empresa. Otro aporte es la incorporación de la riqueza socioemocional, como un elemento influyente en el comportamiento de los miembros de la familia y que determina el desempeño de la empresa.

Particularmente, en el trabajo realizado se pretende analizar y comparar el desempeño de las empresas familiares con el de las empresas no familiares que listan en la BVL. Para tal fin, se ha hecho revisión de algunos estudios previos como el de Anderson y Reeb (2003), Barontini y Caprio (2005), Takuji Saito (2007), Martinez (2005) y Bonilla, Carvajal y Sepúlveda (2010), para los mercados de EEUU, Europa, Japón y Chile, respectivamente.

Los autores mencionados, analizan y comparan el desempeño de un conjunto de empresas familiares basándose en los indicadores de rentabilidad como el ROA, ROE y en algunos casos Q de Tobin. En común, se halló un efecto significativo y superior del desempeño de las empresas familiares respecto al grupo de comparación.

El objetivo de la presente investigación es verificar si, atendiendo a las condiciones internas y externas de las empresas del mercado peruano, se cumple la hipótesis de que las empresas familiares que listan en la BVL presentan un mejor desempeño que las empresas no familiares. Por

añadidura, se pretende determinar la importancia que tiene el rol de los directivos en la gestión de la empresa; para lo cual se abordan algunos de los problemas que afectan fundamentalmente a las empresas familiares.

Nuestro trabajo se desarrolla a lo largo del *capítulo I: revisión de la literatura*, que contiene los principales estudios sobre las empresas familiares desarrollados en diversas partes del mundo. En el *capítulo II: marco teórico*, se incluye múltiples argumentos a favor y en contra de la hipótesis que se pretende demostrar.

Seguidamente, en el *capítulo III: metodología y datos*, se describen las variables que se utilizan; se plantea un modelo econométrico para un panel de datos, así como los métodos de estimación. En el *capítulo IV*, se detallan los *resultados* obtenidos de la estimación, así como su coherencia con los resultados hallados en la literatura. Por último, *el capítulo V* contiene las *conclusiones*, síntesis de la totalidad de los planteamientos realizados a lo largo del trabajo.

El presente estudio pretende contribuir con la literatura financiera y crear un precedente en la investigación, relacionada con el análisis y comparación del desempeño de las empresas familiares versus las empresas no familiares existentes en el mercado peruano.

Finalmente, agradezco a mi asesor Dr. Alvaro Tresierra Tanaka, quien me brindó su orientación y conocimientos, motivándome para que este trabajo llegue a buen término.

Capítulo I : Revisión de la Literatura

En la actualidad, es cada vez mayor el número de estudios en el campo financiero que examinan los efectos de la propiedad familiar en la gestión de la empresa. Estos estudios se han aplicado en países del continente europeo, asiático y americano. En Latinoamérica, Chile es uno de los primeros países en realizar investigaciones sobre las compañías familiares, forma predominante de organización empresarial en la mayoría de naciones latinoamericanas y otras regiones del mundo.

La economía chilena y la nuestra presentan notorias diferencias en cuanto a desarrollo económico, un factor que las distingue es que en Chile los negocios familiares son la columna vertebral y el motor de la dinámica economía de su mercado. No obstante, tomaremos como base los trabajos desarrollados por el profesor chileno Joan Martínez (2005) y el estudio conducido por los docentes de la Universidad de Chile, Claudio Bonilla, Mariela Carvajal y Jean Sepúlveda (2010), quienes analizaron el papel que ejecuta la familia en la administración de las compañías.

Presentamos a continuación, una detallada revisión de la literatura existente en el campo financiero, con el fin de examinar y verificar si en el mercado peruano se cumple la hipótesis de que el desempeño de una empresa es mejor cuando la propiedad y administración le corresponde a una familia, o es preferible que se encuentre al cuidado de agentes externos.

Uno de los primeros trabajos que estudia el éxito de las empresas familiares, es el realizado por Tagiuri y Davis (1992), el cual analiza los medios más efectivos para orientar el comportamiento de las personas en una organización. Los autores señalan que la identificación y comunicación de objetivos claros, considerados como importantes por los propietarios y gerentes, son la clave del éxito de las empresas familiares.

Otro trabajo que aborda el estudio de las empresas familiares es el de Casson (1999), aquí el autor argumenta que no existe una teoría en común para las empresas familiares, sino que la singularidad de éstas reside en la fuerza de la motivación dinástica, la cual fortalece la confianza entre los miembros de familia, pero a la vez impide la contratación de miembros externos a la familia, y en consecuencia, inhibe el crecimiento de la empresa.

James (1999), le da especial atención al problema de agencia que suele originarse en las empresas, donde la combinación de propiedad y control suelen infravalorar a estas organizaciones respecto a la regla de inversión de los mercados. Debido a que los propietarios son quienes toman las decisiones en la empresa y tienen potestad para desistir de los proyectos de inversión que resultan rentables para los gerentes.

La aplicación de la teoría de la agencia en el ámbito de las empresas familiares, radica en que ayuda a delimitar los campos de actuación del dueño de la empresa, y establece los derechos y deberes de los agentes, es decir, los empleados de la organización.

James pretende demostrar que estos problemas pueden no surgir en las empresas familiares, gracias a que estas tienen mejores posibilidades para seleccionar sus inversiones, de acuerdo a las reglas del mercado y además, limitar los costes de agencia que surgen cuando se separan la propiedad y el control. Los resultados mostraron que los lazos familiares pueden conducir a acciones altruistas que superan la consideración personal de los miembros de la familia, lo cual resulta eficiente en la toma

de decisiones, ya que las decisiones optimizadoras son tomadas por toda la familia y pensando en el futura de esta.

Examinando la literatura existente sobre el tema central de este estudio, es decir, de qué manera influye la familia sobre el desempeño de la empresa, encontramos el trabajo que realizan Anderson y Reeb (2003), quienes efectúan un análisis para las empresas que conforman el S&P 500, donde un tercio de ellas son clasificadas como empresas familiares. En este reporte se muestra que los beneficios del control familiar comienzan a disminuir cuando la participación accionaria supera el 30%, puesto que dañaría a los accionistas minoritarios, existiendo el riesgo de expropiación cuando la transparencia es baja.

La transparencia en la información y en la toma decisiones es de vital importancia en las empresas familiares para lograr una gestión exitosa. Desgraciadamente rara vez se cumple, afectando la evolución económica y las relaciones personales entre sus miembros.

Asimismo, los autores argumentan que la propiedad familiar en empresas que operan en mercados transparentes y bien regulados reduce sus costos de agencia. También señalan que la diferencia en el desempeño de los dos tipos de empresas depende del estado del gerente; el cual puede ser un miembro de familia, fundador o descendientes de ellos; para quien se determina una relación positiva con las medidas de rentabilidad contable. Sin embargo, advierten que el desempeño de la empresa parece ser mejor cuando los gerentes generales son los fundadores y no los descendientes de los fundadores.

Por otro lado, Burkart, Panunzi y Shleifer (2003) elaboran un estudio basado en la teoría de la separación de la propiedad y el control; aquí se presenta un modelo de sucesión en la que el fundador debe decidir entre contratar un profesional externo o dejar la gestión de la empresa a un heredero; aunque, esta decisiones determinada por el entorno legal.

Gallo y Cappuyns (2004) realizan un estudio para un grupo de empresas familiares de sectores diversos, las cuales se encuentran entre las 1000 empresas más antiguas de España y que se caracterizan por tener altos ratios de crecimiento. Destacan dos características que aseguran el éxito de una empresa: la primera, es que aceptan las normas con las que funcionan la mayor parte de las empresas; la segunda, es que se guían por una cultura familiar fuertemente establecida. La excelencia, la ética laboral, iniciativa para innovar, simplicidad en el estilo de vida y por último, la austeridad, son los cinco valores que fortalecen la cultura en una empresa.

Los italianos Roberto Barontini y Lorenzo Caprio (2005) investigaron la relación entre la estructura propietaria y el desempeño de la empresa familiar para 675 empresas públicas situadas en 11 países de Europa. Los resultados de su estudio sugieren que el control de las empresas por parte de los fundadores permite un rendimiento y valoración significativamente superior, en contraste a las empresas que son dirigidas por un descendiente del fundador. El control familiar es altamente positivo en la etapa fundadora, siempre y cuando el fundador siga teniendo un papel activo en la empresa.

En el estudio realizado para el mercado chileno, Joan Martínez (2005) examina un conjunto de empresas familiares y no familiares que listan en la Bolsa de Comercio de Santiago¹, las cuales fueron distinguidas mediante ciertos criterios. El trabajo compara el desempeño de dos tipos de empresas, familiares y no familiares, a través de tres indicadores: ROA, ROE y Q de Tobin; los resultados muestran que las empresas familiares presentan un desempeño mejor que el otro grupo de empresas.

