

# Trabajo Fin de Grado

## Gobierno Corporativo y Empresa Familiar: Un análisis en Profundidad

Autor/es

David Bressel López

Director/es

Isabel Acero Fraile

Facultad de Economía y Empresa

Año 2014

**Autor del Trabajo:** David Bressel López

**Director del Trabajo:** Isabel Acero Fraile

**Título del Trabajo:** Gobierno Corporativo y Empresa Familiar: Un análisis en profundidad

**Titulación:** Grado en Administración y Dirección de Empresas

## **Resumen**

El trabajo va a consistir en revisar la literatura académica y empresarial sobre Empresa Familiar, debido a su importante y creciente labor en la sociedad. En la primera parte del trabajo, realizaremos una breve revisión sobre Gobierno Corporativo, exponiendo los diferentes modelos existentes y centrándonos en el caso español. En lo referente a la empresa familiar, hemos realizado una exposición de las principales teorías y enfoques que tratan de explicar las peculiares características de este tipo de empresa. En el último apartado de nuestro trabajo, realizaremos un análisis empírico de las empresas cotizadas en España en el año 2011 con la finalidad de determinar si se cumplen las numerosas hipótesis aparecidas en la literatura, que intentan determinar y detallar las diferencias entre la empresa familiar y el resto de negocios existentes en el panorama empresarial.

# ÍNDICE

<b>Introducción.....</b>	<b>1</b>
<b>1. Gobierno Corporativo.....</b>	<b>2-7</b>
1.1 Definiciones y teorías.....	2-5
1.2 Modelos de Gobierno Corporativo.....	5-7
<b>2. Empresa Familiar.....</b>	<b>8-23</b>
2.1 Introducción.....	8-9
2.2 Estudios de Empresa Familiar.....	10-12
2.3 Teorías de Empresa Familiar.....	13-19
2.3.1 Teoría de Agencia.....	13-16
2.3.2 Teoría de Recursos y Capacidades.....	17-18
2.3.3 Teoría de Capital Social.....	19
2.4 Enfoques Teóricos.....	20-23
2.4.1 Enfoque de componentes.....	20-22
2.4.2 Enfoque de esencia.....	23
<b>3. Análisis Empírico.....</b>	<b>24-53</b>
3.1 Revisión de Gobierno Corporativo de las empresas cotizadas.....	26-27
3.2 Propiedad. Estudio de empresa familiar.....	28-31
3.3 Control. Estudio de empresa familiar.....	31-34
3.4 Dirección. Estudio de empresa familiar.....	34-36
3.5 Definición conjunta.....	36-38
3.6 Análisis comparativo.....	39-51
<b>4. Conclusiones.....</b>	<b>52-54</b>

## BIBLIOGRAFÍA

## ANEXO

## INTRODUCCIÓN

La **empresa familiar** representa una parte significativa en el panorama empresarial e interviene en el desarrollo económico-social de las regiones y países, contribuyendo a la creación de riqueza y generando tejido industrial y comercial, lo que favorece el crecimiento del bienestar de la sociedad. La investigación sobre la empresa familiar ha surgido principalmente por la necesidad de conocer y analizar su papel activo en la sociedad. Estas investigaciones se han centrado en encontrar una definición, analizar su estructura y características más importantes y determinar y explicar las diferencias con el resto de negocios. En nuestro estudio, vamos a centrarnos en estos modelos y teorías utilizados para describir exactamente una empresa familiar, pese a que en la literatura académica no existe unanimidad y consenso en su definición, y en los criterios más utilizados para poder diferenciar estas empresas del resto de empresas no familiares. Para comprobar las diferentes hipótesis presentes en la literatura sobre la empresa familiar, y sus diferencias más significativas con las empresas no familiares, realizaremos un análisis de las empresas cotizadas en el año 2011 en España y trataremos de extraer nuestras conclusiones y comprobar la veracidad o no de las hipótesis en función de nuestros resultados. Para ello, el trabajo se divide en tres apartados principales:

1. **Gobierno Corporativo.** Definiciones, teorías y modelos de Gobierno Corporativo. Clasificación por países. Caso español: características, estructura y composición.
2. **Empresa Familiar.** Revisión de literatura académica sobre empresa familiar. Definiciones de empresa familiar. Teoría de agencia, recursos y capital social aplicada a la empresa familiar. Enfoque de componentes y enfoque de esencia.
3. **Análisis empírico.** Análisis de empresas cotizadas en España en el año 2011. Análisis de datos corporativos y económicos según definición aplicada (propiedad, control, dirección). Conclusiones.

# 1. GOBIERNO CORPORATIVO

## 1.1 Definiciones de Gobierno Corporativo y Teorías

En este apartado exponemos una visión general sobre el concepto de Gobierno Corporativo, sus definiciones, las diferentes teorías existentes en la literatura, la evolución de éstas a lo largo del tiempo, y los diferentes tipos de Gobierno Corporativo en los diferentes países, centrándonos al final, en el caso español.

Las primeras definiciones de Gobierno Corporativo por parte de Informes Institucionales realizados para entidades financieras, como la OCDE (1999) o el Comité de Basilea (1999), tenían una orientación próxima al concepto de gestión. Según el **Comité de Basilea (1999)**: “El gobierno corporativo hace referencia a la manera en que los negocios de instituciones individuales son gobernados por los consejos de administración y los directivos y cuyos objetivos son: fijar los objetivos corporativos , dirigir las operaciones diarias correspondientes al negocio; tener en consideración los intereses de los stakeholders reconocidos; alinear los comportamientos y actividades de acuerdo con las leyes y regulaciones aplicables y por último, proteger los intereses de los participantes.”

La **OCDE, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico**, emitió un informe en **1999** sobre los principios que deben regular el gobierno corporativo únicamente para las entidades financieras. Estos principios regulaban, debido a su base bancaria, los derechos de los accionistas, el tratamiento equitativo de estos, la función de los grupos de interés social en el gobierno, la comunicación y la transparencia informativa y las responsabilidades del consejo.

Desde un **punto de vista financiero**, el Gobierno Corporativo se define como el conjunto de mecanismos organizacionales e institucionales que tienen por objeto delimitar los poderes e influir sobre las decisiones de los directivos, es decir, que gobiernan su conducta y determinan su espacio discrecional.” El Gobierno de la empresa tiene por finalidad el logro de la eficiencia en el uso de los activos y en los

contratos que la configuran, para asegurar la creación de valor para los propietarios de los recursos financieros.

A partir de una **perspectiva** que considera al Gobierno como una **relación contractual entre las partes o partícipes**, Fernández, Gómez y Fernández (1998) consideraron que éste puede definirse como el sistema completo de acuerdos institucionales y de relaciones a través de las cuales las empresas son dirigidas y controladas. Para Salas (2003), el gobierno de la empresa se limitaría a los mecanismos de poder a través de los cuales los colectivos de interesados protegen sus rentas de inversiones específicas.

Desde un **modelo cognitivo**, el sistema de gobierno determina quién toma las decisiones de inversión dentro de las sociedades, los tipos de inversión a emprender y la manera en la que los beneficios resultantes de esas inversiones se reparten. (Lazonick y O'Sullivan (2000)).

Finalmente, desde un **punto de vista corporativo**, que es el que nos interesa, la definición de “gobierno” se aproxima **más a un concepto de control** o aplicación de un juicio empresarial en la toma de decisiones, **que a un concepto de gestión** o mecanismos de gobierno que induzcan al aprendizaje en la empresa.

Todas estas definiciones, trabajos y teorías de gobierno corporativo han surgido y evolucionado en un marco de conflicto de intereses y objetivos entre las partes de una empresa, principalmente entre accionistas y los directivos (el denominado problema de agencia). **Estas discrepancias entre ambos partícipes, surgen**, entre otras razones, por una concepción del riesgo distinta; el diferente nivel de compromiso de cada parte con la organización, el límite de los riesgos, el proceso de toma de decisiones, y la asimetría de información.

Todo esto lleva directamente a considerar a la empresa como un objeto legal constituido a través de contratos entre individuos, en los que existe una ausencia de voluntad y objetivos propios, y donde el comportamiento de la empresa es el resultado de un equilibrio de comportamientos de un sistema contractual complejo compuesto por agentes, cada uno de los cuales cuenta con objetivos distintos y divergentes.

Por lo tanto, las relaciones contractuales en una empresa son fuente de conflictos y su solución conlleva asociados una serie de gastos que disminuyen el valor de la empresa. Todo esto es lo que se conoce comúnmente como **Teoría de Agencia** y que será explicada con más detenimiento en el siguiente apartado de nuestro trabajo.

**Las relaciones existentes entre los accionistas y la dirección** han ocupado un lugar predominante en el estudio de la Teoría de Agencia, es el llamado **modelo financiero de gobierno**. Posteriores estudios, revelaron también como una fuente potencial de conflicto, las relaciones entre los accionistas mayoritarios y accionistas minoritarios de una corporación, lo que originó el nacimiento del llamado **modelo jurídico-financiero de gobierno**. Este enfoque establece un conjunto de relaciones que considera a la tradición legal del país como el factor determinante del grado de protección de los derechos de los inversores en un país, lo que repercute en la forma de gobierno. Las dos tradiciones legales más conocidas en el mundo son: la *common law* o tradición común (países anglosajones) y la *civil law* o ley civil (Europa y América del Sur). El sistema anglosajón se caracteriza por su mayor protección del derecho de propiedad, lo que en el ámbito de gobierno corporativo provoca que la propiedad se disperse entre una gran multitud de accionistas y genere un conflicto *de dimensión vertical* entre accionistas y dirección (problema de agencia denominado tipo I por (Villalonga y Amit (2006)). Por el contrario, en la tradición civil, donde los derechos no están tan protegidos, la propiedad tiende a estar concentrada en un pequeño grupo de accionistas, originando un problema de *dimensión horizontal* entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios (problema de agencia denominado tipo II por Villalonga y Amit (2006)).

