

ENTRE FAMILIA Y AMIGOS: LA ELECCIÓN DE LA ESTRUCTURA DE PROPIEDAD CORPORATIVA*

Ramón A. Castillo Ponce

*Universidad Autónoma de Baja California
California State University, Los Angeles*

Resumen: Se presenta un análisis, dentro del marco de la teoría de conflicto, que modela la elección de la estructura de propiedad corporativa como resultado de una lucha de poder entre el dueño original de una empresa y posibles accionistas. El modelo teórico muestra que, cuando el sistema que protege los derechos de propiedad es ineficiente, la elección de mantener la empresa en manos de la familia representa la estrategia que reporta al dueño el mayor valor al cotizar en el mercado accionario.

Abstract: The document presents an analysis, developed under the framework of conflict theory, which models the choice of ownership structure as the result of a power struggle between the owner of a firm and potential shareholders. The theoretical model suggests that, when the system that protects property rights is inefficient, the choice of keeping the ownership of the firm within the family represents the strategy that provides the owner the highest value when going public.

Clasificación JEL: G0, G3, L0, L2

Palabras clave: empresa familiar, sistema legal, teoría de conflicto, family firm, legal system, conflict theory.

Fecha de recepción: 11 I 2006

Fecha de aceptación: 26 VII 2006

* Agradezco los comentarios detallados de Edna Fragoso, Amihai Glazer, Jorge Herrera, Jocelyn Rabelo y Stergios Skaperdas; así como las observaciones de los participantes en el seminario de economía de la UABC. Agradezco también los comentarios puntuales de dos dictaminadores anónimos, los cuales contribuyeron de manera significativa a mejorar la versión final del documento. Los errores que pudieran persistir son responsabilidad del autor, rcastil@exchange.calstatela.edu

Estudios Económicos, vol. 22, núm. 1, enero-junio 2007, páginas 3-18

1. Introducción

¿Por qué en algunas regiones del mundo la mayoría de empresas, tanto privadas como aquellas que cotizan en el mercado accionario, son negocios familiares? Esta es una pregunta que se postula con frecuencia, pero para la cual son escasas las respuestas basadas en fundamentos teóricos robustos. Lo cual resulta interesante, ya que dicha estructura de propiedad corporativa predomina en Latinoamérica y en algunos países europeos, como España e Italia. Tradicionalmente se han presentado argumentos antropológicos para explicar la decisión de mantener una empresa bajo el control de miembros de la familia. Para el caso de Latinoamérica, por ejemplo, Solari (1976) señala que el mantener una empresa como negocio familiar responde a factores culturales. De acuerdo con el autor, la familia, los amigos y “los compadres” toman precedencia en asuntos de negocios.

En el campo de la economía son escasos los estudios sobre la elección de la estructura de propiedad corporativa a través de países, aunque recientemente el interés por el tema se ha intensificado. Al respecto, notamos que los avances más importantes se han realizado mediante estudios empíricos, dentro de los que destacan aquellos que sugieren que la eficiencia de los sistemas legales es un determinante importante en la elección de la estructura de propiedad. Shleifer y Vishny (1997), por ejemplo, en un extenso estudio de las formas de propiedad corporativa existentes en el mundo encuentran una relación inversa entre la eficiencia en la protección de los derechos de los accionistas y la concentración de la propiedad corporativa. Entre más eficiente es el sistema legal, menor es la concentración de propiedad. De igual manera, La Porta *et al.* (1999) identifican que en países donde el sistema legal derivó de principios ingleses, la concentración de la propiedad corporativa es menor en relación con la de los países en los cuales el sistema legal procede de la ley Romana.¹

El aspecto teórico de este argumento, sin embargo, ha sido poco estudiado. Sólo en los últimos años han circulado documentos en los que se provee un sustento teórico al argumento que señala a la eficiencia del sistema legal como una variable importante en la decisión de la estructura de propiedad. En Pagano y Röell (1998), por ejemplo, los autores presentan un modelo en el cual la elección de la concentración de propiedad y la decisión de cotizar en el mercado accionario, puede

¹ Para un extenso análisis de la relación entre la calidad de las instituciones legales y la forma de gobierno corporativo ver también La Porta *et al.* (1997, 1998).