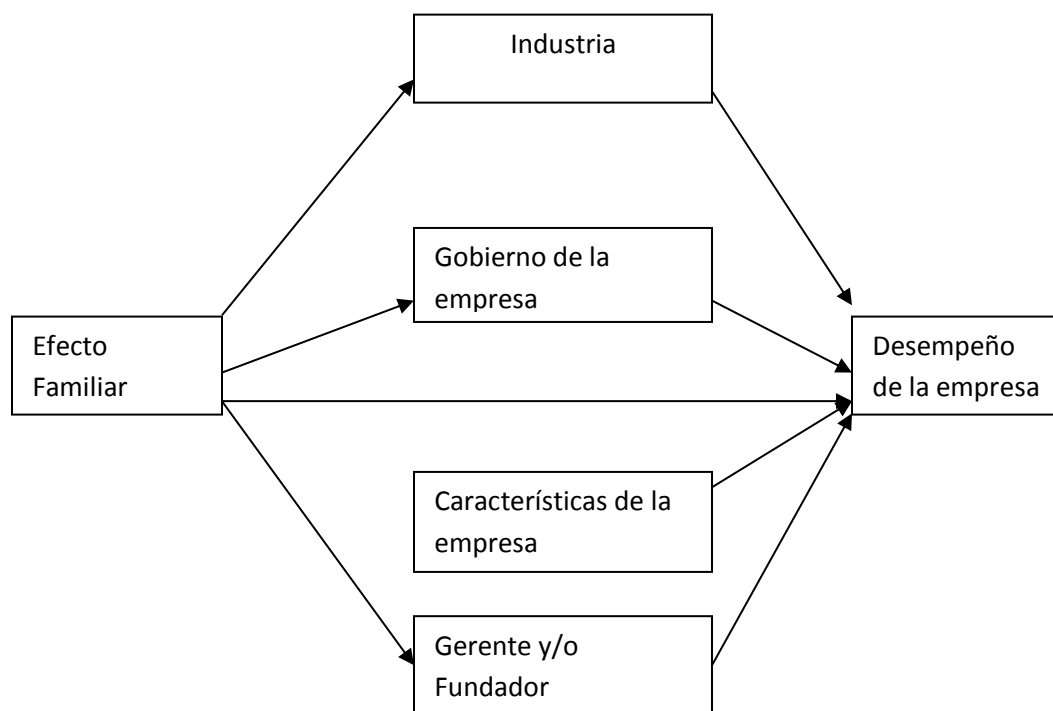
El estudio de Gibb Dyer (2006), experto en empresas familiares, analiza su desempeño, el cual depende de cuatro factores: *la industria, el gobierno de la empresa, las características de la*

¹ La Bolsa de Comercio de Santiago, es desde 1983 el centro indiscutido del mercado bursátil nacional, convirtiéndose en el referente por excelencia para los inversionistas nacionales y extranjeros.

empresa, y el fundador. A su vez sugiere que la familia puede influir sobre el gobierno, sus características básicas, la calidad de su gerente e incluso sobre la misma industria (Figura 1).

El profesor Dyer, revela la existencia de “*factores familiares*” que contribuyen a que estas empresas presenten un buen desempeño, tales factores son los activos familiares, el capital social y el capital físico y financiero. Se vislumbra un bajo desempeño ante la presencia de mayores costos, debido a objetivos contrapuestos entre los miembros de familia: los pasivos familiares, uso de los activos familiares para uso personal, conflictos entre los miembros de la familia, entre otros.

Figura 1



El estudio de Gómez- Mejía (2007) incluye un elemento importante poco tratado cuando se habla de empresas familiares: la riqueza socioemocional. El autor afirma que cuanto más fuerte es el rol de la familia, más probable es que protejan su riqueza socioemocional, de manera que la disposición

de la familia para ceder el control de su empresa es menor cuando está en manos de sus fundadores y mayor cuando ha sido traspasada y gestionada por profesionales.

Se conoce como riqueza socioemocional a la capacidad de ejercer la autoridad (Schulze, Lubatkin y Dino, 2003), la satisfacción de las necesidades de pertenencia (Kepner, 1983), la perpetuación de los valores familiares a través de la empresa (Handler, 1990), la preservación de la dinastía de la familia (Casson, 1999) y la conservación del capital social de la empresa familiar (Arregle et al. 2005).

A ello se añade, el cumplimiento de las obligaciones de la familia basada en lazos de sangre y no en criterios estrictos de competencia (Athanassiou et al. 2002), y por último, la oportunidad de ser altruista con los miembros de la familia (Schulze, 2003b).

Un estudio más actual es el realizado por Takuji Saito (2008), quien examina el desempeño de las empresas familiares que son gestionadas o dirigidas por los fundadores o por sus descendientes. Los resultados son significativamente mejores para las compañías familiares que para el otro grupo de empresas, siempre que estas sean dirigidas por sus fundadores y no por las generaciones siguientes.

El trabajo realizado por Bonilla Carvajal y Sepúlveda (2010), es una versión actualizada del estudio de Martínez (2005) aplicado al mismo mercado, pero empleando nuevas técnicas de estimación. A través de un test de diferencia de medias se comparan las medidas de desempeño, las mismas que utiliza Martínez (2005) en su trabajo, y se puede observar que, en promedio el desempeño de las empresas familiares es mayor que el de las empresas no familiares.

En la investigación de Bonilla et al. (2010) se incorporan los efectos no observables de los individuos y los resultados del estudio son comparables cualitativamente y cuantitativamente con los hallados por Martínez (2005).

Después de revisar la diversidad de estudios que abarcan el rol y participación de la familia en la empresa, es necesario resaltar algunos estudios cuya posición difiere de lo expuesto anteriormente.

Aquí tenemos a autores como Gallo (1998), quien sostiene que el principal problema de las empresas familiares no se encuentra en su nacimiento, desarrollo y continuidad, sino que gran parte de esta problemática se asocia a los cambios generacionales. El traspaso de una empresa a partir de la primera generación a posteriores, lleva a un punto en el que la empresa podría parecer más pública que familiar.

El estudio de Dyer (1986) revela que de cada 100 empresas familiares que se acercan a la segunda generación, sólo 30 sobreviven y de estas sólo 15 continúan hacia la tercera generación.

Por otro lado, Galve (2002) menciona que las empresas familiares se enfrentan a sus propios problemas, pues la estrecha relación entre propietarios y directivos vuelven irrelevantes las recomendaciones que recogen los códigos de un buen gobierno corporativo², lo cual genera contradicciones normativas.

En un estudio previo, Lansberg (1983) refiere que las contradicciones que se originan entre las normas, principios familiares y empresariales entorpecen la dirección eficiente, y en algunos casos, el poder de decisión que otorga la empresa puede ser utilizado para favorecer a determinados parientes a costa de los intereses de la empresa.

Tras repasar parte de la amplia literatura que existe sobre el tema en el campo de las finanzas, se puede concluir que los resultados dependerán de la magnitud y de las características propias del mercado que se analiza.

²Sheifer y Vishny (1997) definen desde una perspectiva financiera al gobierno corporativo como “los medios a través de los cuales quienes proporcionan recursos financieros a la empresa se aseguran una retribución adecuada de sus inversiones”.

Capítulo II: Marco Teórico

2.1. Antecedentes de la Investigación

Como se ha mencionado en el capítulo anterior, existen diversos estudios abordados con más énfasis en las dos últimas décadas, que discrepan sobre el rol que cumplen las empresas familiares en el desarrollo económico de un país. En los países desarrollados, estas empresas son un gran motor en la economía, así lo indica la Family Business Magazine¹ (2002), cuyo estudio revela que cien de las mayores empresas estadounidenses son familiares y su historia se remonta a un período largo de trayectoria.

Así pues, gran parte de los estudios en el tema se han realizado en América del Norte y Europa; mientras que unos pocos se han elaborado en países latinoamericanos, como es el caso del estudio realizado por Martínez (2005) para el mercado chileno, cuya investigación se convierte en el punto de partida en países de este bloque.

Varios de los estudios revisados señalan las principales ventajas y desventajas de una empresa familiar. Una de las ventajas específicas, de acuerdo a McConaughy, Matthews y Fialko (2001), es que el desempeño superior de estas empresas en términos de eficiencia, estructura de capital y valor

¹ Es una revista publicada trimestralmente desde 1988, cuya publicación científica se dedica exclusivamente a la investigación de la dinámica de la empresa controlada por la familia, desde empresas muy grandes a muy pequeñas.

de la empresa, se debe a sus menores costos de control, amplios horizontes de inversión, y una mínima propensión al riesgo. Además, este tipo de empresas ofrece un mejor ambiente laboral, mayor satisfacción en el trabajo y suelen solucionar de la mejor manera los conflictos ocurridos.

La gran mayoría de trabajos de investigación coinciden en que “las empresas familiares, no importa el lugar donde se encuentren, comparten los mismos sueños de crecer, así como, dificultades, conflictos familiares, decisiones de vender o asociarse y muchas otras situaciones o problemas”, así lo señala la Asociación de Empresas Familiares del Perú (AEF Perú)².

En el otro extremo, se encuentran las desventajas que frecuentemente se observan en este tipo de empresas, tales como la capacidad limitada para reclutar personal altamente especializado para ocupar los cargos administrativos de la empresa, particularmente cuando las empresas son grandes y sus procesos son complejos, así lo indica Dyer (1989).

A continuación, se presentan algunos de los argumentos más importantes a favor y en contra de las empresas familiares y su desempeño respecto a las empresas no familiares.

Uno de los argumentos favorables que se formulan sobre el tema, es que cuando las empresas familiares operan en mercados transparentes y bien regulados, reducen sus costes de agencia, además, el desempeño en este tipo de empresas es superior cuando la administración de la empresa está manos de los fundadores y no de los descendientes de ellos, así lo revela el estudio realizado por Anderson y Reeb (2003).