Este modelo evolucionó posteriormente en un modelo de **gobierno entre partícipes**, al considerar que la empresa recoge múltiples relaciones entre todos los participantes de una empresa con derechos legítimos. La empresa es, por tanto, el punto de coincidencia de múltiples partícipes que aportan a la empresa sus recursos.

Pese a que estos modelos orientados al concepto de control, son los predominantes en la literatura, existen un conjunto de críticas en referencia a la generación de valor en la empresa, ya que ésta no siempre toma el camino del control de las relaciones contractuales. Este enfoque, el **enfoque cognitivo**, estudia los sistemas de gobierno en función de su influencia sobre las dimensiones de la creación de valor, la percepción de las oportunidades de crecimiento, la coordinación cognitiva y el aprendizaje organizacional.

Todas estas teorías y modelos anteriores nos pueden servir de base para explicar los diferentes tipos y estructuras de Gobiernos Corporativos existentes. Nos vamos a centrar en tres modelos: el modelo anglosajón, el modelo de Europa Continental, mencionando el modelo alemán y por último, haremos hincapié en el Gobierno Corporativo Español.

## **1.2 Modelos de Gobierno Corporativo**

En primer lugar, exponemos brevemente el **modelo anglosajón**. Este modelo de Gobierno Corporativo es el típico de Reino Unido y Estados Unidos. Como hemos dicho anteriormente, en estos países existe una mayor protección de la propiedad privada (*common law*) lo que favorece una propiedad de acciones dispersa. Las empresas privadas tratan de maximizar beneficios a aquellos que invierten porque los accionistas ocupan una posición central en la economía, lo que se conoce como “*Economía de accionistas*”. La estructura predominante de gobierno en este modelo es el “**one-tier**”, en los que existe un único órgano central (*Board*) compuesto por *consejeros ejecutivos*, que se encargan de la gestión, y *consejeros no-ejecutivos*, que ejercen el control.

Entre las **ventajas** de este modelo se encuentran, por ejemplo, una alta flexibilidad en la asignación de tareas a la hora de perfeccionar las habilidades de gestión y control; la posición de poder del CEO (*Chief Executive Officer*) asegura una toma de decisión rápida y eficiente, y permite una mejor adaptación del órgano de dirección al tamaño de la empresa.

Por el contrario, entre las **desventajas** de este modelo podemos considerar, por ejemplo, que la neutralidad del control es limitado, ya que los directores externos también están involucrados en las decisiones clave; puede existir también un monopolio del poder del CEO difícil de controlar debido a que éste puede influir en la elección de los miembros de consejos y también que la relación de poder en el *board* es poco transparente en relación a terceros.

En contraposición al modelo anglosajón, aparece el **modelo alemán** de Gobierno Corporativo (Jungmann, 2006). La estructura del modelo alemán sigue el modelo “**two-tier**”, que consta de dos órganos, el órgano de dirección (*Vorstand*) y el consejo de supervisión (*Aufsichtsrat*), compuesto principalmente por accionistas. El consejo de supervisión se encarga de nombrar y controlar a los miembros del órgano de dirección, mientras que éste es el que se dedica a la dirección de la empresa.

Las **ventajas** que presenta este modelo son la autonomía y la igualdad de miembros de diversos tipos del órgano de dirección que favorecen la toma de decisiones.

Entre las **desventajas** encontramos que el presidente del órgano de supervisión puede desarrollar un gran poder en la empresa y que la frecuencia de las reuniones del consejo de supervisión es menor que en el modelo anglosajón, por lo que en general, éste dispone de peor información que en el modelo “one-tier”.

En el **caso español**, tienen mayor relevancia, al contrario que en el caso anglosajón, los mecanismos de control interno, y más concretamente el Consejo de Administración. Las funciones de este órgano son las de orientar y aconsejar en la gestión y estrategia de la sociedad (*Advisory function*), a la vez de supervisar y controlar al equipo directivo, para prevenir la aparición de conflicto de intereses entre gestores y accionistas (*Monitoring function*).

Según la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la composición de los Consejos de Administración en España consta de dos tipos de consejeros:

- **Consejeros internos o ejecutivos.** Son miembros del consejo de Administración que además de sus funciones como consejeros intervienen en la actividad diaria de la compañía.
- **Consejeros externos.** Este tipo de consejero no interviene en la actividad diaria de la sociedad y pueden clasificarse en dominicales o independientes.
  - a. **Dominicales.** Forman parte del consejo por poseer una cantidad de acciones considerada legalmente significativa.
  - b. **Independientes.** Desempeñan sus funciones sin tener ninguna relación con la organización, el equipo gestor o los accionistas dentro de la sociedad. Su misión es la de defender los intereses de todos los accionistas, principalmente de los minoritarios, que no suelen tener acceso a un puesto en los Consejos.

No existe un único tipo de Consejo de Administración en España, ya que hay una serie de factores influyentes en su composición, como pueden ser el tamaño de la empresa (a mayor tamaño, mayor complejidad, por lo que es necesario una mayor cantidad de consejeros independientes debido a la mayor necesidad de asesoramiento); la edad de la empresa, que también por lo general tiene una relación positiva con el tamaño y proporción de los consejeros independientes; el tipo de sector industrial donde trabaje la empresa o la estructura de la propiedad, etc. (Westhead y Cowling (1997)).

En los últimos años, han aparecido una serie de informes (Olivencia (1998), Aldama (2003) y Conthe (2006)) que reflexionan sobre la estructura de los Consejos de Administración y realizan una serie de recomendaciones para las sociedades cotizadas en España. Hay que remarcar que en España, estas recomendaciones no son de obligado cumplimiento. Sin embargo, desde el año 2004, todas las sociedades cotizadas en España están obligadas a publicar anualmente y en formato estandarizado un informe Anual de Gobierno Corporativo, en el que se indique si se siguen o no las recomendaciones descritas, y en caso de que no se sigan, justificar el motivo o razón, es el denominado principio “*comply or explain*”. Revisaremos estos informes para obtener datos para nuestro análisis en los capítulos posteriores.

## 2. EMPRESA FAMILIAR

### 2.1 INTRODUCCIÓN

La importancia de las empresas familiares ha sido objeto de estudio e investigación durante las últimas décadas, contribuyendo a un rápido desarrollo de la literatura académica. La aparición de este tema de investigación, entre la década de los sesenta y los setenta, se puede atribuir en gran parte, a los profesionales de la empresa familiar cuyos primeros esfuerzos se centraron en realizar artículos basados en la práctica y estudios de caso, como señalaron (Barnes y Hershon (1976) y Donnelley (1964)).

Sin embargo, es a partir de finales de los ochenta, cuando la empresa familiar empieza a suscitar atención por parte de profesionales e investigadores. Los primeros estudios académicos sobre este tipo de empresas, hacían referencia al debate acerca de la búsqueda de un concepto para definir de manera uniforme las empresas familiares, discutiendo principalmente las ventajas y desventajas de los diferentes enfoques y resaltando la necesidad de realizar esfuerzos a fin de establecer la base para una definición unificada y universal. La literatura académica, por tanto, presenta **dificultades a la hora de establecer una definición única y universal** sobre las empresas familiares, y en establecer una distinción entre lo que puede considerarse como una empresa familiar o no. Por esto, la búsqueda de una definición se ha convertido en el origen de muchos estudios sobre la empresa familiar (Daily y Thompson, (1994); Habbershon y Williams, (1999); Chua, Chrisman y Sharma, (1999). Para Pérez, et al. (2007), es necesario encontrar un concepto de empresa familiar como primer requisito para poder construir un marco teórico sólido.

Chua, Chrisman y Sharma (1999) defienden que, para que parte de la literatura académica se haya centrado en la empresa familiar, debe haber un componente teórico principal que considere a este tipo de empresa merecedora de ser estudiada. De lo contrario, no sería necesario establecer una diferenciación con otro tipo de negocios. Para este propósito, estos autores distinguen dos tipos de definiciones: **teóricas y operativas**:

- Una **definición teórica** debe distinguir una entidad, objeto o fenómeno de otro basado en un fundamento conceptual de cómo la entidad, objeto o fenómeno es diferente y por qué las diferencias son importantes.
- Una **definición operacional**, por otro lado, se limita a identificar las características observables y medibles que diferencian la entidad, objeto o fenómeno de los demás.

Recientemente, en los últimos estudios, se ha optado por buscar una definición más operativa y de carácter más funcional, que se limite a **identificar las características observables y medibles que diferencian a este tipo de negocios del resto**. La mayoría de las primeras definiciones desarrolladas en los estudios académicos incluían una sola dimensión de análisis, por ejemplo, Donckels y Fröhlich (1991) definieron la empresa familiar en base al concepto propiedad, mientras que la variable escogida por ejemplo por McConaughy et al. (2001) fue la gestión. Definiciones posteriores incluyeron cada vez más dimensiones, combinando varios factores de análisis.

En la literatura, algunos estudios adoptan una definición en un sentido amplio y genérico, en donde la empresa familiar es aquella en la que la familia ejerce un control efectivo y duradero de la dirección estratégica de la empresa, mientras que otros son muchos más concretos y restrictivos, como por ejemplo, la definición propuesta por Cromie et al. (1995), donde la empresa familiar se define como aquella donde la familia participa directamente en el funcionamiento de la empresa, tiene una amplia parte de la propiedad superior a un determinado porcentaje y una responsabilidad significativa de la gestión durante generaciones. Comprobaremos en nuestro análisis, cómo según la definición que adoptemos, si es amplia o más restrictiva, varía el número de empresas que pueden considerarse como familiares.

## 2.2 ESTUDIOS DE EMPRESA FAMILIAR

Westhead y Cowling (1997) recogieron en su estudio varias de las investigaciones previas de la empresa familiar. Atendiendo a su informe, la investigación en esta área se ve obstaculizada por la ausencia de un marco acordado, ya sea para el desarrollo del modelo o de la formulación de hipótesis que rodean el desempeño de las empresas familiares.