estar relacionada con la eficiencia en la protección de los derechos de los accionistas. Asimismo, Shleifer y Wolfenzon (2002) desarrollan un modelo bajo el espíritu de “crimen y castigo”, similar al presentado en Becker (1968). En este modelo, el nivel de concentración de la propiedad es una función de los beneficios de apropiación que el empresario puede obtener, una vez que ha vendido parte de su empresa. Los beneficios dependen, a su vez, de la eficiencia del sistema legal en cuanto a su habilidad de hacer valer la ley. De igual forma, Burkart, Panunzi, y Shleifer (2003) presentan un modelo en el que el sistema legal influye sobre la interacción entre el gerente de una empresa, su dueño mayoritario y un gran número de accionistas pequeños. Castillo y Skaperdas (2005), por otra parte, desarrollan un modelo dentro del marco de la teoría de conflicto, en donde los accionistas y el dueño/administrador de la empresa compiten por los recursos de la misma. La eficacia de la protección de los derechos de propiedad se modela explícitamente como un factor determinante en la elección de la estructura de propiedad corporativa.²

A pesar de que los trabajos antes mencionados proveen importantes avances en el entendimiento de la influencia del sistema legal sobre la decisión de la estructura de propiedad corporativa, la pregunta fundamental: ¿por qué un empresario elige a miembros de la familia como principales accionistas en la empresa y no a inversionistas desconocidos? sigue sin ser contestada.³ Esto es, los modelos teóricos que se han presentado a la fecha muestran una relación clara entre la calidad del sistema legal y la concentración de la propiedad o la decisión de cotizar en el mercado accionario, pero no una relación con respecto a la identidad de los accionistas dueños de una empresa. En otras palabras, se conoce por qué en un ambiente en el que los derechos de propiedad son pobremente protegidos un empresario escoge una alta concentración de la propiedad, pero no por qué la propiedad de la empresa se mantiene en manos de la familia.

Al tomar como referencia el modelo presentado en Castillo y Skaperdas (2005), en este trabajo se presenta un modelo teórico que muestra cómo la efectividad en la protección de los derechos de propiedad influye sobre la elección de la identidad de los accionistas de

² Otros documentos que han analizado la importancia de la protección de los derechos de los accionistas con respecto a la elección de la estructura de propiedad corporativa incluyen a Burkart, Gromb y Panunzi (1997) y Burkart y Panunzi (2001).

³ A través del documento se hace referencia a familiares como principales accionistas, sin embargo, también se podría pensar en amistades cercanas al empresario.

una empresa pública. En particular, bajo el marco de la teoría de conflicto se argumenta que, en una contienda entre el dueño original de una empresa y los posibles accionistas, el vínculo familiar afecta la eficacia relativa de los esfuerzos de ambos, de tal forma que vender acciones a los accionistas familiares provee al dueño inicial de un valor mayor al que recibiría si las acciones fueran adquiridas por accionistas desconocidos.

El resto del documento se organiza en dos secciones más, la segunda, donde se presentan los supuestos y desarrollo del modelo teórico y la tercera, que comprende las conclusiones.

2. El modelo teórico

2.1. Supuestos y notación

Considérese a un empresario que ha invertido la totalidad de su riqueza en una empresa cuyo valor es V_f y posee control total sobre las operaciones de la misma. El empresario contempla una oportunidad de inversión, para lo cual requiere recaudar fondos por una cantidad S . En principio, en este modelo únicamente se considera la venta de capital como posible fuente de fondos, es decir, para obtener S es necesario suscribir a la empresa en el mercado de valores.⁴ El valor de la empresa cuando se inscribe en el mercado accionario es $V_p(S)$ y aumenta con el nivel de financiamiento, esto es, $V_p'(S) \geq 0$. Más aún, se supone que el valor de esta derivada es lo suficientemente elevado para que sea deseable inscribirse en el mercado accionario, aun para cantidades pequeñas de S .⁵

La relación entre las magnitudes $V_p(S)$ y V_f depende de los costos y beneficios de las dos formas de propiedad corporativa. Por un lado, mantener la empresa como un negocio privado acarrea beneficios tales como el *amenity potential*, que se refiere a la posibilidad de recibir la satisfacción de que un miembro de la familia controle el negocio que

⁴ Es claro que hay otras formas de financiamiento, sin embargo, el modelo se abstrae de considerarlas con el propósito de simplificar el análisis y mostrar la relación que existe entre la efectividad en la protección de los derechos de propiedad y la identidad de los posibles accionistas.