Por el contrario, Burkart y otros (2002) difieren de la proposición de Anderson y Reeb (2003), argumentando que el personal profesional externo sería más productivo que los descendientes de la

² **La Asociación de Empresas Familiares del Perú** se funda a fines del año 2010, por un grupo de emprendedores de gran visión con el objeto de brindar a los fundadores, descendientes, propietarios y ejecutivos los instrumentos necesarios para que desarrollen con éxito sus emprendimientos y protección de sus patrimonios familiares para que trasciendan a sus generaciones.

familia, aunque la contratación de un gerente particular dará lugar a una mala alineación de intereses, ya que suele originarse el ya mencionado, problema de agencia.

El tema de la herencia y el traspaso generacional en una empresa es una cuestión bastante discutida cuando se habla de empresas familiares. Algunos de los estudios que abordan el tema son los de Schulze (2003) y Mishra y McConaughy (1999), quienes deducen que cuando la empresa es propiedad de una familia y es gestionada por sus fundadores, los resultados son mejores para la organización y que por el contrario, a medida que se traspasa la propiedad a otras generaciones la influencia de la familia se hace más dispersa y fraccionada.

En tanto, Villalonga y Amit (2004) también sugieren que las empresas familiares crean valor sólo cuando el fundador es el gerente general o presidente del directorio, por el contrario, el valor se destruye si éste es descendiente del fundador.

De igual manera, Barontini y Carpio (2005) respaldan la hipótesis de los estudios antes mencionados, indicando que el control de las empresas por parte de los fundadores permite un rendimiento y valoración significativamente superior; en contraste con aquellas que son dirigidas por un descendiente del fundador, siendo incluso el beneficio superior al de las empresas no familiares.

Un control activo sobre una empresa familiar se asocia a una mayor rentabilidad, comparado a las empresas no familiares, mientras que un control pasivo en una empresa familiar no afecta a la rentabilidad; así lo señala Maury (2006) en un estudio realizado a 1672 empresas no financieras de Europa Occidental.

En este trabajo, se analiza empíricamente como las empresas familiares tienen un mejor desempeño que las empresas no familiares, además, se diferencia el control por parte de la familia y la protección por parte de los accionistas. Los resultados de este estudio sugieren que el control familiar reduce los costos de agencia entre propietarios y gerentes, pero se incrementan los

conflictos entre la familia y los accionistas minoritarios cuando la protección de los accionistas es baja y el control es alto.

Por otro lado, el estudio de Martínez (2005) realizado para las empresas del mercado chileno, confirma los resultados obtenidos por Anderson y Reeb (2003) para las empresas que cotizan en el S&P 500 en los EE.UU. La premisa detrás de ambos estudios es que las empresas familiares tienen un desempeño mejor que las empresas no familiares. Los resultados confirman el argumento del autor y se concluye que, 100 empresas de control familiar presentaron un desempeño significativamente mejor que el grupo de 75 empresas de control no familiar.

Martínez (2005) aborda un punto importante cuando se analizan las empresas familiares, las fortalezas y debilidades que suelen presentarse, pese a que toda empresa las tiene, este tipo de empresas son un caso particular, ya que la propiedad y la gestión corresponden a la familia.

Es así que, cuando estas empresas se comportan como públicas, sus debilidades suelen reducirse, ya que el comportamiento del mercado las obliga a disciplinarse. También, destaca como unas de las desventajas más comunes, la falta de eficacia y profesionalización de la gestión y de los órganos del gobierno, rendición de cuentas y la presión del mercado, las cuales afectan negativamente en los resultados de la empresa.

Un fundamento relevante sobre las empresas familiares es que son más adversas al riesgo que las empresas no familiares. Usando la teoría conductual de las empresas, Gómez Mejía (2007) sostiene que un punto de referencia importante es la pérdida de la riqueza socioemocional. Para evitar esa pérdida, las empresas familiares aceptan un riesgo significativo en su desempeño, y al mismo tiempo evaden tomar decisiones muy arriesgadas que pudieran incrementar el riesgo de la empresa.

Por tal motivo, Gómez señala que las predicciones de la teoría conductual son divergentes, dependiendo de la propiedad de la empresa. Bajo la hipótesis de que las empresas familiares muestran mayor preferencia por mantener el control de la propiedad que las empresas no familiares,

el autor sostiene a través de diversos argumentos, que las empresas familiares tienen como objetivo fundamental la preservación de la riqueza socioemocional y para que se logre tal propósito, estas están propensas a mantener el control directo de los propietarios sobre los asuntos de la empresa.

En el trabajo realizado por Takuji Saito (2008) para un conjunto de empresas del mercado japonés, se revela que las empresas familiares presentan un desempeño ligeramente superior al de las empresas no familiares, siempre que la propiedad y la administración de la empresa se encuentren en manos de los fundadores. El estudio concluye que los fundadores agregan valor a la empresa a través de sus conocimientos, y por el contrario, los problemas de gobernabilidad entre los grandes y pequeños accionistas dan como resultado un bajo desempeño de la empresa.

Bonilla, Carvajal y Sepúlveda (2010) argumentan que la razón por la que las empresas familiares del mercado chileno presentan un mejor desempeño, se debe a la calidad de las instituciones y la mejora en las regulaciones del mercado de capitales, lo que dificulta la extracción de valor de la empresa por parte de los accionistas minoritarios. Los resultados confirman la hipótesis y se concluye, que las empresas familiares no sólo presentan un mejor desempeño que las empresas no familiares, sino también menor riesgo.

No obstante, es necesario resaltar algunos estudios opuestos a lo revelado anteriormente. Tenemos a Gallo (1998), quien sostiene que el principal problema de las empresas familiares no se encuentra en su nacimiento, desarrollo y continuidad, sino que gran parte de esta problemática se asocia a los cambios generacionales. El traspaso de una empresa a partir de la primera generación a posteriores, lleva a un punto en el que la empresa podría parecer más pública que familiar.

El estudio de Dyer (1986) muestra que de cada 100 empresas familiares que se acercan a la segunda generación, sólo 30 sobreviven y de estas sólo 15 continúan hacia la tercera generación.

En este contexto, existen numerosos estudios que revelan algunos de los principales obstáculos detrás la gestión de las familias sobre sus empresas y que se convierte en un tema muy

controversial, entre ellos, el problema de la sucesión familiar y los conflictos que surgen entre propietarios y directivos, y que suelen converger en un deterioro del desempeño de la empresa.

“Se ha identificado la falta de planificación de la sucesión como una de las razones más importantes por las que muchas empresas familiares de primera generación no sobreviven a sus fundadores”; señala Lansberg (1988). La dificultad surge cuando no existe una planificación de la sucesión, que consiste en la preparación necesaria para garantizar la armonía de la familia y la continuidad del negocio durante la próxima generación.

Esta preparación incluye tener en cuenta las necesidades de la empresa y las de la familia. La incapacidad de las empresas familiares para mantenerse va más allá de la permanencia de sus fundadores, pues tiene consecuencias sociales y económicas. No solo implica pérdida de los activos de la familia que se vinculan con la empresa, sino también que muchos empleados y la sociedad, incluso, dependen del bienestar de la empresa.

Adicionalmente, Gersick, Lansberg, Desjardins y Dunn (1999) analizan un modelo de tres subsistemas: propiedad, familia y empresa. Cada subsistema consta de etapas, en cuanto a la propiedad va desde el empresario controlador, sigue la sociedad de hermanos y por último un consorcio de primos, por otro lado, la empresa va desde su inicio y pasa por diversas etapas hasta llegar a la madurez.

Familia, propiedad y empresa interactúan de manera permanente y definen una forma de gobierno típica de este tipo de organizaciones. La existencia de un correcto equilibrio entre el componente familiar y empresarial favorecerá la productividad y competitividad de la empresa. Es vital, gestionar adecuadamente la formación y educación de sus integrantes, fortalecer las relaciones familiares, manteniendo la unidad de la familia y el compromiso familiar con la empresa.

En realidad, el problema surge cuando se pasa de una etapa a otra, este fenómeno es conocido como la *transición*. Las transiciones son oportunidades para reevaluar el curso que sigue la empresa y

para generar cambios esenciales. De hecho, son momentos críticos y de gran incertidumbre para quienes toman decisiones. El riesgo detrás de este periodo de transición es que los líderes tomen decisiones prematuras que perjudiquen los resultados de la empresa.

En uno de los artículos publicados por la AEF (Asociación de Empresas Familiares del Perú), se menciona que la familia empresaria peruana tiende a no contar con un protocolo familiar y tampoco posee un plan de sucesión. El no poseer estos documentos genera dificultades a la empresa, ya que los bancos ven el riesgo que existe al no saber qué pasaría con la empresa si no se encuentra el dueño. Por tanto, no hay una creencia fuerte de tener las funciones y responsabilidades documentadas.

En efecto, la sucesión es uno de los principales problemas de las empresas familiares peruanas dado que suelen cerrar las empresas con la llegada de la segunda generación, pues los fundadores no han logrado capacitar bien a sus sucesores para el continuo éxito de sus empresas. Así lo afirmó el Presidente Ollanta Humala en un reportaje publicado por la *Americaeconomica.com*³.

La ignorancia del proceso de sucesión puede debilitar el destino de la empresa, por lo que es esencial considerarlo como una prioridad estratégica. Preparar la sucesión es un acto de prevención, siendo ésta la manera más adecuada de salvaguardar el patrimonio, las buenas prácticas de negocio y un valioso legado adquirido a lo largo de los años.