Esta falta de entendimiento para establecer una definición única de empresa familiar puede deberse, entre otros factores, a que las empresas familiares están ligadas al **marco legal institucional** de cada país, como hemos comentado en la introducción de este trabajo. Anderson y Reeb (2003) constataron que la propiedad familiar en empresas que cotizan y operan en mercados transparentes, bien regulados, donde la propiedad de los accionistas está muy protegida, suele ser menor comparando con el resto de negocios (La Porta et al. (1999)). Por su parte, Baglioni y Colombo (2009), que estudiaron el caso italiano, semejante al español, defienden que el control familiar es el modelo más extendido de estructura organizativa, excepto en los países con una fuerte protección de accionistas minoritarios. Siguiendo por esta vía institucional, hay que tener en cuenta que el porcentaje de capital necesario para tener un control efectivo o las reglas sobre la división de la propiedad o los derechos de votos difieren de un país a otro.

Algunos estudios han realizado análisis **aislados de las características de las empresas familiares, sin compararlos con otras formas de negocio**, en contraposición a la idea de una definición operacional de Chua, Chrisman y Sharma (1999). Sin embargo, cada vez más se aprecia que existe una necesidad de más estudios comparativos para explorar el impacto de la forma de propiedad sobre el rendimiento del negocio (Dyer y Handler, (1994)).

Otros estudios, a la hora de analizar la empresa familiar, han centrado sus esfuerzos en analizar si este tipo de empresas presentan un mejor **rendimiento** que aquellas que no lo son. Los resultados de los análisis empíricos que comparan el desempeño económico de las EF (Empresas familiares) y ENF (Empresas no familiares) han demostrado una amplia gama de resultados contradictorios.

Por un lado, están aquellos estudios que consideran que la empresa familiar presenta unos mejores rendimientos que el resto de empresas. Por ejemplo, McConaughy et al. (1998) sostienen que el uso más eficiente de los recursos de mano de obra y de capital de las empresas familiares con respecto a las no familiares explica en parte la mayor rentabilidad y valoración de las empresas familiares. Asimismo, Lee, (2006) sostiene que los propietarios de las empresas familiares están más interesados en la supervivencia de la empresa a largo plazo, que otros grandes accionistas, lo que puede estimular a las empresas familiares a invertir con criterios de maximización de valor.

No obstante, otros autores defienden que la empresa familiar puede presentar peor rendimiento que el resto de empresas, ya que la propiedad familiar puede ser perjudicial para los accionistas minoritarios cuando la protección de los inversores es baja (Faccio, Lang y Young (2001)). Las familias pueden estar orientadas a mantener el control de las empresas que adquieren con la intención de beneficiar a la familia dominante, y para proporcionar empleos bien remunerados a la descendencia a través de los puestos ejecutivos de la empresa, en lugar de seleccionar a los mejores gestores existentes en el mercado, buscando conseguir beneficios para la familia por medio del control (Holderness y Sheehan (1988)).

Algunos de estos estudios sobre el rendimiento, se han centrado **sólo en la medición del rendimiento mediante indicadores económicos** como el empleo, las ganancias, el valor agregado, los ingresos, etc., asumiendo de manera equivocada que el único o principal objetivo del negocio familiar es la maximización de beneficios. Hay que tener en cuenta que, junto a variables generales como la rentabilidad, la productividad o el crecimiento, existen otras de tipo **socio-emocional** que hacen que la expectativa de la empresa familiar respecto al negocio no sea únicamente la rentabilidad económica financiera (Gómez-Mejía et al.(2007)). La empresa familiar persigue tanto los resultados económicos como los no económicos para mantener el negocio a través de las generaciones futuras.

Debido a esta creciente importancia de los negocios familiares en el panorama empresarial internacional, se han desarrollado como hemos visto, numerosos estudios e investigaciones, con distintos enfoques y objetivos, para aclarar tanto el concepto de empresa familiar, así como todos los componentes e ideas que subyacen sobre él.

Aunque, como hemos comentado, no existe un acuerdo a la hora de establecer una definición universal, sí existen una serie de dimensiones que sirven de punto de partida a los investigadores a la hora de definir el concepto de empresa familiar: **propiedad, dirección y control** de los miembros de la familia, la **implicación familiar en el negocio** o la **transferencia generacional**. (Westhead, et al., 2002; Chua, Chrisman y Sharma, 1999; Handler, 1992).

Han existido tres teorías principales que han desarrollado las particularidades y características básicas de la empresa familiar, estas tres teorías son la teoría de agencia, la teoría basada en recursos y capacidades y la teoría del capital social. Además, Chua, Chrisman y Sharma (2005) establecen una división entre las definiciones que se centran en los componentes de la empresa familiar, tales como propiedad, gobierno o dirección (**Enfoque de componentes**) y además, aquellas teorías sobre la empresa familiar que se basan en lo que es el negocio familiar, incluyendo la intención de la familia de mantener el control, el comportamiento de la empresa, o los recursos que surgen en la empresa debido a la participación de la familia en ella (**Enfoque de esencia**).

Por tanto, en primer lugar, revisaremos estas tres principales teorías que frecuentemente se han utilizado en el estudio académico sobre la empresa familiar y posteriormente, realizaremos una breve exposición sobre los otros dos enfoques de estudio de la empresa, que han permitido establecer una serie de definiciones de la empresa familiar, y que nos serán de utilidad para introducir nuestro análisis empírico.

## 2.3 TEORÍAS DE LA EMPRESA FAMILIAR

### 2.3.1 La Teoría de Agencia

La teoría de Agencia es una teoría que describe las relaciones entre dos partes, el principal y el agente, y la diferencia de intereses, comportamiento oportunista y asimetría de información existente entre ellos, provocando una situación de conflicto entre ellos.

Podemos distinguir dos tipos de problemas de agencia: los problemas de agencia entre accionistas y directivos (**problema de agencia tipo I**) y entre accionistas mayoritarios y minoritarios (**problemas de agencia tipo II**), que suelen estar presentes en todos los sistemas de gobierno corporativo. En numerosos estudios se sostiene que la estructura de propiedad determina la relevancia de los dos problemas e influye en la composición del consejo.

Cuando se emplea esta teoría en el ámbito de la empresa familiar, la primera cuestión es analizar cuáles son los **intereses de los propietarios familiares**. Los **costes de agencia** en este caso se deben medir por las decisiones adoptadas en contra de los intereses de los propietarios, junto a los costes ocasionados por las medidas establecidas por los mismos para evitar la aparición de estos, los llamados **costes de supervisión**. Ahora bien, si en la empresa familiar el principal y el agente coinciden, es decir, propiedad y dirección recaen sobre la misma persona o familia, los costes de agencia serán mínimos, ya que, podemos suponer, que los intereses estarán alineados. En estos casos, aparecen otros costes, como el altruismo y la tendencia de proteger a los directivos familiares, que son los principales aspectos en que se distinguen, en términos de costes de agencia, las empresas familiares de las no familiares (Chrisman et al., (2003)). Estos autores exponen que en la empresa familiar, existen mayores costes de agencia que en el resto, por el solapamiento de los objetivos de los familiares directivos y del resto de la familia. Un conflicto de intereses intrafamiliar constituye una fuente de conflictos de agencia en las empresas familiares que se acentúa durante generaciones (Bammens et al 2011).

Es de suponer, por tanto, que las organizaciones diseñen su consejo de administración de una manera que les permita minimizar los costes de agencia, según lo indicado por numerosos estudios empíricos recientes (Boone et al (2007); Linck et al (2008); Baglioni y Colombo (2013)).

A continuación se detallan los dos tipos de problema de agencia proporcionados por la literatura.

#### *2.3.1.1 Problema de Agencia: Tipo I*

El **problema de Agencia de tipo I** aparece cuando surge un conflicto entre los accionistas (propiedad) y la dirección en las empresas.

Uno de los principales mecanismos que proporcionan Jensen y Meckling (1976), para solucionar este problema, es que los directivos tengan también una parte significativa de la propiedad de la empresa. Estos mismos autores sugieren, que cuando los directivos poseen una participación en sus empresas, son menos propensos a desviarse de maximización de la riqueza de sus accionistas. Shleifer y Vishny (1986) confirmaron la relación positiva entre la concentración de la propiedad y el valor de la empresa, lo que implica que el problema de dirección-propiedad puede ser resuelto por las actividades de supervisión y control por parte de los grandes accionistas. Berle y Means (1932) sugirieron también la importancia de la concentración de la propiedad como un medio para aliviar los problemas de agencia entre los propietarios y directores de la empresa moderna. De acuerdo con un impacto positivo de la concentración de la propiedad sobre los resultados empresariales, Holderness y Sheehan (1988) concluyeron, que las empresas con accionistas mayoritarios funcionan mejor en relación con las corporaciones con muchos accionistas.

Sin embargo, cuando las funciones de propietario y de dirección no están unidas, debido a bajos niveles de propiedad de la dirección, los directores o propietarios externos, si es que existen, ayudan a controlar los problemas de agencia de tipo I (Shleifer y Vishny (1997)). Según esta idea y relacionándolo con la empresa familiar, podemos extraer una hipótesis que trataremos de comprobar en nuestro análisis:

- *Hipótesis 1.* El número de consejeros externos debe ser menor en las empresas familiares que en las no familiares.

Los conflictos de intereses entre propiedad y dirección se acentúan, en aquellas empresas con una estructura de propiedad dispersa. Como hemos comentado en la introducción, este caso es común en el sistema anglosajón, donde por lo general, la propiedad se dispersa entre un gran número de accionistas. Cuando esto es así, la teoría predice que la demanda o necesidad de supervisión por parte de consejeros externos en este caso debe ser más alta que cuando la propiedad de acciones de la dirección esté concentrada (Jensen y Meckling (1976)).

En las empresas familiares, las familias poseen acciones de la empresa y por lo tanto tienen un mayor incentivo a controlar la dirección de la empresa para asegurar su beneficio. Sin embargo, altos niveles de propiedad por parte de la dirección, como ocurre en las empresas familiares, puede perjudicar a otros accionistas, provocando la aparición de los problemas de agencia de tipo II.