⁵ Se supone que invertir en la empresa es eficiente, es decir, $V_p'(S) \geq 0$ es lo suficientemente elevado para tener incentivos de cotizar, a pesar de los esfuerzos de contienda que se ejercen.

lleva el nombre de la misma. De igual forma, conservar el nombre familiar de la empresa puede producir, por sí mismo, beneficios en el ámbito financiero o político, ya que, al ser conocida su reputación nacionalmente, puede reducir los problemas de riesgo moral y facilitar las relaciones con miembros de dichos círculos. Pero, por otro lado, el mantener la empresa en manos de la familia puede resultar en costos significativos, incluyendo el coartar las oportunidades de recibir fondos externos y el costo de oportunidad de que un directivo profesional la maneje.

De igual forma, una empresa pública, o cuyo control sea delegado a un gerente profesional, también conlleva costos y beneficios. Dentro de los principales beneficios se pueden mencionar: la factibilidad de recibir fondos más allá de las posibilidades de la familia, reconocimiento internacional al cotizar en el mercado de valores y contar con los servicios de un gerente profesional. Sin embargo, al inscribir la empresa en el mercado accionario se generan ciertos costos, tangibles e intangibles. Los primeros incluyen la subvaluación de las acciones y costos administrativos, entre otros. Los costos intangibles se refieren a los que surgen a partir de la separación entre el control y la propiedad, y que, comúnmente, se conocen como problemas de riesgo moral.⁶

Para que el análisis que aquí se desarrolla sea relevante, se considera el caso en donde la relación entre el valor público y privado de la empresa es $V_p(S) \geq V_f$. Esto es, se parte del supuesto que el valor de una empresa al cotizar en el mercado accionario es, al menos, tan grande como el de la empresa que se mantiene privada, de otra forma el tomador de decisiones no tendría motivos para siquiera considerar la opción de recabar S a través de la venta de acciones.

Sin embargo, la distribución de $V_p(S)$ entre el dueño original de la empresa y los accionistas es costosa. Específicamente, cuando el empresario suscribe a la empresa en el mercado accionario se crea una relación principal-agente, en la cual este último es el empresario y el principal los “nuevos dueños” de la empresa. De tal forma, que los accionistas anticipan que el empresario invierta una cantidad positiva de recursos en actividades de apropiación, que pueden incluir la falsificación de estados financieros para presentar una imagen más favorable de la empresa o, simplemente, desviar fondos para actividades personales.⁷ Al reconocer esto, los accionistas invertirán recursos para proteger su compra. En nuestro modelo el esfuerzo de apropiación

⁶ Ver Ritter (1987) para una descripción detallada de los costos de entrar al mercado accionario.

⁷ Este comportamiento “inapropiado” de los directivos se presenta tanto en

que realiza el empresario está representado por e_e , y el esfuerzo de protección de los accionistas por e_a .⁸

Nótese que aquí se asume que el empresario no cede el control de la firma al vender acciones, lo cual es válido suponer, si se considera que éste posee información privilegiada sobre las actividades cotidianas de negocios y, al menos en el corto plazo, el mantenerlo en la dirección de la empresa puede beneficiarla.⁹

Como se mencionó con anterioridad, el marco teórico que se considera sigue a la teoría del conflicto. Así, la interacción entre el empresario y los accionistas realizando estos esfuerzos se representa por medio de una función de contienda exitosa (FCE), que toma la siguiente forma general:

$$q(e_e, e_a) = \frac{f(e_e)}{f(e_e) + f(e_a)}$$

donde se supone que $f(\cdot)$ es una función positiva, creciente y estrictamente cóncava. Esta forma funcional ha sido extensamente utilizada en la literatura de *rent-seeking*, concursos, litigios y actividades de cabildero, entre otras.¹⁰ En general, el sentido que se le da a esta función es el de representar las posibilidades de triunfo de los participantes en cualquiera de las actividades antes mencionadas.

En el caso particular del modelo que aquí se deriva, la función representa la fracción del valor de la empresa que retiene el empresario. Esto es, al considerar la interacción de contienda entre los

países donde el sistema legal se percibe como ineficiente, como en donde cuentan con un sistema legal robusto. El caso de Enron, en Estados Unidos, es un buen ejemplo de la clase de actividades ilícitas que los directivos pueden realizar para apropiarse recursos de la empresa.