Otro de los problemas que aqueja a este tipo de organizaciones y que las distancia de las inversiones potenciales, es el hermetismo estructural de las empresas familiares, siendo necesario aplicar un conjunto de Principios del Buen Gobierno Corporativo (PBGC), con el fin de regularlas y proveerles de múltiples beneficios que les posibiliten incrementar su valor y obtener mejores fuentes de financiamiento.

³ *Americaeconomica.com* es una publicación electrónica de información económica de América Latina.

La práctica del Buen Gobierno Corporativo y la realización de un protocolo familiar que determine el plan de sucesión de la empresa, son dos vías necesarias para procurar atraer y retener capital financiero y humano y asegurar a la vez, su subsistencia.

A propósito, una desventaja para las empresas familiares peruanas, es que en los últimos años el país ha experimentado un período de crecimiento en el flujo de inversiones (inversión extranjera directa), según los reporta “La Comisión Económica para América Latina y el Caribe”, donde el principal receptor de estos capitales ha sido el sector minero, seguido de la infraestructura eléctrica y comunicaciones, siendo la mayor parte de estas empresas, no familiares.

2.2. Bases Teóricas

2.2.1. Empresa Familiar

Antes de iniciar la revisión de la literatura, es necesario conocer algunos de los significados que se le atribuyen a *la empresa familiar*. El concepto más básico es decir que una empresa familiar es aquel “taller” donde trabaja mamá, papá y algún hijo o pariente que venga de afuera a colaborar en el desenvolvimiento de la misma (Rodríguez, L., 2010).

Daily y Dollinger (1992) describen como negocio familiar aquel donde existe relación entre los gerentes y el dueño del negocio. Los autores desarrollan una investigación basada en la teoría de los costos de agencia, argumentando que el desempeño del negocio será mejor cuando el ejercicio de control y propiedad se unifiquen. Para ello, realizan una comparación entre compañías de propiedad y control familiar frente a empresas cuyo manejo está dado por profesionales externos. Bajo el criterio de los costos de agencia, este último grupo conlleva a mayores costos, lo que disminuye el desempeño de la empresa.

Beehr (1997), determina como empresa familiar a aquella donde el propietario y al menos un miembro de su familia trabajan en ella.

Los autores Morck y Yeung (2003), determinan como negocio familiar a las empresas cuyos miembros de familia tienen el control legal y están involucrados en la administración del negocio. El objeto de estudio de este trabajo son los problemas de agencia que se engendran en los grupos familiares.

En una publicación posterior (2004), los mismos autores definen a este tipo de empresas como aquellos grupos que tienen control sobre un bloque de empresas y estas a su vez, controlan otro grupo, y así sucesivamente. El objeto de estudio es la relación que existe entre el desarrollo económico del Estado y el dominio por control familiar.

Un concepto más elemental es el propuesto por Mishra y McConaughy (2003). En un estudio de 105 empresas fundadas y controladas por familias extraídas del “*The Business Week CEO 1000*”⁴, los autores definen este tipo de empresas como aquellas donde los miembros de una familia son directores y ejecutivos a la vez. En su análisis detectan tres patrones problemáticos de sucesión en términos de estrategia, organización y gobierno: conservador, vacilante y rebelde.

Para Anderson and Reeb (2003) y Villalonga y Amit (2006), una firma familiar es aquella donde la familia fundadora tiene influencia sobre las políticas, estrategia corporativa, cuestiones personales y participación en la gestión del negocio.

Martínez (2005), destaca que una empresa familiar debe cumplir los siguientes criterios para su clasificación como tal. *Primero*, si la propiedad es controlada por una familia y donde los miembros de la familia están presentes en el consejo de administración y directivo. *Segundo*, si la propiedad es de un grupo familiar y estos ocupan cargos en el directorio de la empresa. *Tercero*, es considerada

⁴ “The Business Week CEO 1000” es una lista de empresas con los mejores ejecutivos publicada por la revista Business Week en el año 1987.

empresa familiar si es clasificada por la SVS⁵ dentro de un grupo familiar y ese grupo está asociado a un negocio familiar. *Por último*, si la SVS clasifica a la empresa dentro de un grupo empresarial y este grupo está asociado a un empresario sin descendientes directos, cuya empresa da claras señales de ser controlado por una familia.

Por el contrario, las compañías no familiares son aquellas que no se encuentran dentro de las categorías mencionadas. Por ejemplo, aquellas que pertenecen a un individuo que no posee plan de continuidad, empresas estatales, filiales de empresas multinacionales, entre otras.

Aunque el estudio de Klein, Astrachan y Smyrnios (2005) no brinda una definición explícita de lo que es un negocio familiar, los autores argumentan que este tipo de empresas exhiben estructuras de propiedad donde los derechos de control divergen de los derechos sobre el flujo de caja.

Rubinsztein (2003), considera como negocio familiar desde una pequeña empresa hasta una multinacional, donde el éxito dependerá de las fortalezas de sus miembros y cómo apliquen los valores familiares dentro de la organización.

En un estudio realizado para 896 compañías listadas en la *Fortune 100*⁶, los autores Miller, Le Breton-Miller, Scholnick (2008) identificaron como negocios familiares a aquellos que tuvieron múltiples miembros de familia como directores o ejecutivos que contaban con información privilegiada, o cuyos propietarios poseían el 5 por ciento o más del capital de la empresa.

En la investigación de Allouche et al. (2008) se incluyen al menos tres dimensiones para definir a un negocio familiar: *primero*, una o varias familias tienen un importante aporte de capital; *segundo*, los miembros de la familia mantienen un control significativo sobre la empresa; y por último, si los miembros de familia ocupan cargos en alta dirección.

⁵ SVS: Superintendencia de Valores y seguros de Chile.

⁶ *Fortune 1000* hace referencia a la lista de empresas Americanas elaborada por la revista Fortune. La lista contiene el ranking de las 1000 compañías más grandes de América según sus ingresos. No solo contiene empresas públicas, sino también empresas cuyas acciones comunes cotizan en un mercado de valores.

Finalmente, presentamos la definición de Bonilla et al. (2010), quienes emplean tres criterios para distinguir una empresa familiar en el contexto chileno. El primer criterio consiste en examinar los grupos empresariales que se encuentran listados en la Superintendencia de Valores y Seguros de Chile (SVS), si el grupo es asociado con algún negocio familiar, entonces, las compañías que pertenecen a él son consideradas como empresas familiares.

El segundo criterio indica que si alguno de estos negocios no pertenecen a uno de estos grupos empresariales, se considerará como empresa familiar si uno o más miembros de alguno de estos grupos los dirigen a un nivel alto de dirección. Por último, si su consejo de administración es controlado por uno o más miembros de una familia que lista en la SVS, entonces se acepta la hipótesis de que es familiar.

2.3. Objetivo e Hipótesis

Tras la revisión teórica de la literatura existente en el campo de las finanzas, sería probable encontrar que las empresas familiares que listan en la BVL de Lima tienen un desempeño mejor que el otro grupo de empresas, por ello, antes de continuar con el análisis metodológico, es necesario plantear el objetivo y la hipótesis de la presente investigación.

2.3.1. Objetivo

El objetivo que se persigue con esta investigación, es validar la hipótesis de si las empresas familiares que listan en la BVL presentan un mejor desempeño que las empresas no familiares, y además, se intentará determinar la importancia que tiene el rol de los directivos en la gestión empresarial.

2.3.2. Hipótesis

La hipótesis del trabajo propone que las empresas familiares que listan en la BVL de Lima, presentan un mejor desempeño respecto a las empresas no familiares; este resultado sería significativo dada la evidencia que se tiene en otros países.

Las familias que son propietarias y además controlan sus empresas, las convierten en empresas públicas, ya que listan dentro del mercado de valores; razón por la cual su gestión se vuelve más eficaz y es obligatoria una dirección altamente profesional. Según Martínez (2005), este tipo de empresas tienden a disminuir sus debilidades tradicionales y a mantener sus fortalezas habituales, lo que permite que estas sean más exitosas que sus contrapartes, las cuales carecen de estas ventajas.

Sheleifer y Vishny (1986) sostienen que la familia fundadora representa una única clase de accionistas que tienen carteras poco diversificadas, sus inversiones son a largo plazo y ocupan altas posiciones directivas, estableciendo rendimientos decrecientes respecto al otro grupo de empresas.

Es importante resaltar la *Teoría de Agencia o Problema de Agencia*, una de las teorías más dominantes desde los trabajos de Berle y Means (1932) sobre la separación entre la propiedad de los accionistas y el control de los administradores. Precisamente, los costos de agencia surgen cuando los administradores persiguen sus propios intereses en detrimento de los intereses de los accionistas⁷.

Bajo este concepto, las empresas no familiares están propensas a un mayor nivel de costos de agencia que las empresas familiares, donde la propiedad y el control suele estar en manos de los fundadores o accionistas. Cuando la propiedad y gerencia coinciden, los costos disminuyen o no existen, demostrando ser más eficientes que el resto de organizaciones en las que la dirección de la empresa y su propiedad recaen en personas distintas.

⁷ Vargas, José. (2005). Análisis y Fundamentos de la Teoría Institucional. Revista Digital Universitaria. Vol. 6, No. 08. ISSN: 1607- 6079.

En consecuencia, hay que tener presente una serie de variables que repercuten en el éxito de la empresa familiar, tales como las habilidades y conocimientos de la alta dirección, la necesidad de planificación sucesoria y la elaboración de una correcta normativa que rija el comportamiento de los miembros de la empresa.