#### *2.3.1.2 Problema de Agencia: Tipo II*

El **problema de Agencia de tipo II** aparece cuando surge un conflicto entre los accionistas mayoritarios y los accionistas minoritarios de una empresa.

Los accionistas en general, aunque más concretamente los minoritarios, temen que los directivos actúen a favor del interés de la familia, sin tener en cuenta sus intereses como propietarios de acciones de la empresa (Morck y Yeung (2003)). En este sentido, los líderes de la familia pueden poner un mayor empeño en el control de la familia sobre el negocio y la supervivencia a largo plazo, que en la generación de riqueza para los accionistas.

Los inversores pueden percibir, por ello, que el riesgo de expropiación de los recursos de la empresa aumenta en las empresas familiares, mediante afianzamiento de miembros de la familia no cualificados en la empresa o la subordinación de los intereses comerciales con los intereses de la familia.

Esta influencia de la familia debe ser contrarrestada por una estructura directiva que limite la amenaza de la expropiación de la riqueza en la empresa (Anderson y Reeb (2003); Bammens et al (2011)). Los accionistas no familiares pueden exigir el nombramiento de consejeros independientes para proteger sus intereses financieros (Chrisman et al. (2003); Bammens et al. (2011)). Es de esperar que las empresas familiares, por esta razón, tengan una mayor proporción de consejeros independientes con respecto a consejeros dominicales, comparándolas con otras compañías.

Sin embargo se espera, que a partir de un determinado umbral de concentración de la propiedad, las empresas incrementen el número de consejeros independientes con el fin de enviar una señal al mercado, de que en la empresa se protegen los intereses de los accionistas minoritarios y que no se va a producir ningún tipo de expropiación por parte de los propietarios familiares.

De aquí, podemos extraer por tanto, otra hipótesis:

- Hipótesis 2. En las empresas familiares existe una mayor proporción de consejeros independientes con respecto a consejeros dominicales.

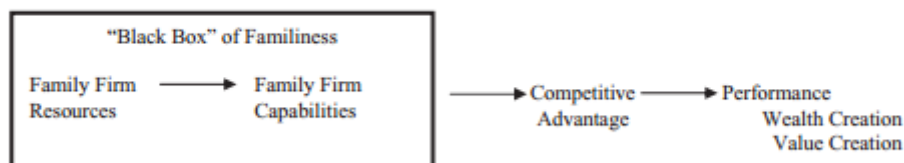
### 2.3.2 Teoría de Recursos y Capacidades (RBV)

El **enfoque de recursos y capacidades o resource-based view (RBV)** define la ventaja competitiva como la relación existente entre las características internas de la empresa y el beneficio obtenido por ésta (Barney, (1991)). Este autor desarrolló un marco para este enfoque, que se basa en dos condiciones fundamentales. En primer lugar, que las empresas dentro de una industria sean heterogéneas con respecto a sus recursos y, en segundo lugar, que estos recursos, materiales o inmateriales, no puedan transferirse entre empresas.

Sirmon y Hitt (2003) identificaron los recursos y atributos que tenían potencial de proporcionar ventajas competitivas para las empresas. Estos autores argumentaron que las empresas familiares evalúan, adquieren y aprovechan sus recursos de una manera diferente que las no familiares, lo que puede generar una ventaja competitiva potencial. Estos recursos son: el capital humano, el capital social, el capital de supervivencia, el capital financiero, y la estructura de gobierno. Sirmon y Hitt (2003) definen el **capital de supervivencia** como la integración de los recursos familiares que son utilizados como contribución a la empresa y que a su vez genera beneficio. Para estos autores, el **capital financiero** en las empresas familiares difiere del capital financiero del resto de empresas, en el sentido de que esta financiación está vinculada a un mayor plazo de las inversiones y no representa una amenaza de liquidación a corto plazo.

Habbershon y Williams (1999) también consideran que este enfoque de recursos y capacidades, puede aportar importancia al estudio de la empresa familiar. Las relaciones entre la unidad familiar, unidad empresarial y los individuos familiares crean unos recursos y capacidades poco comunes, complejos, difíciles de imitar y dinámicos que generan ventajas competitivas para la empresa familiar. Estos autores sostienen que, por ejemplo, la historia de una familia es prácticamente inimitable, que el proceso de decisión en la familia es socialmente complejo y que las familias tienen unas determinadas rutinas que crean ambigüedad. En la Figura 1 se muestra la aplicación de dicha teoría al ámbito de la empresa familiar.

### Resource-Based View Model of Familiness



**Figura 1. Modelo general RBV de Familiness.** Allison W. Pearson, Jon C. Carr, John C. Shaw (2008)  
Toward a Theory of Familiness: A Social Capital Perspective

La **ventaja** del RBV es que permite identificar los factores que hacen que la empresa familiar tenga un potencial único y además muestra cómo este potencial puede desarrollarse para obtener ventajas competitivas basadas en su carácter familiar, introduciendo de este modo el concepto de “**Familiness**”. Este concepto, que recoge el efecto que provoca la interacción entre familia y empresa, ayuda a conseguir una posición de ventaja sobre la competencia Habbershon et al. (2003). El “Familiness” de una empresa recoge el conjunto de recursos que son característicos de una empresa como resultado de la participación de la familia en ella. La RBV proporciona un modelo teórico para analizar las relaciones entre los procesos a nivel de empresa y la ventaja competitiva sostenible para la empresa familiar.

Sin embargo, el desarrollo de “Familiness” presenta dificultades en relación a la identificación de características específicas y su medición. Este modelo también es criticado por una ausencia general de especificidad, la amplia definición de recursos que ha conducido a una investigación muy fragmentada y una ausencia de claridad en relación a las premisas básicas de la teoría.

Para superar las limitaciones del modelo RBV, es necesario identificar el resto de recursos que componen el “Familiness”, especialmente los relacionados con el comportamiento y los aspectos sociales de la familia, que son objeto de estudio en la teoría del Capital Social.

### 2.3.3 Teoría del Capital Social

Hoffman et al. (2006) en su estudio sobre la ventaja competitiva, argumentaron que la característica fundamental que distingue a las empresas familiares de las no familiares es la existencia de capital familiar, que da forma al gobierno y a las operaciones en las empresas familiares. Pearson et al. (2008) defendían, que la teoría del capital social es especialmente relevante para los estudios sobre " *Familiness* " ya que **el capital social** refleja "*el carácter de las relaciones sociales dentro de una organización, la orientación de los miembros a la meta colectiva y la confianza compartida*".

Estos autores defendieron, que el desarrollo del capital social de la familia se logra a través de la influencia de algunos factores dinámicos, como la estabilidad, la interacción o la interdependencia. Todos estos factores afectan al desarrollo del capital social en la empresa familiar, que a su vez influye en el desarrollo del capital social de la organización. Arregle et al. (2007) enfatizaron en su estudio el proceso que influye en la creación y el desarrollo del capital social de la familia, examinando las interacciones entre la familia y la organización con el fin de comprender la transformación del capital social familiar en capital social de la organización.

El capital social está formado por tres dimensiones: estructural, que recoge las interacciones sociales entre los miembros de la familia: la cognitiva, que comprende la visión del grupo y su objetivo compartido, así como el lenguaje, historias, y cultura del colectivo, y relacional, que se compone de los recursos creados a través de estas relaciones personales, incluyendo la confianza, identidad, normas y obligaciones.

## 2.4 ENFOQUES TEÓRICOS: EMPRESA FAMILIAR

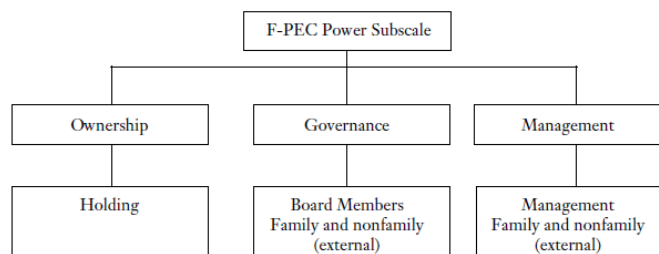
Como hemos comentado en la introducción, Chrisman et al. (2005) presentan dos enfoques existentes en la literatura que ayudan a definir a las empresas familiares: el enfoque de componentes y el enfoque de esencia. Mientras que el **enfoque de componentes** considera la participación de la familia como una condición suficiente para definir una empresa como una empresa familiar, el **enfoque de esencia** lo considera como una condición necesaria.

### 2.4.1 Enfoque de componentes

Villalonga y Amit (2006) defienden que a la hora de definir y delimitar las empresas familiares, hay que tener en cuenta tres dimensiones: **propiedad, control y dirección**. Las definiciones de empresa familiar incluyen tres combinaciones de propiedad y dirección: (A) propiedad y dirección familiar, (B) propiedad familiar pero no dirección, y (C) dirección familiar pero no propiedad. Mientras que la mayoría de los estudios realizados consideran a la primera combinación como empresa familiar, existe conflicto entre autores con respecto a las otras dos combinaciones (Chua, Chrisman, y Sharma, (1999)).

Para definir el concepto de empresa familiar según estos tres componentes, Astrachan et al. (2002) desarrollaron la que se conoce como **Escala F-PEC**. Este índice o escala permite hacer comparaciones a través del estudio relativo de los niveles de participación de la familia y sus efectos en el rendimiento, así como otros comportamientos empresariales. Según estos autores, existen tres dimensiones que dan nombre a la escala y que permite medir la influencia de la familia en la firma. Estas tres dimensiones de influencia son el **poder (P)**, la **experiencia (E)** y la **cultura (C)** (Figura 2).

Figure 1. Dimensions of the F-PEC Power Subscale



**Figura 2.** Dimensiones de la Escala F-PEC (Joseph H. Astrachan, Sabine B. Klein, Kosmas X. Smyrniotis 2002)

Este nivel de influencia en la empresa es visto, no sólo como intercambiable sino también aditivo. La propiedad, la dirección y el control se integran en una definición en la que la influencia de la familia en uno de los tres componentes, puede compensar la ausencia de influencia en otro. Esta influencia directa se puede medir a través de la proporción de representantes de la familia que son miembros del consejo de gobierno o de gestión. Pero aparte de esta influencia directa, existen también influencias indirectas de la familia, que suelen ser considerables y difíciles de medir, como por ejemplo, miembros de consejo nombrados por miembros de la familia.