⁸ Para desarrollar el modelo no se considera la posibilidad de que los participantes se comprometan a ejercer un nivel fijo de esfuerzo antes de la contienda, supuesto usual si se asume que existen problemas de credibilidad en los compromisos que manifiestan los contendientes.

⁹ El supuesto sobre no ceder la dirección de una empresa al cotizar en el mercado accionario es común en la literatura y se ha justificado con diversos argumentos. Aquí se presenta uno similar al que se encuentra en Castillo y Skaperdas (2005). Zingales (1995), por otro lado, sugiere que mantener el control de la empresa al hacer una oferta pública inicial, representa la estrategia más eficiente si el objetivo del empresario es el maximizar su ganancia esperada, al eventualmente vender la totalidad de la misma.

¹⁰ Ver Milgrom (1988), Grossman y Kim (1995) y Hirshleifer y Osborne (2001) para el uso de la FCE en actividades de *rent-seeking*, contienda y litigios, respectivamente.

dos participantes y los esfuerzos respectivos que deben ejercer, el empresario anticipa recibir una fracción $q(e_e, e_a)$ y que los accionistas reciban una fracción $1 - q(e_e, e_a)$ del valor de la empresa. Nótese que la FCE, como es razonable anticiparlo, es creciente en el esfuerzo de apropiación del empresario, e_e , y decreciente en el esfuerzo de monitoreo de los accionistas, e_a .

Para introducir la importancia de la protección de los derechos de propiedad sobre la interacción de los agentes y, más puntualmente, sobre la elección de la forma de propiedad corporativa, la FCE antes descrita se aumenta de la siguiente forma:¹¹

$$q(e_e, e_a) = \frac{\theta f(e_e)}{\theta f(e_e) + f(e_a)}$$

donde $\theta \geq 0$, mide la eficiencia de las instituciones legales para hacer valer la ley. Aquí se supone que θ es una función de dos tipos de mecanismos de protección de los derechos de propiedad, el formal y el informal. El primero lo constituyen las instituciones legales establecidas por el estado, tanto aquellas que emiten leyes, como las que las hacen valer, el mecanismo informal incluye todas aquellas herramientas propias de cada individuo, admitidas dentro de la ley o no, disponibles para defender sus derechos de propiedad. Podemos considerar en el caso de accionistas que no forman parte de la familia inmediata del empresario, mecanismos que incluyen visitas frecuentes (autorizadas) a las instalaciones de la empresa, la conducción de auditorías independientes y, en casos en los que estos mecanismos tradicionales no sean efectivos, se podrían considerar, entre otros, amenazas. Para el caso de un accionista que es miembro de la familia del empresario, además de los mecanismos antes mencionados, es razonable considerar que éste cuenta con otros que incluyen: cercanía al empresario para percatarse de las decisiones que se toman con respecto a la firma, algún tipo de presión en cuanto a la relación que se pueda mantener dentro de la familia y, por supuesto, amenazas de romper con la armonía familiar en caso de que el empresario realizara acciones deshonestas.¹²

Formalmente, la efectividad legal se define como:

¹¹ Esta es una FCE asimétrica, que ha sido axiomatizada en Clark y Riis (1998). Las propiedades del caso simétrico se encuentran descritas en Skaperdas (1996).

¹² Es claro que para algunos empresarios el mantener una relación armoniosa con su familia no es importante. Sin embargo, esto no descarta el hecho de que miembros de su familia posean herramientas de protección, que no están disponibles a potenciales accionistas que no forman parte del círculo familiar.

$$\theta = \theta(F, I)$$

donde F representa el nivel de efectividad en la protección de los derechos de propiedad de las instituciones formales y el argumento I el relativo a las informales. En este caso, una efectividad superior, formal o informal, reducen el valor de θ , así, cuando las instituciones son perfectamente eficientes θ toma el valor de 0.¹³ Es decir, se supone que $\theta(0, I) = 0$ y $\theta(F, 0) = 0$.¹⁴

Para completar la notación del modelo se define la fracción de la empresa que retiene el empresario al cotizar en el mercado de valores como $\alpha \in (0, 1)$.

Entonces, el beneficio que anticipa recibir el empresario al suscribir su empresa en el mercado accionario está dado por tres cantidades: la primera corresponde al valor de la empresa que retiene tomando en cuenta su interacción de contienda con los accionistas, $q(e_e, e_a)V_p(S)$; la segunda es igual a la cantidad de recursos que se puede apropiar en función de la fracción de la empresa que retiene, una vez que vende parte de la empresa y reserva control de la misma, $\alpha(1 - q(e_e, e_a))V_p(S)$. Finalmente, el empresario también considera los fondos que recibe de la venta de las acciones.