Capítulo III: Marco Metodológico

En este capítulo se incluyen los procedimientos para extraer la muestra, las fuentes de donde se selecciona la información por cada variable utilizada, así como las técnicas para construir estas variables. Asimismo, se describen los métodos de estimación del modelo utilizado.

3.1. Data

La muestra de empresas corresponde a cinco de los seis sectores que conforman la Bolsa de Valores de Lima (BVL), excluyendo de ésta al sector financiero, banca y seguros, puesto que su regulación y supervisión podrían sesgar esta investigación.

El período de estudio abarca desde el año 2000 al 2011, la unidad de análisis es la empresa individual, incluyendo la muestra un total de 123 empresas no financieras.

El criterio que se sigue para clasificar una empresa como familiar es el siguiente: son empresas familiares aquellas cuyo accionista o accionistas poseen una participación mayor al 5%, pertenecen a un grupo familiar o son parte del directorio de la empresa. Bajo este criterio, 67 empresas que corresponden al 54 por ciento de las empresas tomadas como muestra, fueron consideradas como empresas familiares; mientras que 56 empresas que corresponden al 46% del total, pertenecen a las no familiares.

La información requerida para cada empresa ha sido extraída de las memorias depositadas en la BVL y en la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV), mientras que algunos datos han sido tomados de Economía Pro©database.

Los datos para las variables macroeconómicas como el producto bruto interno real y la tasa de interés, han sido seleccionados de las series estadísticas anuales que publica el Banco Central de Reserva del Perú.

3.2. Variables

Después de repasar diversos estudios, entre ellos el de Martínez (2005), Bonilla et al. (2010) y Anderson y Reeb (2003), se decidió usar como variable dependiente el retorno sobre activos (ROA), que es una medida de rendimiento de los activos de la empresa durante un período de tiempo. Para este estudio, la variable es medida como el cociente entre la utilidad operativa y el total de activos de la empresa.

Cabe resaltar que los estudios antes mencionados, incluido el trabajo de Takuji Saito (2008), utilizan como primera medida de desempeño la Q de Tobin, indicador financiero que mide el valor de mercado de la empresa, tiene la ventaja de advertir cualquier posible problema de gobierno corporativo y crecimiento potencial. Debido a la complejidad para calcular el valor de mercado por la poca información que se brinda en el mercado peruano (a diferencia de otros mercados extranjeros), se ha decidido no considerar este indicador.

La variable sustancial de este estudio es la Dummy Familia y ha sido utilizada en gran parte de la literatura revisada. La variable que indica si una empresa es familiar se construyó considerando tres criterios: el primero si el accionista o accionistas poseen una participación mayor al 5% de la empresa; si pertenecen a un grupo familiar y por último, si son parte del directorio de la empresa.

Las variables independientes que se utilizan son un conjunto de características propias de la empresa y del entorno macroeconómico. A continuación, se describen estas variables y su técnica de construcción.

Dummy Familia: variable binaria igual a 1 para empresas familiares y, 0 caso contrario. El criterio de clasificación ha sido expuesto en el apartado anterior.

Dummy Familiaridad: variable binaria igual a 1 si existe relación entre el gerente general y el accionista (o propietario), 0 en caso contrario.

Deuda/Activos:

Deuda de corto plazo: variable que indica el ratio de endeudamiento a corto plazo entre el activo total.

Deuda de largo plazo: variable que indica el ratio de endeudamiento a largo plazo entre el total de activos.

Tamaño: medido como el logaritmo natural del total de activos.

Edad: los años de una empresa desde que se fundó. Se mide como el logaritmo de los años.

Grado de instrucción: variable binaria que es igual a 1 para aquellas empresas cuyos ejecutivos poseen un estudio postgrado y, 0 para quienes poseen solo pregrado completo.

Empleados: es el número de personas que trabajan para la empresa.

Producto bruto interno real: valor total de la producción corriente de bienes y servicios finales dentro de un país, durante un periodo de tiempo determinado a precios constante de un año base. Incluye tanto la producción generada por los nacionales y los extranjeros residentes en el país.

Tasa de Interés: promedio ponderado de los préstamos no colateralizados entre las empresas bancarias, los cuales se otorgan en moneda nacional o extranjera. Se calculan en base a los datos remitidos por las empresas bancarias y entidades financieras.

En la Tabla 1, se muestra la descripción y el resumen estadístico de las variables mencionadas.

Tabla 1: Resumen Estadístico

La tabla nos permite examinar si existen observaciones numéricamente distantes del resto de los datos, conocido como los outliers.

Variable	Número de observaciones	Media	Desviación Estándar	Mínimo	Máximo
ROA	1411	0.1176	0.1281	-0.7467	1
Dummyfamilia	1458	0.5398	0.4986	0	1
Gradofamiliaridad	1345	0.5383	0.4987	0	1
Deudacortoplazo	1348	0.0819	0.1044	0	0.7311
Deudalargoplazo	1347	0.1061	0.1379	0	0.9504
Tamaño	1342	12.4586	1.5853	4.7185	16.2854
Edad	1392	3.1146	0.9335	0	5.1532
Gradoinstrucción	1393	0.6195	0.4857	0	1
Empleados	1341	814.2908	1032.2210	0	6141
PBI real	1476	5.5867	3.0048	0.2100	9.800
Tasa de interés	1476	0.8659	0.8172	0.0720	2.9640

Fuente: SMV, BVL, Economía

Elaboración Propia

A continuación, la tabla 2 nos revela los resultados del test de diferencia de medias para el grupo de empresas familiares y no familiares, según las variables empleadas. Se puede observar que para el indicador del desempeño, el grupo de empresas no familiares muestran un rendimiento promedio mayor que las empresas familiares.

Respecto a la deuda de corto plazo, el endeudamiento promedio de ambos tipos de empresas no arroja diferencias significativas. Caso contrario se da en el endeudamiento promedio a largo plazo, que es significativamente mayor para el grupo de empresas no familiares.

Así también la edad promedio de las empresas no familiares (24 años) es superior a la del grupo familiar (21 años). El número de empleados muestra una diferencia promedio significativa entre ambos grupos, contando con más personal las empresas no familiares.

Esta primera evidencia nos llevaría a pensar que podrían existir diferencias entre ambos grupos, lo que de alguna manera podría reflejarse en el desempeño de la empresa.

Tabla 2: Test de diferencia de medias

<i>Tipo de empresa</i>	ROA	Deuda de corto plazo	Deuda de largo plazo	Edad	Tamaño	Empleados	Grado de familiaridad	Grado de instrucción
Familiar	0.0938	0.0831	0.0958	3.0683	12.1309	733.3559	0.8769	0.6365
No Familiar	0.1104	0.0805	0.1184	3.1696	12.8554	909.5471	0.1250	0.5997
p- value	0.0190	0.6730	0.0020	0.0200	0.0000	0.0010	1.0000	0.9230

3.2. Datos de Panel: Intuición detrás de sus modelos

Los datos de panel son un conjunto de datos que combinan series temporales con datos de sección cruzada o corte transversal (empresas listadas en la BVL). Baltagi (1995) señala las ventajas y desventajas en el uso de datos de panel; entre las ventajas hace mención al control sobre la heterogeneidad individual, más variabilidad, menos colinealidad entre variables, mayor eficiencia y más grados de libertad. Dentro de las desventajas se encuentra el problema de la recolección de datos, corta dimensión temporal y distorsiones por errores de medidas.

3.3. Modelos Econométricos

Siguiendo la línea de trabajo de Martínez (2007) y Bonilla et al. (2010), se ha utilizado como primer método una regresión simple para nuestros datos de panel, En el siguiente paso se ha aplicado el test de especificación de Hausman, con el fin de establecer la forma de estimación, dada la naturaleza del efecto inobservable. El test nos sugiere incluir un modelo con efectos aleatorios (EA).

En este contexto, se han estimado en ambos métodos tres regresiones: la primera (I) que ha usado como medida del tamaño de la empresa el logaritmo natural del total de activos; la segunda (II) ha estimado el modelo considerando como medida de tamaño de la empresa el número de empleados; y la tercera regresión (III), incorpora variables macroeconómicas.

3.3.1. Estimación OLS

Lo primero que se llevó a cabo fue una regresión lineal para observar los resultados y compararlos con otros estudios. Este modelo se expresa como:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{it} + e_{it}$$

Donde i significa la i -ésima unidad transversal (estado) y t el tiempo t (año).

Es fundamental tener en cuenta que por tratarse de datos de panel, se deben controlar para que no existan problemas econométricos. En el caso de problemas de heterocedasticidad, es esencial que los errores estándar de la estimación OLS sean corregidos por las agrupaciones de individuos. Ello se debe a que estos errores asumen que son independientes e idénticamente distribuidos (i.i.d.), por lo que es poco probable estar satisfecho con los resultados, puesto que los t-estadísticos posiblemente están sobreestimados.

3.3.2. Efectos Aleatorios

El modelo MCO no suele ser el más adecuado para este estudio, por el tipo de datos que utiliza, se recomienda realizar una investigación más profunda sobre este tema.

La ecuación (1) supone que el intercepto de la regresión es la misma para todas las unidades transversales. Probablemente, se necesite controlar el carácter individual de cada empresa.