**Siguiendo este enfoque de componentes**, se han desarrollado a lo largo del tiempo diferentes definiciones de empresa familiar:

- **PROPIEDAD**. Diversos autores en sus estudios han considerado el componente de propiedad como el más relevante a la hora de definir la empresa familiar. Para Barners y Hershon (1976) un negocio es familiar, cuando la propiedad está en manos de un individuo o de varios miembros de una misma familia. Para Neubauer y Lank (2003) la empresa familiar es aquella, sea unipersonal o sociedad mercantil de cualquier tipo, en la que el control de los votos está en mano de una determinada familia. Para Donckels y Fröhlich (1991), una empresa es familiar, cuando los miembros de una familia poseen al menos 60 por ciento del capital de la empresa. Villalonga y Amit (2006) consideran a una firma familiar cuando una familia posee al menos un 20% de la empresa, mientras que para Kowalewski et al. (2010) el porcentaje es algo mayor, de un 25%. El punto de corte del 10% de la propiedad de la empresa también ha sido el más utilizado en la literatura empresarial (La Porta et al, (1999); Maury, (2006); Pindado et al. (2008)). El 10% es considerado por estos autores como suficientemente alto, para que una familia pueda ejercer el control de la empresa.

- **CONTROL.** El componente de control hace referencia a los derechos y responsabilidades de los miembros de la familia derivados de la propiedad de voto y del gobierno. Maury (2006) estableció una distinción entre el control familiar activo, en el que un miembro familiar se encarga de controlar y supervisar las operaciones del día a día en la empresa por el ejercicio del cargo de director general, y control familiar pasivo. Villalonga y Amit (2006), entre otros, defienden que las empresas familiares surge cuando miembros de una familia desempeñan el cargo de director general o presidente del consejo.

- **DIRECCIÓN.** Otros estudios identifican a la empresa familiar en función del grado de implicación de la familia en la estructura de gestión. Tomando como base este componente, Anderson y Reeb (2003) definen las empresas familiares como aquellas en las que el fundador o un miembro de la familia por sangre o matrimonio es director de la empresa, ya sea individualmente o en grupo. McConaughy et al. (1998) las definen como corporaciones cuyos directores son o bien el fundador o miembro de la familia del fundador. En los estudios, este componente también se ha estudiado conjuntamente con el de propiedad. Por ejemplo, Lee (2006) considera a una empresa como familiar cuando los miembros de una familia son accionistas de la empresa y si estos están presentes en la junta directiva y Miller et al. (2007) definen a la empresa familiar como aquella en la que varios miembros de una misma familia están involucrados como grandes propietarios (5% o más del capital de la empresa) o como directores.

Este enfoque de componentes, será el utilizado para llevar acabo nuestro análisis empírico, con el fin de cumplir los objetivos establecidos en la introducción de este trabajo.

#### 2.4.2 Enfoque de Esencia

Chua, Chrisman y Sharma (1999) también apuntaron, que la mayoría de trabajos sobre la empresa familiar yacían sobre el enfoque de componentes, sobretudo en la dimensión propiedad-dirección. Sin embargo y según la definición teórica propuesta por estos autores, una empresa familiar se distingue de los demás tipos de negocios, no sólo sobre la base de la participación de la familia en la firma, sino por cómo se utilizan estos componentes empresariales para perseguir la visión de la familia. El enfoque basado en los componentes no puede, por sí mismo, distinguir entre dos empresas con el mismo nivel de influencia familiar, cuando una de ellas se considera a sí misma como empresa familiar y otra no.

Por eso, defienden la necesidad del **desarrollo de una definición que recoja la esencia de la familia**, y así poder distinguir tanto en la teoría como en la práctica, la empresa familiar del resto de negocios. Una empresa familiar se distingue no sólo en base a sus componentes, sino en cómo estos son utilizados como vehículo, para cumplir los objetivos de la familia y de la empresa.

Litz (1995) destaca, que si bien las definiciones basadas en la estructura de propiedad, dirección o control, son fácilmente medibles y aplicables, no dejan apreciar las aspiraciones y motivaciones grupales o individuales de cada miembro de la familia, así como las relaciones intraorganizacionales presentes en la empresa. Según este autor, una empresa es considerada familiar cuando la propiedad y dirección están concentradas dentro de una unidad familiar, y además, los miembros de ese grupo se esfuerzan para conseguir, mantener y aumentar las relaciones tanto dentro de la organización como en la familia. Es decir, que está presente también la idea, de mantener y perpetuar a lo largo del tiempo las relaciones entre la familia y la empresa.

### 3. ANÁLISIS DE EMPRESA FAMILIAR

#### Muestra y obtención de datos

La muestra a la hora de realizar el análisis empírico sobre empresas familiares son los datos de las empresas españolas cotizadas para el año 2011 (un total de 176 empresas). De la muestra, se han eliminado las entidades bancarias cotizadas en 2011, debido a la dificultad a la hora de encontrar datos económicos-financieros homogéneos con el resto de compañías analizadas, y también, porque existen numerosos estudios en los que no se incluyen este tipo de negocios debido a su peculiaridad y comportamiento distinto al resto de negocios. En el análisis, también se ha prescindido de otras 40 empresas, debido a la dificultad de obtener datos de su gobierno corporativo para el año 2011, por lo que la muestra total está formada por **134 empresas** cotizadas en ese período. En nuestra base de datos, aparecen datos económicos (activo, deuda, ROE,...), datos sobre estructura del consejo (tamaño del consejo, proporción de ejecutivos, independientes....) y datos sobre la estructura de propiedad (propiedad del principal accionista, concentración de la propiedad,...).

Para la obtención de **datos sobre la estructura del Consejo de Administración** de las empresas se han consultado tanto los Informes Anuales de Gobierno Corporativo (*LAGC*) de cada una de ellas así como las publicaciones disponibles en la Comisión Nacional de Mercado de Valores (*CNMV*), entre ellas el Informe Anual de Gobierno Corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales relativo al periodo 2011, del que se han podido extraer algunos datos de carácter general sobre las empresas cotizadas.

Todos los informes de Gobierno Corporativo, disponen de la misma composición y estructura. Para la revisión de los datos, se han empleado sus dos primeros apartados. El apartado A, hace referencia a la estructura de propiedad de la Sociedad, informando qué personas jurídicas o naturales poseen derechos de voto sobre las acciones de la organización y en qué porcentaje, y si alguno de estos accionistas pertenece al Consejo de Administración. En este epígrafe del documento, también se indican las posibles relaciones familiares, contractuales, comerciales o societarias existentes entre los titulares de participaciones significativas de la organización.

En el apartado B aparece la composición y estructura del Consejo de Administración, con la denominación y número de consejeros que lo componen en cada una de sus categorías: ejecutivos, dominicales, independientes u otros externos.

Con el objetivo de recopilar los **datos económico-financieros** para el análisis, se ha utilizado la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos), en la que se han podido obtener datos para la revisión de las empresas, tales como: la información legal y tipo de cuentas, el tamaño e información del grupo, la clasificación sectorial, el perfil financiero, las cuentas consolidadas, información bursátil o determinados ratios financieros.

### **Objetivo del análisis**

Como hemos comentado en el apartado de Empresa Familiar, numerosos autores defienden la necesidad de definir la empresa familiar mediante una comparación con el resto de sociedades. Por tanto, el análisis va a consistir en aplicar una definición de cada uno de los factores del “**Enfoque de Componentes**”: *propiedad, dirección y control*, y observar, cómo según la definición escogida, varía el número de empresas que pueden ser consideradas como empresas familiares. Vamos a tratar de diferenciar aquellas empresas que son controladas por empresas, instituciones financieras e inversores institucionales de aquellas empresas controladas por personas y /o familias.

Una vez realizada esta distinción, y con los datos existentes, se citarán las diferencias más características entre ambos tipos de organizaciones (familiares y no familiares) y, con ayuda de la literatura académica expuesta en el apartado anterior, comprobar si las conclusiones de los autores coinciden con los resultados obtenidos en nuestro estudio.

La **estructura del análisis**, por tanto, será la siguiente:

1. Revisión general de Gobierno Corporativo de las empresas cotizadas en 2011
2. Primera definición: **Propiedad**. Estudio de la empresa familiar
3. Segunda definición: **Dirección**. Estudio de la empresa familiar
4. Tercera Definición: **Control**. Estudio de la empresa familiar.
5. Definición conjunta. Estudio de la empresa familiar.
6. Empresa familiar: Análisis comparativo y Conclusiones

Los primeros cuatro apartados presentan una estructura común. Se analizará el Consejo de Administración, su tamaño, la tipología de los consejeros, la posible separación de cargos entre presidente y CEO y la distribución del capital. En el quinto apartado se establecerá una definición conjunta de los tres componentes para poder comparar los resultados, tanto económicos como corporativos, con las diferentes conclusiones extraídas de la literatura académica referentes a la empresa familiar. Con los datos obtenidos bajo esta última definición, hemos realizado también un análisis de varianza o ANOVA, para comprobar si existen diferencias significativas de las variables analizadas entre empresas familiares y no familiares.

### **3.1. REVISIÓN DE GOBIERNO CORPORATIVO DE LAS EMPRESAS COTIZADAS**

#### **Tamaño del Consejo**

El tamaño medio del consejo de las 134 sociedades analizadas en 2011 se sitúa en 10,4 miembros, variando entre un mínimo de 1 y un máximo de 22 miembros. En las compañías del IBEX, dicho promedio asciende a 14,4 consejeros y en el resto a 9,5 consejeros. En 2011, el tamaño del consejo se situó entre el mínimo de cinco miembros y el máximo de quince que recomienda el Código Unificado en el 85,2% de las sociedades. Como en años anteriores, los Consejos con más de 15 miembros se concentran mayoritariamente en el IBEX (11 sociedades, frente a 6 en el resto).