Asimismo, los accionistas, ya sean miembros de la familia o no, anticipan obtener su parte del valor de la empresa representado por $(1 - \alpha)(1 - q(e_e, e_a))V_p(S)$. Así, las funciones de pago para el empresario y los accionistas están dadas por las siguientes expresiones:

$$V_e(e_e, e_a; \alpha, S) = (q(e_e, e_a) + \alpha(1 - q(e_e, e_a)))V_p(S) - e_e + S \quad (1)$$

¹³ Nótese que tanto θ como sus argumentos se suponen exógenos. Es evidente que esto representa una limitante del modelo. No obstante, el análisis teórico que aquí se presenta se considera como un intento inicial de explicar la elección de estructura corporativa en un ambiente de pobre protección de derechos de propiedad. En el futuro se realizarán esfuerzos por endogeneizar éstas y otras variables del modelo. Por ahora se postula que los resultados que se derivan del modelo en su estado actual son, en sí mismos, interesantes.

¹⁴ θ puede también entenderse como un parámetro que mide la intensidad de la efectividad del esfuerzo de contienda del dueño/directivo. Véase, por ejemplo, Hirshleifer (1995). Cabe también destacar que los resultados que se derivan adelante no dependen, necesariamente, de las formas funcionales que se utilizan. La condición necesaria para modelar la contienda entre los participantes es que la FCE incremente las probabilidades de triunfo de algún participante, a medida que éste incrementa su esfuerzo de contienda o fortalece su posición en la misma.

$$V_a(e_e, e_a; \alpha, S) = (1 - \alpha)(1 - q(e_e, e_a))V_p(S) - e_a - S \quad (2)$$

2.2. Resolución del modelo

El juego consta de dos etapas: primero, el dueño original decide sobre cotizar públicamente a quién le vende las acciones y la fracción de la empresa que retiene. En la segunda etapa se da una contienda entre el dueño y los accionistas por el valor de la empresa pública. Al considerar éstas, se emplea la técnica de inducción hacia atrás para resolver el modelo.

2.2.1. Etapa I

2.2.1.1. Contienda entre el empresario y los accionistas

Para resolver el sistema descrito por (1) y (2) se considera un equilibrio de Nash, el cual es único dada la propiedad de concavidad estricta de $f(\cdot)$. Si suponemos una solución interior (e_e^*, e_a^*) las condiciones de primer orden para el empresario y los accionistas son, respectivamente:

$$\frac{\theta f'(e_e^*) f(e_a^*)}{[\theta f(e_e^*) + f(e_a^*)]^2} (1 - \alpha) V_p(S) = 1 \quad (1')$$

$$\frac{\theta f'(e_a^*) f(e_e^*)}{[\theta f(e_e^*) + f(e_a^*)]^2} (1 - \alpha) V_p(S) = 1 \quad (2')$$

Al resolver (1') y (2') simultáneamente se obtiene

$$\frac{f'(e_e^*)}{f(e_e^*)} = \frac{f'(e_a^*)}{f(e_a^*)} \quad (3)$$

Si se substituye la forma funcional para la FCE y suponiendo que $f(e) = e$,¹⁵ se encuentra que los esfuerzos óptimos en equilibrio son simétricos e iguales a:

¹⁵ Esta forma funcional ha sido utilizada extensivamente en la literatura. Ver, por ejemplo, Garfinkel y Skaperdas (1996), para una revisión de los trabajos existentes.

$$e_e^* = e_a^* = \frac{\theta(1-\alpha)V_p(S)}{(\theta+1)^2} \quad (4)$$

A partir de (4) se puede establecer la relación que existe entre los esfuerzos de los agentes en la contienda y el nivel de efectividad de los mecanismos que protegen los derechos de los accionistas. La primera propiedad que se debe notar es que los esfuerzos de ambos agentes son no-monotónicos con respecto θ . En particular, cuando $\theta > 1$ (el empresario es favorecido) los esfuerzos aumentan a medida que θ decrece y mejora la protección a los derechos de los accionistas. Cuando $\theta < 1$, los esfuerzos bajan a medida que θ decrece. Dadas las propiedades de la función θ , nótese que, cuando los derechos de los accionistas se protegen perfectamente, $\theta = 0$, los agentes no ejercen esfuerzos.