El modelo de efectos aleatorios permite suponer que cada unidad transversal tiene un intercepto diferente. Este se expresa como:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 X_{1it} + e_{it} \quad (2)$$

Donde:

$$\alpha_i = \alpha + u_i$$

Es decir, en vez de considerar a α como fija, se supone que es una variable aleatoria con un valor medio α y una desviación aleatoria u_i de este valor medio. Sustituyendo $\alpha_i = \alpha + u_i$ en (2) se obtiene:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1it} + u_i + e_{it} \quad (3)$$

Si se analiza la ecuación (3), se observa que la varianza de u_i es igual a cero, es decir $\sigma_u^2 = 0$, entonces no existe ninguna diferencia relevante entre (1) y (3). Mediante la prueba de Breusch y Pagan conocida como *Prueba del Multiplicador de Lagrange para Efectos Aleatorios* se testeará la validez de esta proposición.

Capítulo IV: Resultados

En este apartado se incluye los resultados de las estimaciones realizadas al modelo que plantea la teoría. Los métodos de estimación usados son el de regresión simple y el de efectos aleatorios.

El cuadro 1 nos muestra los resultados para la primera estimación, la columna (I) y (III) corresponde a las regresiones, en las que se ha incluido el logaritmo natural del total de activos como medida de tamaño de la empresa; mientras que la columna (II) utiliza como medida de tamaño de la empresa el número de empleados.

Los coeficientes de la variable de estudio dummy familia, presentan en todos los casos un signo contrario al que sugiere la literatura, debido a que el desempeño medido por el ROA presenta un efecto negativo, este resultado es significativo al 10%.

El mismo rendimiento se presenta respecto al grado de instrucción, el signo negativo es contrario a lo que sugiere la literatura, cuando sostiene que la obtención de un grado de especialización en los ejecutivos implica mejores resultados.

A su vez, el coeficiente del grado de familiaridad presenta para todos los casos signo negativo, el cual no coincide con la literatura, que afirma que mientras los lazos familiares son más sólidos los resultados en las empresas son favorables, ello suele ocurrir con la primera generación.

Los coeficientes del apalancamiento y el tamaño de la empresa son los esperados, aunque no resultan ser significativos para explicar el rendimiento de la empresa. Por el contrario, el signo del coeficiente de la edad de la empresa no corresponde con el esperado, dado que una empresa en su etapa de madurez cuenta con la experiencia necesaria para obtener resultados favorables en su desempeño.

Por otro lado, en la columna II se observan signos similares a las otras columnas; sin embargo, existe una ligera disminución en el coeficiente de la dummy familia, la cual sigue siendo significativa a un nivel del 10%. La columna III, incluye las variables macroeconómicas, estas resultan ser significativas y poseer el signo que la literatura económica sugiere como efecto del ciclo económico en el desempeño.

Los resultados obtenidos al aplicar el método de *efectos aleatorios* se describen en el Cuadro 2, bajo este método de estimación el signo del coeficiente de la dummy familia muestra un efecto negativo sobre el desempeño de la empresa; no obstante, los coeficientes que se muestran en la columna I y III para esta variable siguen siendo significativos estadísticamente.

Como se puede observar, en ambas estimaciones los resultados no difieren mucho, esto implicaría decir que, bajo efectos aleatorios la influencia de la propiedad y el control familiar es significativo sobre su desempeño, aunque el efecto sea negativo. Así también, la incorporación de las variables macroeconómicas en el modelo no resulta significativa.

Los resultados obtenidos no respaldan a la hipótesis propuesta, la influencia de la familia en el desempeño de la empresa no sólo no es significativa, sino que presenta un efecto negativo sobre ésta.

Cuadro 1: Modelo OLS			
Variables Independientes	Variable dependiente: ROA		
	I	II	III
Dummy familia	-0.0187* (0.081)	-0.0198* (0.063)	-0.0187* (0.081)
Deuda de corto plazo_1	-0.0592 (0.164)	-0.0451 (0.287)	-0.0592 (0.164)
Deuda de largo plazo_1	-0.0214 (0.394)	-0.0099 (0.693)	-0.0214 (0.394)
Edad	-0.0114** (0.015)	-0.0137*** (0.004)	-0.0114** (0.015)
Tamaño_1	0.006 (0.113)		0.0055 (0.113)
Empleados		-2.53E-06 (0.585)	
Grado familiaridad	-0.0032 (0.742)	-0.0048 (0.607)	-0.0032 (0.742)
Grado de instrucción	-0.0181** (0.031)	-0.0133 (0.110)	-0.0181** (0.031)
Interés			-1.55E-02 (0.010)
Pbi real			0.0087*** (0.000)
Dummies Sectoriales	SI	SI	SI
Dummies Temporales	SI	SI	SI
Número de observaciones	1213	1213	1213

Cuadro 2:

Modelo Efectos Aleatorios

Todos los errores estándar están ajustados ante potenciales problemas de heterocedasticidad. Los asteriscos indican significancia al 0.01 (***), 0.05 (**), y 0.1 (*).

<i>Cuadro 2: Modelo Efectos aleatorios</i>			
<i>Variables Independientes</i>	I	II	III
Dummy familia	-0.0298* (0.099)	-0.0271 (0.118)	-0.0298* (0.099)
Deuda de corto plazo_1	-0.0501 (0.385)	-0.0476 (0.394)	-0.0501 (0.385)
Deuda de largo plazo_1	0.0000 (0.999)	-0.0001 (0.998)	0.0001 (0.999)
Edad	-0.0073 (0.384)	0.009 (0.286)	-0.0073 (0.385)
Tamaño_1	-0.0023 (0.703)	-5.85E-06 (0.384)	-0.0022 (0.703)
Empleados		0.00 (0.298)	
Grado familiaridad	0.0006 (0.966)	-0.0024 (0.870)	.0006 -0.966
Grado de instrucción	-0.0101 (0.371)	-1.00E-02 (0.385)	-0.0101 (0.871)
Interés			-0.0066 (0.500)
Pbi real			.0034 -0.284
Dummies Sectoriales	SI	SI	SI
Dummies Temporales	SI	SI	SI
Número de observaciones	1213	1213	1213

Capítulo V: Conclusiones y Recomendaciones

Partiendo de la pregunta que motivó esta investigación, sobre cuál ha sido el rol de las empresas familiares en el Perú y su desempeño frente a las empresas no familiares, se realizaron las estimaciones necesarias y se contrastaron los resultados obtenidos con los de la evidencia empírica. Los resultados nos muestran que para el caso peruano, el efecto si bien es significativo es a la vez negativo, por tanto, las empresas familiares no presentan un mejor desempeño respecto a las empresas no familiares.

Esto quiere decir, que al comparar el ratio de desempeño para ambos tipos de empresas, ya sea estimado por OLS o efectos aleatorios, el ratio del desempeño es negativo y estadísticamente significativo para el grupo de empresas familiares.

Por otro lado, siguiendo el estudio de Martínez (2005), la prueba de diferencia de medias que se realizó (Tabla 2), muestra que en promedio las empresas no familiares poseen un ratio de desempeño mejor que el otro grupo de empresas.

Uno de los argumentos que sustentan el comportamiento de las empresas familiares frente a las organizaciones no familiares, en cuanto a su desempeño se refiere, es el que proporciona Pérez-Gonzáles (2006), quien en su estudio encuentra que las empresas donde los gerentes generales entrantes se relacionan con los gerentes salientes, fundadores o accionistas, presentan bajo

desempeño en términos de rentabilidad operativa o valor contable del mercado, en relación con empresas que promuevan un gerente general no relacionado con ningún miembro.

Como se mencionó en capítulos anteriores, el tema de las sucesiones entre el fundador y las generaciones siguientes es controversial, en un principio la relación es creciente pero llega a un punto en el que el vínculo familiar se debilita, (Gómez Mejía, 2007). Es un hecho comprobado que en el Perú solo un 20% de los negocios familiares pasan de la primera generación a la segunda y solo un 10% pasan a la tercera generación, así lo revela la Asociación Empresas Familiares del Perú (2011).

La profesionalización es un elemento clave para el éxito de las empresas y según la evidencia encontrada, a nivel mundial el 68% de las empresas familiares incorporan profesionales externos al directorio o gerencias, mientras que en el Perú sólo el 24% lo ha hecho. Estas cifras reveladoras demuestran que las empresas que se profesionalizan crecen más y más rápido que otras empresas.

Se coincide con Shultze (2001) y Gómez Mejía (2011), quienes sostienen que a pesar de que la propiedad y la administración se juntan en una empresa familiar, se pueden presentar costos de agencia, el altruismo de los accionistas hacia los demás miembros de la familia puede comportarse como un beneficio, si se logra separar adecuadamente la propiedad y la dirección, o como un costo, caso contrario.

Finalmente, con los argumentos expuestos que respaldan los resultados obtenidos, se concluye que del grupo de empresas que listan en la BVL, las empresas familiares presentan menor desempeño que las empresas no familiares.

Capítulo VI: Implicancias de la Investigación

Existen algunos estudios preliminares sobre la importancia de las empresas familiares en la economía peruana, sin embargo, aún no se ha abordado con profundidad el efecto del control familiar sobre el desempeño de la empresa.

Se verifica a través de los resultados, la intuición detrás de la teoría de los costos de agencia, tal como lo define Martínez (2007), la falta de alineación de los intereses entre accionistas (propietarios) y los gerentes en su rol de administradores, tienden a destruir el valor de la empresa.