El número total de miembros de los consejos de las sociedades cotizadas analizadas asciende a 1394, de los cuales 26,03% pertenecen a empresas del IBEX-35.

#### **Tipología de los consejeros**

El Código Unificado distingue entre consejeros internos (ejecutivos) y externos (dominicales, independientes y otros). Las funciones y características de cada uno de ellos han sido explicadas en el primer apartado sobre Gobierno Corporativo.

- **Consejeros ejecutivos.** El porcentaje medio de consejeros ejecutivos en las empresas analizadas es de 18,15%

- **Consejeros externos.** El porcentaje medio de consejeros externos (dominicales, independientes y otros externos) en el año 2011 se sitúa en el 81,85%. En las compañías del IBEX, esta proporción asciende al 85,65%. Un 94% de las sociedades cotizadas mantiene una mayoría de consejeros externos en sus consejos.
- **Consejeros independientes.** En promedio, el 31,12% de los consejeros de las empresas analizadas son independientes; la cifra en las empresas del IBEX-35 asciende a 40,18%.

### **Distribución de Capital**

En promedio, el porcentaje de capital correspondiente a los miembros del Consejo de Administración de las empresas analizadas es de un 30%, siendo esta cifra de 14,82% en las empresas del IBEX-35.

La propiedad perteneciente a los consejeros ejecutivos es de 9,43% en promedio y de un 2,34% en el IBEX-35.

La suma de las participaciones de los accionistas que poseen un 5% o más de la propiedad es de un 58,24%, siendo menor la cifra en las empresas del IBEX-35 (48,99%) que en el resto (60,52%). Esto refleja que la concentración de la propiedad es mayor en las empresas que no pertenecen al IBEX-35.

### **Presidente del Consejo**

Un tema recurrente en las discusiones sobre las prácticas de buen gobierno es también, la conveniencia de separar o no los cargos de presidente del consejo y de primer ejecutivo.

De las 134 empresas analizadas, en 62 empresas existe separación de cargo entre el presidente y el consejero delegado (35,22%). De las empresas analizadas del IBEX-35, en 7 existe esta separación. En el 56,8% de las sociedades controladas por accionistas significativos el presidente es, además, el primer ejecutivo.

### 3.2 PROPIEDAD. ESTUDIO DE LA EMPRESA FAMILIAR

Como hemos comentado en el apartado de Empresa Familiar, la mayoría de los autores de la literatura académica establecen el 10% de la propiedad de la empresa como punto de corte para considerar a una empresa como familiar o no. Debido a esto, a la hora de realizar el análisis, consideramos que cuando un individuo o familia es el máximo accionista de una empresa, con un porcentaje de propiedad igual o superior al 10 por ciento de la propiedad de ésta, la empresa puede catalogarse como familiar.

**Definición:** “Una empresa es considerada familiar cuando el principal accionista es un individuo o familia y posee al menos un 10% del capital de la empresa” (La Porta et al, 1999).

En nuestra base de datos hemos creado por tanto tres variables ficticias, una para determinar si el máximo accionista es un individuo/familia o no, otra para conocer si el principal accionista dispone de un nivel de propiedad mayor de 10%, y una última *variable dummy* (Propiedad) que toma el valor 1 cuando las dos restricciones anteriores se cumplen y 0 cuando no. A la hora de realizar el análisis acorde a esta definición, hemos de realizar la siguiente aclaración.

Poniendo como ejemplo a la empresa ***Acciona S.A***, comprobamos que su mayor accionista es la empresa *Tussen de Grachten BV* con un 25,051% de derecho de voto sobre las acciones. Sin embargo, en el *apartado A.4 de su Informe sobre Gobierno Corporativo*, aparece que los socios de participaciones significativas de *Tussen de Grachten BV* y *Entreazca BV* forman parte del grupo familiar de los descendientes de José Entrecanales Ibarra, por lo que atendiendo a esta definición de propiedad, consideramos a ***Acciona S.A*** como empresa familiar.

Es el mismo caso, por ejemplo, de ***Bodegas Bilbaínas S.A***, cuyo máximo accionista es *DUCDE SA* con un 88%, empresa que pertenece a la empresa familiar *Grupo Codorníu*, por lo que bajo este criterio consideramos a *Bodegas Bilbaínas S.A* como empresa familiar. O como sucede también en el caso de la empresa ***Obrascón Huarte Lain***, que está participada en un 60% por Inmobiliaria Espacio SA, de la que un 44,408% corresponde al *Grupo familiar Villar Mir*.

Por tanto, hemos de indicar que sujetos a esta definición, no hemos comprobado únicamente si el principal accionista de una empresa es un individuo o familia, sino que también, en el caso de que fuera otra sociedad, comprobar si ésta puede ser familiar o no y cómo esto puede afectar a la empresa cotizada principal.

Bajo esta definición de propiedad, de la muestra de 134 empresas cotizadas en el año 2011, obtenemos 50 **empresas familiares EF** (6 pertenecientes al IBEX-35) y 84 **empresas no familiares ENF** (20 del IBEX-35). Es decir, un 37% de las empresas son familiares y el resto, un 63%, no lo son.

Gracias a nuestro análisis, podemos extraer la siguiente información sobre el Gobierno Corporativo de estas empresas.

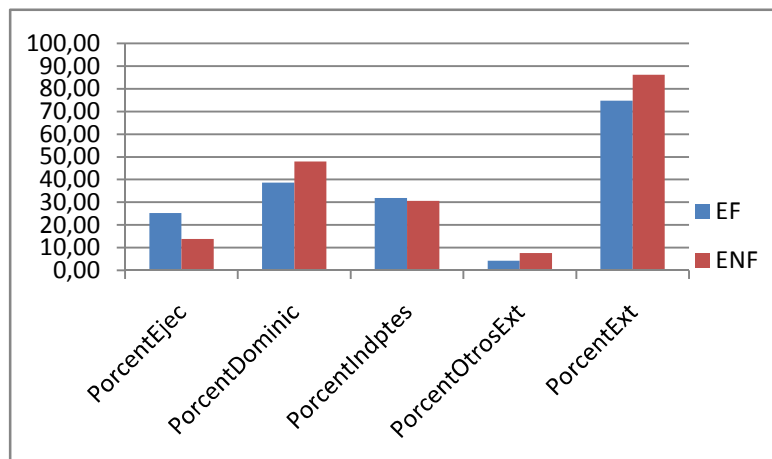
### **Tamaño del Consejo de Administración**

En promedio, el tamaño del Consejo de Administración de las empresas familiares EF (9,26 consejeros) es menor que en las empresas no familiares (11,08 consejeros). El máximo de consejeros en las empresas familiares es de 18 Consejeros (*Fomento Construcciones y Contratas*) y el mínimo de 4.

El número total de miembros de los consejos de las sociedades cotizadas consideradas como familiares es de 463, de las cuales 17,06% pertenecen a empresas del IBEX-35 y 82,94% al resto.

### **Tipología de los consejeros**

- **Consejeros ejecutivos.** Las empresas familiares disponen de un mayor número de este tipo de consejeros (25,19%) frente al resto de empresas (13,82%).
- **Consejeros externos.** El número de consejeros externos en 2011 es inferior en las empresas familiares (74,81%) que en el resto (86,18%).
- **Consejeros independientes.** El porcentaje de consejeros independientes es similar en ambos tipos de empresas, alrededor del 31%, por lo que en este tipo de consejeros no se observa una diferencia relevante.



*Gráfico 1. Comparación de tipos de consejeros entre EF y ENF (En %)*

### **Distribución de Capital**

En promedio, el porcentaje de capital correspondiente a los miembros del Consejo de Administración de las empresas analizadas es de un 44,1% en las empresas familiares y de un 21,47% en el resto de empresas.

Con respecto a la propiedad perteneciente a los consejeros ejecutivos, la propiedad en las empresas familiares es en promedio de un 22,86%, percibiéndose una notable diferencia con el resto de empresas, en el que la propiedad es de un 1,76%.

Por último, la suma de las participaciones de los accionistas que poseen un 5% o más de la propiedad es de un 64,56% en las empresas familiares y de un 54,76% en las empresas no familiares. La concentración máxima de propiedad en las empresas familiares es de 99,49%, ya que Manuel Manrique Cecilia es prácticamente el propietario de la totalidad de *Testa Inmuebles SA*.

### **Presidente del Consejo**

Un tema recurrente en las discusiones sobre las prácticas de buen gobierno es la conveniencia de separar o no los cargos de presidente del consejo y de primer ejecutivo. La literatura de gobierno corporativo define el concepto de dualidad como el caso en el cual el Presidente del Consejo de Administración y el máximo Ejecutivo de la empresa son la misma persona. Una de las buenas prácticas promovidas en el “Código Unificado del Buen Gobierno de las Sociedad Cotizadas” es la separación de funciones entre el

Presidente del Consejo de Administración y el máximo Ejecutivo de la empresa, ya que ésta aumenta el grado de independencia del Consejo.

De las 51 empresas consideradas como familiares, en 22 de ellas hay una separación entre presidente y Consejero Delegado (43,13%). En las no familiares, el porcentaje es menor (32%). Observamos por tanto, que menos de la mitad de las empresas analizadas, tanto familiares como no familiares, no cumplen esta recomendación de separación de cargos entre Presidente y Consejero Delegado en el órgano de administración.

### 3.3 CONTROL. ESTUDIO DE LA EMPRESA FAMILIAR

Como hemos comentado en el epígrafe sobre empresa familiar, el componente de control hace referencia a los derechos y responsabilidades de los miembros de la familia dentro del Consejo de Administración. Por tanto, la definición utilizada en este apartado para el análisis de las empresas cotizadas es el siguiente:

**Definición:** *“Los miembros de una familia ocupan el cargo de Presidente o de Consejero Delegado dentro del Consejo de Administración de una empresa”* (Villalonga y Amit, 2006).