2.2.2. Etapa II

2.2.2.1. ¿Cuanto vender?

Para determinar la fracción de la empresa que el empresario retiene en equilibrio se toman los resultados de la sección anterior y se determina el beneficio neto para el empresario y los accionistas.

Los beneficios netos en equilibrio se obtienen al sustituir e_e^* y e_a^* en las funciones objetivo de ambos agentes, que da como resultado los valores V_e^* y V_a^*

$$V_e^* = \frac{\alpha + 2\alpha\theta + \theta^2}{(\theta + 1)^2} V_p(S) + S \quad (5)$$

$$V_a^* = \frac{(1-\alpha)}{(\theta + 1)^2} V_p(S) - S \quad (6)$$

Nótese que las funciones de pago en equilibrio, (5) y (6), son monotónicas en θ . Específicamente, mejoras en la protección de los derechos de propiedad disminuye el valor esperado para el empresario e incrementa el valor de la empresa que reciben los accionistas. Esto, en principio, es lo que podríamos esperar, considerando la contienda en la que se enfrentan el dueño original de la empresa y los posibles accionistas. En particular, para valores fijos de α , incrementos en θ decrecen la cantidad del valor de la empresa que el dueño puede apropiarse. Por otra parte, la mejoría en los niveles de protección resulta en un valor esperado mayor para los accionistas.

Si tomamos las funciones de pago del empresario y los accionistas en equilibrio, expresiones (5) y (6), es posible determinar la porción óptima de la firma que el empresario retiene, α^* . Para cumplir con ese propósito es necesario identificar, primero, la cantidad de fondos que recibe el empresario en equilibrio. La cual se puede derivar a partir de (6) y es igual a:

$$S(\alpha) = \frac{(1-\alpha)}{(\theta+1)^2} V_p(S)$$

Nótese que para derivar una solución cerrada es necesario especificar una forma funcional para $V_p(S)$. Al seguir a Castillo y Skaperdas (2005), se supone que $V_p(S)$ toma la siguiente forma funcional:

$$V_p(S) = KS^{-5}$$

donde K se puede interpretar como un parámetro de eficiencia al realizar la inversión de los fondos. Así, $S(\alpha)$ se expresa como

$$S(\alpha) = \frac{(1-\alpha)^2}{(\theta+1)^4} K^2$$

lo cual es cierto, si suponemos que los accionistas son neutrales al riesgo y el mercado de fondos externos es competitivo.¹⁶

Entonces, la fracción óptima que el empresario debe retener se obtiene al sustituir las expresiones anteriores de $V_p(S)$ y $S(\alpha)$ en (5), derivando la expresión resultante con respecto a α , e igualando la derivada a 0. Después de algunas manipulaciones algebraicas es posible mostrar que el valor óptimo de α es el siguiente:

$$\alpha^* = \frac{2 - (1 - \theta)^2}{2(2\theta + 1)} \tag{7}$$

Si suponemos que el numerador es positivo, entonces tenemos que la fracción óptima de la empresa que retiene el dueño original es positiva, esto es, $\alpha^* > 0$. Asimismo, nótese que la estructura de propiedad corporativa óptima implica algún nivel de dispersión. Este resultado es similar al que obtienen Pagano y Röell (1998), donde los autores muestran que, en equilibrio, el número óptimo de accionistas al inscribir una empresa en el mercado accionario es mayor que 1.

¹⁶ En otras palabras, se asume una condición de no arbitraje tal que $V_a(e_e^*, e_a^*); \alpha^*, S^* = 0$

A diferencia del modelo que aquí se presenta, sin embargo, Pagano y Röel no incluyen alguna referencia directa sobre el nivel de protección de los derechos de los accionistas, en su modelo el factor determinante de la estructura de propiedad corporativa es el costo de monitoreo.