Las empresas que son controladas por grupos familiares desde su fundación van perdiendo el dominio sobre ésta a medida que se cede el control a otras generaciones, por lo que se recomienda contar con un protocolo familiar y un plan de sucesión, con el fin de regular los principios y valores, y que sirvan de guía en las relaciones económicas y profesionales que puedan presentarse entre los accionistas, familiares y la propia empresa.

En consecuencia, no debe limitarse la atención a los intereses particulares sino que se debe extender dicha preocupación a los intereses del personal que labora para la empresa, clientes e inversionistas.

En línea con lo dicho, es fundamental establecer y practicar los Principios del Buen Gobierno Corporativo no solo como una regulación legal, sino buscando la institucionalización y profesionalización dentro de la empresa.

Bibliografía

ALLOUCHE, J.; AMANN, B.; JAUSSAUD, J.; KURASHINA, T. (2008): The impact of family control on the performance and financial characteristics of family versus nonfamily businesses in Japan: a matched-pair investigation. *Family Business Review*, Vol.21, pp. 315-329.

ANDERSON, R.; REEB, D.(2003):Founding family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, Vol.58, pp. 1301-1328.

ARREGLE, J. L.; HITT, M. A.; SIRMON, D.; VERY, P. (2005): The development of organizational social capital and its performance implications: insights from family firms.” Unpublished manuscript, Australian Graduate School of Management, University of New South Wales.

ATHANASSIOU, N.; CRITTENDEN, W. F.; KELLY, L. M.; MÁRQUEZ, P. (2002): Founder centrality effects on the Mexican family firm’s top management group: Firm culture, strategic vision and goals, and firm performance. *Journal of World Business*, Vol. 37, pp. 139–150.

BALTAGI, B. (1995): Econometric analysis of panel data, ed. John Wiley & Sons Ltd (BaffinsLane, Chichester, Inglaterra).

BARONTINI, R.; CARPIO, L.(2005):The effect of family control on firm value and performance: evidence from continental Europe. *European Financial Management*.

BEEHR, T.; DREXLER, J.A.; FAULKNER, S. (1997): Working in small family businesses: empirical comparisons to non-family businesses. *Journal of Organizational Behavior*, Vol. 18, nº 3, pp. 297-312.

BELAUSTEGUIGOITIA, I. (2010): Empresas familiares: su dinámica, equilibrio y consolidación. 3a ed., México, McGraw Hill, 2010. 263 p.

BERLE, A.; MEANS, G. (1932): The Modern Corporation and private property. MacMillan, New York.

BONILLA, C.; CARVAJAL, M.; SEPÚLVEDA, J. (2010): Family ownership and firm performance: a closer look at the evidence from public companies in Chile. *Serie de Documentos de Trabajo 08*. Superintendencia de Valores y Seguros. 22 p.

BURKART, M.; PANUNZI, F.; SHLEIFER, A. (2002): Family Firms. *Journal of Finance*, Vol. 58, pp. 2167-2202.

CASSON, M. (1999): The economics of the family firm. *Scandinavian Economic History Review*, Vol. 47, nº 1, pp. 10-23.

DAILY, C.; DOLLINGER, M. (1992): An empirical examination of ownership structure in family and professionally managed firms.” *Family Business Review*, 5 (2): 117–136. Citado por GÓMEZ MEJÍA, L. R. (2007)

DAILY, C.; DOLLINGER, M. (2004): An empirical examination of ownership structure in family and professionally managed firms. *Family Business Review*, Vol. 5, nº 2, pp. 117-136.

DYER, W. (1986): Cultural changes in family firms: anticipating and managing business and family transition. *Serie: Jossey- Bass Social and Behavioral Science*.

DYER, W.(2006): Examining the “family effect” on firm performance. *Family Business Review*, Vol.19, nº 4, pp. 253-273.

GALLO, M. (1998): La sucesión en la empresa familiar. *Colección Estudios e Informes*, La Caixa. Vol.12, nº 12, pp.150-170.

GALLO, M., CAPPUYNS, K. (2004): Characteristics of successful family businesses. *Chair of Family Business*, nº 542.

GALVE, C. (2002): Propiedad y gobierno: la empresa familiar. *Ekonomiaz*, nº 50, 2º cuatrimestre.

GERICK, K. E.; DAVIS, J. A.; MCCOLLOM, M.; LANSBERG, I. (1997): Empresas familiares generación a generación. México, McGraw Hill. 311 p.

GERICK, K. E.; LANSBERG, I.; DESJARDINS, M.; DUNN, B. (1999): Etapas y transiciones: gestión del cambio en la empresa familiar. *Family Business Review*. Artículo.

GÓMEZ-MEJÍA, L.R.; TAKÁCS, K.; NÚÑEZ, M.; JACOBSON, K.; MOYANO, J. (2007): Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative Science Quarterly*, Vol. 52, nº 1, pp. 106-137.

GÓMEZ-MEJÍA, L.R.; CRUZ, C.; BERRONE, P.; DE CASTRO, J. (2011): The bind that ties: socioemotional wealth preservation in family firms. *The Academy of Management Annals*, Vol. 5, nº 1, pp. 653-707.

HANDLER, W. C. (1990): Succession in family firms: a mutual role adjustment between entrepreneur and next generation family members. *Entrepreneurship theory and practice*, Vol. 15, nº 1, pp. 37-51, citado por GÓMEZ MEJÍA, L. R.(2007).

JAMES, H. (1999): Owner as manager, extended horizons and the family firm. *International Journal of the Economics of Business*. Vol. 6, nº 1, pp. 41-55.

KEPNER, E. (1983): The family and the firm: a co-evolutionary perspective. *Organizational Dynamics*, Vol. 12, nº 1, pp. 57-70, citado en GÓMEZ MEJÍA, L. R. (2007).

KLEIN, S. B.; ASTRACHAN, J. G.; SMYRNIOS, K. X. (2005): The F-PEC scale of family influence: construction, validation and further implication on for theory. *Entrepreneurship theory & practice*, Vol. 29, nº 3, pp. 321-339.

LANSEBERG, I. (1983): Managing human resources in family firms: the problem of institutional overlap, *Organizational Dynamics*, Summer, pp 39-46.

LANSEBERG, I. (1988): La Conspiración de la sucesión. *Family Business Review*, pp. 65-77.

LANSEBERG, I. (2001): Los sucesores en la empresa familiar: ¿cómo planificar para la continuidad Barcelona, Ediciones Granica, 511 p.

LEA, J.M. (2003): La sucesión del management en la empresa familiar: cómo mantener el negocio en la familia y la familia en el negocio. Buenos Aires: Granica Vergara, pp. 87-100.

MARTÍNEZ, J.; STOHR, B.; QUIROGA, B. (2005): Family ownership and firm performance: evidence from public companies in Chile. Escuela de Negocios. Universidad de los Andes. Documento de trabajo DT-05-09, 20 p.

MAURY, B. (2006): Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, pp. 321-341.

MILLER, D.; LE BRETON-MILLER, I.; SCHOLNICK, B. (2008). Stewardship vs. Stagnation: an empirical comparison of small family and non-family businesses. *Journal of Management Studies*, V. 45, nº 1.

MISHRA, C. S.; McCONAUGHY, D. L. (1999): Founding family control and capital structure: The risk of loss of control and the aversion to debt. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, Vol. 23, nº 4, pp. 53–65.

MOLLY, V.; LAVEREN, E.; DELOOF, M. (2010): Family business succession and impact on financial structure and performance. *Family Business Review*. Vol. 23, nº 2, pp. 131-147.

MORCK, R.; YEUNG, B. (2003): Agency problems in large family business groups. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, Vol. 27, nº 4, pp. 367-382. Citado por GÓMEZ-MEJÍA, L. R. (2007).

RODRIGUEZ, L. (2010). Empresas familiares, ante la crónica de una muerte anunciada. *Revista Empresarial Inter Metro*. Primavera 2010, Vol.6. nº 1, p. 62.

RUBINSZTEIN, J.; RUBINSZTEIN, J. G. (2003): La sucesión en empresas familiares. Buenos Aires, Universidad de Palermo.

SAITO, T. (2008): Family Firms and Firm performance: Evidence from Japan. Kyoto Sangyo University and WIAS, Discussion Paper nº 2007-005, 46 p.

SCHLEIFER, A.; VISHNY, R. (1986): Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, Vol. 94.

SCHULZE, W. G.; LUBATKIN, M. H.; DINO, R.N.; BUCHHOLTZ, A. K. (2001): Agency relationships in family firms: theory and evidence. *Organization Science*, Vol. 12, nº 2, pp. 99-116.

SCHULZE, W. S.; LUBATKIN, M. H.; DINO, R. N. (2003): Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *Academy of Management Journal*, Vol. 48, pp. 179-194.

SCHULZE, W. S.; LUBATKIN, M. H.; DINO, R. N. (2003b): Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing*, Vol. 18, pp. 473-450.

SIMON, J. C. (2012): Las empresas familiares en el Perú se mantienen resistentes al cambio. Entrevista *Diario Gestión* (29/11/12), p. 6

TAGIURI, R.; DAVIS, J. A.; (1992): On the goals of successful family companies. *Family Business Review*, Vol. 5, nº 1, pp. 43-62.

VILLALONGA, B.; AMIT, R. (2004).How do family ownership, control, and management affect firm value? EFA2004 Maastricht Meeting, Paper No. 3620. Forthcoming, *Journal of Financial Economics*. Citado en MARTÍNEZ, J.; STOHR, B.; QUIROGA, B. (2005).