En este apartado también hemos de remarcar algunas condiciones y procesos que hemos utilizado para realizar el análisis. En nuestra base de datos, hemos creado una *variable dummy* (Control), que toma valor 1 cuando en un Consejo de Administración en el que aparecen varios miembros de una misma familia, uno de ellos toma el cargo de Presidente, Consejero Delegado o ambos dos en el caso de que el cargo no estuviera separado. En caso contrario, la variable toma valor 0. Hemos considerado que el número de miembros mínimos de una misma familia presentes en el consejo, sea de 2 individuos, ya que hay otras empresas en las que sólo hay un individuo.

En este apartado, no hemos considerado el factor Propiedad que sí hemos tenido en cuenta en el análisis de las empresas del apartado anterior. Poniendo como ejemplo a la empresa **Europac SA** (Papeles y Cartones de Europa SA), su mayor accionista es la empresa Harpalus S.L, poseedora de un 40,028 de los derechos de voto sobre las

acciones. Sin embargo, en el Consejo de Administración de **Europac SA** hay tres miembros de una misma familia (José Miguel Isidro Rincón (*Presidente*), Enrique Isidro Rincón (*Consejero Delegado*) y Fernando Isidro Rincón). La propiedad conjunta de los 3 no llega al 1%, pero pese a ello, satisface las condiciones de la definición propuesta y por tanto, la *variable dummy* toma valor 1.

Hay otros casos de empresas analizadas que han presentado un mayor grado de complejidad en su estructura accionarial y corporativa, por lo que se ha tenido que proceder a revisar varios de los apartados de su Informe sobre Gobierno Corporativo mencionados en el apartado de “*Muestra y obtención de datos*”, a la hora de recopilar información para su clasificación como empresa familiar. Entre ellas se encuentra la empresa **Martinsa-Fadesa SA**. Su máximo accionista, a través de derechos de voto indirectos mediante tres empresas diferentes es Fernando Martín Álvarez. Ocupa también el cargo de Presidente del Consejo y su hijo, Fernando Martínez del Agua, es consejero en éste órgano de administración. A su vez, en la empresa existe una segunda familia que puede ejercer una cierta influencia. Los hermanos Jesús y Jaime Salazar Bello, están representados en la empresa a través de *Task Arenal SL* y *Task Dolozas SL*, y forman parte del Consejo de Administración como consejeros. En esta empresa, donde existe una cierta influencia por parte de dos familias, la *variable dummy* también toma valor 1.

Como hemos comentado, existen empresas donde una sola persona ocupa el cargo de presidente y consejero delegado, como ocurre por ejemplo en **Acciona SA** (*José Manuel Entrecanales Domecq*), y otras organizaciones, donde sí existe separación de cargos, y ambos están ocupados por miembros de una misma familia, como ocurre en **SA Ronsa**, donde la máxima accionista es CEO y una familiar suya ocupa el cargo de presidente del consejo.

Tomando como referencia la definición de control, obtenemos que de la muestra, 60 empresas pueden ser consideradas como **EF** (44,76%), 7 de ellas pertenecientes al IBEX-35, y 74 empresas como no familiares **ENF** (55,24%).

## Tamaño de Consejo

En promedio, el tamaño del Consejo de Administración de las empresas familiares EF (8,88 consejeros) es menor que en las empresas no familiares (11,66 consejeros). El máximo de consejeros en las empresas familiares es de 18 Consejeros (*Promotora de Informaciones SA*) y un mínimo de 4, al igual que en la definición de propiedad.

El número total de miembros de los consejos de las sociedades cotizadas consideradas como familiares es de 533, de las cuales 15,75% pertenecen a empresas del IBEX-35 y 84,25% al resto.

## Tipología de los consejeros

- **Consejeros ejecutivos.** Las empresas familiares disponen de un mayor número de este tipo de consejeros (25,12%) frente al resto de empresas (12,61%).
- **Consejeros externos.** El número de consejeros externos en 2011 es inferior en las empresas familiares (74,88%) que en el resto (87,39%).
- **Consejeros independientes.** El porcentaje de consejeros independientes en las empresas familiares es de 32,22% mientras que en el resto este porcentaje se sitúa en el 30,27%.

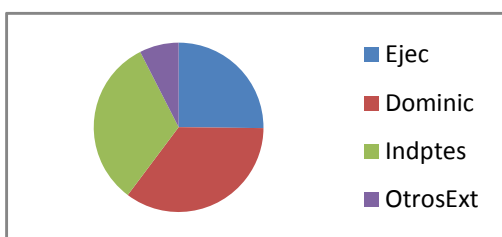


Gráfico 2.1. Representación de los tipos de consejeros (en %) en empresas familiares.

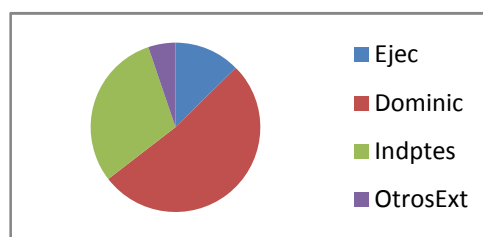


Gráfico 2.2. Representación de los tipos de consejeros (en %) en empresas no familiares.

### **Distribución de Capital**

En promedio, el porcentaje de capital correspondiente a los miembros del Consejo de Administración de las empresas analizadas es de un 37,24% en las empresas familiares y de un 23,5% en el resto de empresas.

Con respecto a la propiedad perteneciente a los consejeros ejecutivos, la propiedad en las empresas familiares es en promedio de un 19,53%, percibiéndose una notable diferencia con el resto de empresas, en el que la propiedad es de un 1,52%.

Por último, la suma de las participaciones de los accionistas que poseen un 5% o más de la propiedad es de un 60,47% en las empresas familiares y de un 56,29% en las empresas no familiares.

### **Presidente del Consejo**

De las 60 empresas consideradas como familiares bajo esta definición, en 22 de ellas (36,67%) existe separación de cargos entre presidente y consejero delegado.

## **3.4 DIRECCIÓN. ESTUDIO DE LA EMPRESA FAMILIAR**

Por último, realizamos el análisis de las empresas bajo el tercer componente de dirección. Este apartado va a ser menos restrictivo que el de control, ya que en esta ocasión no va a ser necesario que miembros de la familia ocupen el cargo de Presidente o CEO. En este apartado, vamos a seguir la siguiente definición.

**Definición:** *“Una empresa es considerada como familiar, cuando los miembros de una familia son accionistas de la empresa y si estos están presentes en el consejo de administración”* (Lee, 2006).

Esta definición es menos restrictiva que la del componente de control, ya que no es necesario que los miembros familiares dentro del consejo ocupen un cargo de mayor responsabilidad. En este caso simplemente se presta atención a si los miembros de la familia son simultáneamente accionistas y consejeros. Bajo este componente de

dirección, de la muestra de 134 empresas obtenemos 70 empresas familiares (52,23% sobre el total), y 64 empresas no familiares, (un 47,77% de la muestra).

### **Tamaño del Consejo de Administración**

En promedio, el tamaño del Consejo de Administración de las empresas familiares EF (9,16 consejeros) es menor que en las empresas no familiares (11,77 consejeros). El máximo de consejeros en las empresas familiares es de 19 Consejeros (*Inmobiliaria del Sur*) y el mínimo de 4.

El número total de miembros de los consejos de las sociedades cotizadas consideradas como familiares es de 641, de las cuales 13,1% pertenecen a empresas del IBEX-35 y 86,9% al resto.

### **Tipología de los consejeros**

- **Consejeros ejecutivos.** Las empresas familiares disponen de un mayor número de este tipo de consejeros (23,17%) frente al resto de empresas (12,79%).
- **Consejeros externos.** El número de consejeros externos en 2011 es inferior en las empresas familiares (76,83%) que en el resto (87,21%).
- **Consejeros independientes.** El porcentaje de consejeros independientes es similar en ambos tipos de empresas, alrededor del 31%, por lo que en este tipo de consejeros no se observa una diferencia relevante. (EF 31,42% y ENF 30,84%)

### **Distribución de Capital**

Bajo la definición de dirección, el porcentaje medio de capital correspondiente a los miembros del Consejo de Administración de las empresas analizadas es de un 37,95% en las empresas familiares y de un 20,58% en el resto de empresas.

Los consejeros ejecutivos disponen de un porcentaje medio de 17,09%, mientras que el porcentaje en el resto de empresas sigue siendo muy reducido, en torno al 1,3%.

Analizando, para acabar, nuestra medida de concentración de la propiedad en las empresas, el porcentaje en las empresas familiares se sitúa en un 62,92% en las empresas familiares, mientras que en el resto de empresas la cifra es de 53,07%.

### **Presidente del Consejo**

En las empresas familiares obtenidas tras aplicar la definición, existe un porcentaje de 42,85% (30 empresas), en las que existe una separación de cargos dentro del Consejo de Administración entre el Presidente y el Consejero Delegado. En las no familiares, el porcentaje tampoco llega a la mitad de las empresas, representando éste el 48,43% del total.

## **3.5 DEFINICIÓN CONJUNTA. ESTUDIO DE LA EMPRESA FAMILIAR**

Una vez analizada la muestra de empresas atendiendo a cada uno de los componentes por separado, se ha considerado necesario realizar un análisis tomando como base una definición conjunta de las tres anteriores. Es decir, analizando la muestra estableciendo los tres criterios de propiedad, control y dirección.

- **Definición.** *Una empresa es familiar, cuando una familia o miembros de la familia sean los máximos accionistas de la empresa con un porcentaje superior al 10 por ciento de los derechos de voto sobre las acciones, y que a la vez formen parte del consejo de administración como presidente o consejero delegado.*

Para ello, revisaremos las tres *variables dummy* de cada uno de los apartados anteriores y crearemos una nueva variable ficticia, que tomará el valor 1 cuando las otras tres variables ficticias tomen como valor la unidad, y tomará valor 0 cuando al menos una condición de las tres no se cumpla.

Bajo esta definición conjunta, pueden considerarse como familiares 38 empresas de la muestra (28,35%) mientras que un 71,65% (96 empresas) se catalogan como no familiares.