2.2.2.2. Decisión de cotizar en el mercado accionario

La decisión de cotizar en el mercado accionario se tomará a partir de evaluar la siguiente relación:

$$V_e(\alpha^*, S(\alpha^*)) \geq V_f$$

donde el término a la izquierda representa el valor de la empresa en equilibrio, una vez que el empresario ha escogido la porción óptima de la empresa que retiene. Al seguir con la forma funcional para $V_p(S)$, que se indicó con anterioridad, tenemos que dicho valor está dado por la siguiente expresión:

$$V_e(\alpha^*, S(\alpha^*)) = \frac{K^2}{8(2\theta + 1)} \quad (8)$$

el cual es monótonico con respecto a θ . Es decir, mejoras en la eficacia de los mecanismos que protegen los derechos de propiedad (valores decrecientes de θ) se asocian con incrementos en el valor que espera recibir el empresario, una vez que decide cotizar en el mercado accionario; de tal manera, que las probabilidades de que una empresa se vuelva pública aumentan. Dicho resultado es consistente con la evidencia empírica que se comentó en la parte introductoria. En particular, encontramos que en sociedades donde el sistema legal es relativamente eficaz, el número de empresas que se inscriben en el mercado de valores es significativo, al contrario de lo que se observa en economías que se caracterizan por una pobre protección de los derechos de los accionistas, donde el número de empresas que cotizan en el mercado accionario es relativamente pequeño.

2.2.2.3. Identidad de los accionistas

La identidad de los accionistas que escoge el empresario se determina a partir de (8) al sustituir la forma funcional de θ

$$V_e(\alpha^*, S(\alpha^*)) = \frac{K^2}{8(2\theta(F, I) + 1)} \quad (9)$$

Aquí, es fundamental el argumento que se presentó acerca de la diferencia entre la efectividad en la protección de los derechos de accionistas familiares y no-familiares. De acuerdo con las propiedades de θ , los cambios en el valor que el empresario recibe en equilibrio dependen de la calidad de los mecanismos formales e informales que protegen la ley. Esto es, mejoras en F o en I disminuyen θ y, en consecuencia, $V_e(\alpha^*, S(\alpha^*))$ se incrementa. Si suponemos que el lazo familiar influye positivamente sobre la efectividad en la contienda que toma lugar entre el dueño de la empresa y los accionistas entonces, para valores fijos de F , el valor que recibe el empresario es mayor cuando los accionistas son familiares. Formalmente, si denotamos I_f como el grado de efectividad de protección que se obtiene con el mecanismo familiar e I_{nf} como el relacionado con el mecanismo no familiar, tenemos que

$$\frac{K^2}{8(2\theta(\bar{F}, I_f) + 1)} > \frac{K^2}{8(2\theta(\bar{F}, I_{nf}) + 1)} \quad (10)$$

De tal forma que, para niveles dados en la protección formal de la ley, \bar{F} , la efectividad superior que los familiares presentan en la protección de sus derechos de propiedad, en relación con la efectividad de los no-familiares, conlleva a que el valor que espera recibir el dueño de la empresa al vender acciones a familiares sea mayor. En tal caso, encontraríamos que, en sociedades en donde las instituciones formales que hacen valer la ley no son eficientes, las empresas que cotizan en el mercado accionario serían propiedad de individuos que son, al mismo tiempo, miembros cercanos al círculo familiar. En el caso en donde el sistema legal es altamente eficiente, θ tomaría el valor de 0 y la identidad de los accionistas sería irrelevante para el empresario.

3. Comentarios finales

Mantener el control de una empresa dentro de un círculo estrecho de familiares y amigos es una práctica que predomina en varios países alrededor del mundo. En este trabajo se presenta un análisis teórico para explicar dicha elección. En particular, se considera la interacción entre el dueño de una empresa y accionistas potenciales dentro del marco de la teoría de conflicto. El análisis muestra que, cuando el sistema legal formal no protege de manera eficiente a los accionistas, elegir familiares como inversionistas de la empresa es una decisión que maximiza la ganancia del empresario, es decir, el valor que los familiares asignan a la empresa es mayor que el de los inversionistas que

no pertenecen al círculo familiar. Esta diferencia en valuación se da como resultado de la ventaja que el lazo familiar brinda con respecto a los accionistas no-familiares en la contienda que se presenta entre el dueño original de la empresa y los inversionistas.

A pesar de que el argumento anterior parece razonable, se debe hacer notar que el análisis que aquí se presenta no explica de manera exhaustiva, y no lo pretende, la elección de miembros cercanos al dueño de una empresa como accionistas, de tal forma que surgen líneas de investigación interesantes a partir de los supuestos que se consideraron en el modelo. Por ejemplo, para simplificar el análisis se supuso que los familiares del dueño contienden colectivamente contra él, sin embargo, es posible que exista cierto tipo de colusión entre los participantes de la contienda, el dueño puede coludirse con algún familiar para extraer completamente las ganancias de la empresa, o los accionistas familiares pueden ponerse de acuerdo entre ellos para aprovechar su lazo familiar y extraer el valor total de la empresa. Este tipo de contienda entre familiares no se toma en cuenta en el presente modelo, y es una posibilidad interesante para futuro análisis.