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

Linkografía

Americaeconomica.com, [en línea]. Mercados y Finanzas. Dirección URL: <<http://www.americaeconomica.com/index.php?noticia=16137&name=MERCADOS%20Y%20FINANZAS>>. [Consulta: 05 de Julio de 2013]

Estadísticas Económicas del Banco Central de Reserva del Perú, Edición electrónica en www.bcrp.gob.pe

Memorias de la Bolsa de Valores de Lima (años 2000 al 2011), Edición electrónica en www.bvl.com.pe

Memorias y Estados financieros de la Superintendencia de Mercados y Valores (años 2000 al 2011), Edición electrónica en www.smv.gob.pe

PUGA, M. Emisiones en mercados internacionales: La nueva ola de bonos corporativos peruanos. [En línea]. *Revista de Procapitales*. Vol. 5, nº 53, pp. 6-7. Dirección URL <http://www.procapitales.org/web/imagenes/revistas/pdf/pdf_239_53.pdf>. [Consulta: 15 de julio de 2013]

Publicaciones de la Asociación de Empresas Familiares en el Perú. Edición electrónica en www.aefperu.org

VELA MELÉNDEZ, L. Empresas familiares en el Perú: características y sus retos [En línea]. *Instituto Economía & Desarrollo*. Dirección URL <<http://lindonvela.blogspot.com/2013/06/empresas-familiares-en-el-peru.html>> [Consulta: 14 febrero de 2014].

Apéndice

Apéndice A: Lista de Empresas

Empresa	Industria
ABB SA	Industriales
Agroindustrial Paramonga S.A.	Agrario
AgroIndustrias San Jacinto S.A.	Agrario
Alicorp S.A.	Industriales
Apoyo y asociados internacionales SAC	Diversas
Austral Group S.A.	Industriales
Backus S.A.	Industriales
Bayern S.A.	Diversas
Bolsa de Valores de Lima	Diversas
British American Tobacco del Perú Holdings S.A.	Industriales
Cartavio S.A.	Agrario
Casa Grande S.A.	Agrario
Castrovirreyna Compañía Minera S.A.	Mineras
CAVALI	Diversas
Cementos Lima S.A.	Industriales
Cementos Pacasmayo S.A.	Industriales
Central Azucarera Chucarapi -Pampa Blanca S.A.	Agrario
Cervecería San Juan S.A.	Industriales
Cia Minera San Ignacio de Morococha S.A.	Mineras
Cia Minera Santa Luisa S.A.	Mineras
Cia Raura S.A.	Mineras

Class y Asociados S.A.	Diversas
Compañía de Minas Buenaventura S.A.	Mineras
Compañía Minera Atacocha S.A.	Mineras
Compañía Universal Textil S.A.	Industriales
Consorcio Agua Azul S.A.	Industriales
Consorcio Industrial de Arequipa S.A.	Industriales
Consorcio Transmantaro S.A.	Industriales
Construcciones Electromecánicas Delcrosa S.A.	Industriales
Corporación Aceros Arequipa S.A.	Industriales
Corporación Cerámica S.A.	Industriales
Corporacion Cervesur S.A.	Industriales
CREDITEX S.A.	Industriales
Edegel S.A.	Diversas
Edelnor S.A.	Diversas
El pacifico peruano suiza S.A.	Seguros
Electro Dunas S.A.	Diversas
Electro sur del este S.A.	Diversas
Empres Azucarera El Ingenio S.A.	Agrario
Empresa Agraria Chiquitoy S.A.	Agrario
Empresa agraria San Juan S.A.	Agrario
Empresa agrícola Sintuco S.A.	Agrario
Empresa Agroindustrial Tuman S.A.A.	Industriales
Empresa Editora El Comercio S.A.	Diversas
Empresa Eléctrica de Piura S.A.	Diversas
Exsa S.A.	Diversas

Fábrica Nacional de Acumuladores ETNA S.A.	Industriales
Fabrica Peruana Eternit S.A.	Industriales
Ferreyros S.A.	Diversas
Filamentos Industriales S.A.	Industriales
Gloria S.A.	Industriales
GoodYear S.A.	Diversas
Graña y Montero S.A.	Diversas
Grupo Coril Sociedad administradora de fondos S.A.	Fondos de inversión
Grupo Coril sociedad agente de bolsa S.A.	Diversas
Grupo Coril sociedad titulizadora S.A.	Diversas
Grupo privado de inversiones S.A.	Diversas
Hidrandina S.A.	Diversas
Hidrostal S.A.	Industriales
IG Axxion sociedad administradora de fondos de inversión S.A.	Fondos de inversión
Indeco S.A.	Industriales
Industria textil Piura S.A.	Industriales
Industrias del envase S.A.	Industriales
Industrias electro químicas S.A.	Industriales
Industrias vencedor S.A.	Industriales
Inmobiliaria Milenia S.A.	Diversas
Inteligo sociedad administradora de bolsa S.A.	Diversas
Intercapital sociedad agente de bolsa S.A.	Diversas
Interfondos S.A.	Diversas
Internacional de títulos sociedad titulizadora S.A.	Diversas

Interseguro compañía de seguro	Seguros
Intradevco industrial S.A.	Diversas
Inversión y desarrollo sociedad agente de bolsa S.A.	Diversas
Inversiones centenario S.A.	Diversas
Inversiones en turismo – INVERTUR S.A.	Diversas
Inversiones nacionales de turismo S.A.	Diversas
Inversiones Pacasmayo S.A.	Diversas
Invita seguros de vida S.A.	Seguros
La positiva seguros y reaseguros S.A.	Seguros
Lápices y conexos Layconsa S.A.	Industriales
Laredo S.A.	Industriales
Latina Holding S.A.	Diversas
Latino Americana sociedad agente de bolsa S.A.	Diversas
Lima caucho S.A.	Industriales
Lindley S.A.	Industriales
Los portales S.A.	Diversas
LP holding S.A.	Diversas
Luz del sur S.A.	Diversas
Manufacturera de metales y aluminio record S.A.	Industriales
Mapfre Perú compañía de seguros y reaseguros S.A.	Seguros
Mapfre Perú vida compañía de seguros y reaseguros S.A.	Seguros
Mármoles y Granitos S.A.	Mineras
Metalurgia peruana S.A.	Industriales
MGS y asociados sociedad agente de bolsa S.A.	Diversas

Michell y Cia S.A.	Industriales
Minera andina de exploraciones S.A.	Mineras
Minsur S.A.	Mineras
Motores Diesel andinos S.A.	Industriales
Negocios e inmuebles S.A.	Diversas
Pacifico vida S.A.	Seguros
Palmas espino S.A.	Agrario
Perú Holding de turismo S.A.	Diversas
Peruana de energía S.A.	Diversas
Perubar S.A.	Mineras
Profuturo AFP S.A.	Administradoras de fondos de pensiones
Promoinvest sociedad administradora de fondos S.A.	Administradoras de fondos de pensiones
Promotora opción S.A.	Diversas
Promotores e inversiones investa sociedad agente de bolsa S.A.	Diversas
Provalor sociedad agente de bolsa S.A.	Diversas
Quimpac S.A.	Industriales
Reactivos nacionales S.A.	industriales
Red bicolor de comunicaciones S.A.	Diversas
Red de energía del Perú S.A.	Diversas
Rimac internacional compañía de seguros y reaseguros S.A.	Seguros
Saga Falabella S.A.	Diversas
Scotia sociedad agente de bolsa S.A.	Diversas
Scotia sociedad titulizadora S.A.	Diversas

Seminario y Cía. sociedad agente de bolsa S.A.	Diversas
Shougang generación eléctrica S.A	Diversas
Shougang hierroPerú S.A.A	Mineras
SiderPerú	Mineras
Sociedad agente de bolsa Cartisa Perú S.A.	Diversas
Sociedad Industrial de artículos de metal S.A.	Industriales
Sociedad Minera Cerro Verde S.A.	Mineras
Sociedad Minera Corona S.A.	Mineras
Sociedad Minera El Brocal S.A.	Mineras
Telefónica del Perú S.A.	Diversas
Telefónica Móviles S.A.	Diversas
Textil San Cristóbal S.A.	Industriales
Transacciones Financieras S.A.	Diversas
Trust Sociedad Titulizadora S.A.	Diversas
Urbi Propiedades S.A.	Diversas
Volcan Compañía Minera S.A.A.	Mineras
Yura S.A.	Mineras

Apéndice B: Test de Hausman

Test de Hausman

Para la regresión I, II y III se tiene como medida de desempeño el ROA. En la regresión I, se tiene como medida de tamaño de la empresa el logaritmo natural del total de activos, en la columna II se mide el tamaño de empresa por el número de empleados y en la columna III se incorporan las variables macroeconómicas: interés y pbi real. Se busca testear si la regresión debe incluir efectos fijos o aleatorios. En el test realizado se puede observar que el valor p para la regresión I es mayor a 0.05 por lo que se acepta la hipótesis nula de igualdad al 95% de confianza y se debe asumir, por tanto, un modelo con efectos aleatorios. En la columna II y III, los valores de Chi2 son negativos, lo cual implicaría que es imposible rechazar la hipótesis nula.

Test de especificación de Hausman

Ho: diferencia en coeficientes no sistemáticos

	I	II	III
Chi2	108.3	112.06	48.58
Prob>Chi2	0.5237	-20.13	-56.33