Asimismo, se supuso que la única fuente de financiamiento de la empresa es la venta de acciones, lo cual, generalmente, no se presenta. Así, se abre la oportunidad de extender el modelo para permitir que la empresa cuente con fuentes alternativas de financiamiento, dentro de esta línea también es posible prestar atención a la forma en la que son utilizados los fondos que recaba el empresario. En nuestro modelo se supuso que el empresario invierte la totalidad de los fondos recibidos en la empresa y que los mismos son invertidos de forma eficiente. Sin embargo, es común observar que el dueño original de una empresa que entra en el mercado accionario por primera vez no re-invierta el total de los fondos que recibe, esto es, retiene una porción de los mismos para uso personal. La posibilidad de endogenizar la fracción de los fondos que recibe el dueño, y que de hecho re-invierte en la empresa, y la eficiencia de esta inversión es sin duda muy atractiva para considerarse en el futuro.

Un supuesto más que se realizó en el modelo, se refiere a la disponibilidad de fondos de los accionistas, es decir, se asumió que los miembros de la familia no enfrentan restricciones de liquidez, lo cual puede no ajustarse a la realidad. Sería pues interesante, considerar un modelo en donde potenciales accionistas cuentan con recursos limitados.

Es evidente que explicar la elección de la estructura de propiedad y financiamiento en países en los que el sistema legal es ineficiente, no es un asunto trivial. Más que presentar una explicación definitiva,

el análisis que aquí se presenta introduce una posible explicación y motiva el interés de realizar estudios más profundos sobre el tema.

Bibliografía

- Becker, G. (1968). Crime and Punishment: An Economic Approach, *Journal of Political Economy*, 76, 169-217.
- Burkart, M., F. Panunzi y Andrei Shleifer (2003). Family Firms, *Journal of Finance*, 58, 2167-2200.
- Burkart, M. y F. Panunzi (2001). *Agency Conflicts, Ownership Concentration and Legal Shareholder Protection*, Financial Markets Group, LSE Discussion Paper, 378.
- Burkart, M., D. Gromb y F. Panunzi (1997). Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm, *Quarterly Journal of Economics*, 112, 693-728.
- Castillo, R. y S. Skaperdas (2005). All in the Family or Public? Law and Appropriative Costs as Determinants of Ownership Structure, *Economics of Governance*, 93-104.
- Clark, D. y Ch. Riis (1998). Contest Success Function: An Extension, *Economic Theory*, 11, 201-204.
- Garfinkel, M. y S. Skaperdas (1996). *The Political Economy of Conflict and Appropriation*, Cambridge University Press.
- Grossman, H. y M. Kim (1995). Swords or Plowshares? A Theory of the Security Claims to Property, *Journal of Political Economy*, 103, 1275-1288.
- Hirshleifer, J. (1995). Anarchy and its Breakdown, *Journal of Political Economy*, 103, 26-52.
- y E. Osborne (2001). Truth and the Legal Battle, *Public Choice*, 108, 169-195.
- La Porta, R., *et al.* (1999). Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- (1998). Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.
- (1997). Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance*, 52, 1131-1150.
- Milgrom, P. (1988). Employment Contracts, Influence Activities, and Efficient Organizational Design, *Journal of Political Economy*, 96, 42-61.
- Pagano, M. y A. Röell (1998). The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public, *Quarterly Journal of Economics*, 113, 187-225.
- Ritter, J. (1987). The Costs of Going Public, *Journal of Financial Economics*, 19, 269-281.
- Shleifer, A. y D. Wolfenzon (2002). Investor Protection and Equity Markets, *Journal of Financial Economics*, 66, 3-27.
- Shleifer, A. y R. W. Vishny (1997). A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, 52, 737-783.

- Skaperdas, S. (1996). Contest Success Functions, *Economic Theory*, 7, 283-290.
- Solari, A. E. (1976). *Teoría, acción social y desarrollo en América Latina*, Siglo Veintiuno Editores.
- Zingales, L. (1995). Insider Ownership and the Decision to Go Public, *Review of Economic Studies*, 425-448.