### **Tamaño del Consejo de Administración**

En promedio, el tamaño del Consejo de Administración de las empresas familiares EF (8,24 consejeros) es menor que en las empresas no familiares (11,26 consejeros). El máximo de consejeros en las empresas familiares es de 14 Consejeros (*Grupo Empresarial San José SA*) y el mínimo de 4. El número de consejeros más repetido que conforma un consejo de administración es de 8. Todas las empresas consideradas de ámbito familiar, muestran un tamaño de entre 5 y 15 consejeros, tal y como recomienda el Código de Buen Gobierno, incluidas, las pertenecientes al IBEX-35.

El número total de miembros de los consejos de las sociedades cotizadas consideradas como familiares es de 313, de las que 14,7% son consejeros pertenecientes a las 4 empresas del IBEX-35 (*ACCIONA SA, Industria de Diseño Textil, Obrascón Huarte Lain, Técnicas Reunidas SA*).

### **Tipología de los consejeros**

- **Consejeros ejecutivos.** Las empresas familiares disponen de un mayor número de este tipo de consejeros (28,98%) frente al resto de empresas (13,95%).
- **Consejeros externos.** El número de consejeros externos en 2011 es inferior en las empresas familiares (71,02%) que en el resto (86,05%).
- **Consejeros independientes.** El porcentaje promedio de consejeros independientes en las 38 empresas familiares es de 33,35% y el del resto 30,27%

### **Distribución de Capital**

Esta definición conjunta, establece un porcentaje medio de capital correspondiente a los miembros del Consejo de Administración en un 44,72% en las empresas familiares y en un 23,69% en el resto de empresas.

Los consejeros ejecutivos disponen de un porcentaje medio de 29,6%, mientras que el porcentaje en el resto de empresas sigue siendo muy reducido, en torno al 1,87%.

Si finalmente se analiza la medida de concentración de la propiedad en las empresas, se observa que el porcentaje en las empresas familiares se sitúa en un 62,66%, mientras que en el resto de empresas la cifra es de 56,48%.

### **Presidente del Consejo**

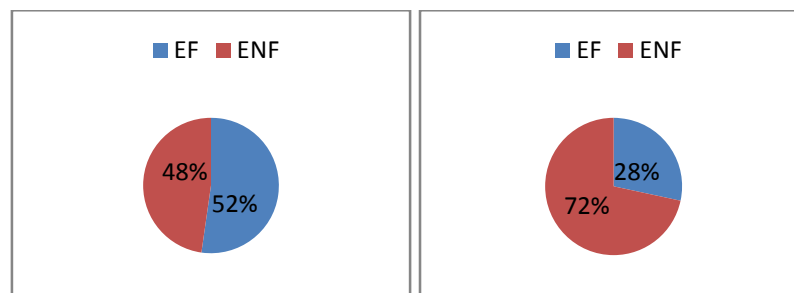
En las empresas familiares obtenidas tras aplicar la definición existen 14 empresas en la que están separados los cargos (36,84%) en las empresas familiares mientras que en un 48,95% de las no familiares existe separación de cargos.

### 3.6 ANÁLISIS COMPARATIVO

#### Estructura del Consejo

Con las informaciones y datos recopilados bajo esta última definición de empresa familiar, que engloba los tres componentes, procedemos a establecer **conclusiones** y a relacionarlas con estudios académicos mencionados en la introducción y en el apartado de la empresa familiar de nuestro Proyecto.

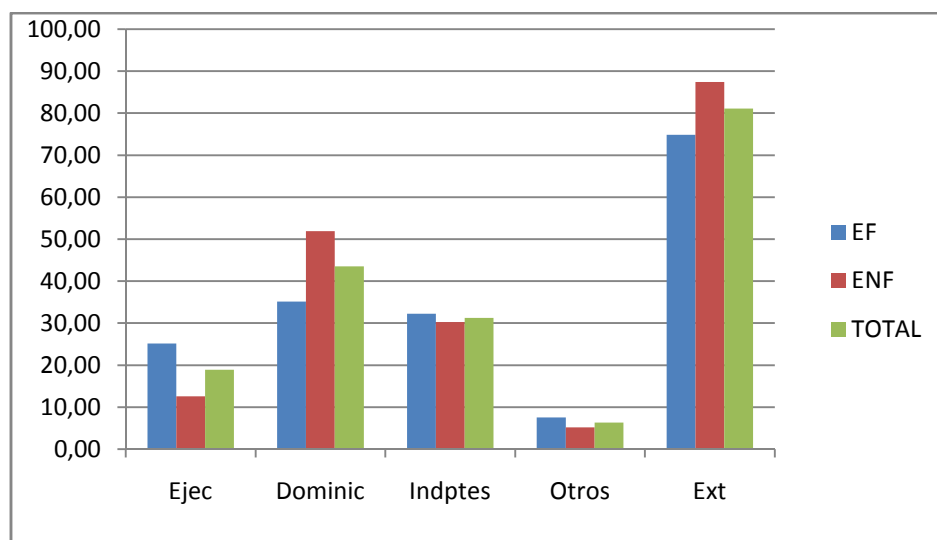
En relación a las definiciones de empresa familiar, observamos que bajo las definiciones de dirección y control, se obtienen prácticamente el mismo número de empresas familiares y no familiares, mientras que tanto en la definición de propiedad como en la conjunta, el número de empresas consideradas como familiares se reduce significativamente. Por tanto podemos confirmar que según la definición escogida, el número de empresas familiares puede variar considerablemente.



*Gráfico 3.1. Comparación de empresas Familiares y no familiares bajo la definición de dirección (menos restrictiva)*

*Gráfico 3.2. Comparación de empresas familiares y no familiares bajo la definición conjunta (más restrictiva)*

Dentro del ámbito del gobierno corporativo, podemos analizar y comparar los porcentajes de los tipos de consejeros presentes en el Consejo de Administración, bajo la definición vista en el apartado de la definición conjunta de empresa familiar (gráfico 4).



*Gráfico 4. Porcentaje de consejeros de cada tipo en los Consejos de Administración de las empresas familiares y no familiares.*

Con el objetivo de detectar si las diferencias observadas en las distintas variables, entre la muestra de empresas familiares y la muestra de empresas no familiares, son significativas estadísticamente, se ha llevado a cabo un análisis de comparación de medias a través del análisis ANOVA<sup>1</sup>.

En relación al **tamaño del consejo**, nuestro análisis expone que las empresas familiares establecen de manera significativa consejos de un menor tamaño en comparación con las empresas no familiares (8.24 frente a 11.26).

En relación a la composición de los consejos, observando la gráfica y los datos analizados, comprobamos que el número de consejeros externos en promedio es muy superior al de consejeros ejecutivos en el órgano de administración para ambos tipos de organizaciones. No obstante, el porcentaje de consejeros externos es superior en las empresas no familiares (86.05%) frente a las familiares (71.02%), lo que implica que el porcentaje de ejecutivos sea superior en este último tipo de empresas (28.98% de consejeros ejecutivos en las empresas familiares frente a un 13.95% en la no familiares), siendo todas estas, diferencias estadísticas significativamente. Que en las empresas familiares haya mayor **proporción de consejeros ejecutivos** que en las no familiares parece satisfacer su propia definición, ya que los miembros ejecutivos o internos,

<sup>1</sup> Los resultados de dichos análisis ANOVA se incluyen en el Anexo.

además de ser miembros del consejo de administración intervienen en la actividad diaria de la compañía, lo que suele ser más frecuente en empresas familiares, donde en muchas ocasiones los consejeros ejecutivos son los propios miembros de la familia. Esta mayor proporción de consejeros ejecutivos en las empresas familiares también tiene su reflejo en la estructura de propiedad, de modo que también podemos apreciar la gran diferencia existente en la propiedad de los consejeros ejecutivos entre empresas familiares y no familiares, que alcanza un 29,6% de promedio en las empresas familiares y no llega al 2% en el resto de empresas no familiares (diferencias estadísticamente significativas). Por tanto, se observa que en las empresas familiares, los miembros de la familia ocupan cargos en el consejo como miembros ejecutivos y a su vez son accionistas de la sociedad. Observamos, que en las empresas familiares, los consejeros ejecutivos tienen en promedio, mayor porcentaje de propiedad de las empresas que en las no familiares, y que además, la proporción de consejeros ejecutivos es mayor en las EF que en las ENF.

Como hemos visto en la teoría de agencia, existe una necesidad en las empresas familiares de que la influencia de la familia sea compensada con una estructura directiva que limite la amenaza existente para los accionistas no familiares de la empresa. Debido a esto, accionistas externos pueden solicitar el nombramiento en el consejo de personas independientes para proteger sus intereses, por lo que es de esperar que por esta razón, **en las empresas familiares haya un mayor número de consejeros independientes que consejeros dominicales** (Anderson y Reeb (2004); Bammens et al (2011)). Sin embargo, dentro de los consejeros externos, observamos que si bien en las empresas no familiares existe una amplia brecha entre los porcentajes promedios de los consejeros dominicales e independientes (en torno al 20%: 49.06% de dominicales frente a un 30.27% de independientes), la proporción en las empresas familiares es muy similar, estando en ambos casos alrededor del 30% (32.67% de dominicales y 30.27% de independientes), por lo que basándonos en nuestro análisis, podemos apreciar que esta idea de la literatura no se ve reflejada en nuestra muestra, ya que el número de consejeros de ambos tipos es bastante similar, lo que podría llevarnos a pensar si realmente los intereses de los accionistas que no son miembros de la familia están correctamente protegidos.

Por tanto, con el análisis de este apartado, podemos confirmar la **Hipótesis 1** (menor proporción de consejeros externos en las empresas familiares), mientras que se rechaza la **Hipótesis 2**, ya que no existen diferencias significativas en la proporción de consejeros independientes entre las empresas familiares y las no familiares.

### **Tamaño y edad de la empresa**

Para un gran número de empresas familiares, uno de sus principales objetivos es mantener y mejorar el estilo de vida de los propietarios y suministrar empleo al resto de miembros de la familia. Por esto, según Daily y Dollinger (1993), las empresas familiares pueden ser aversas a un crecimiento significativo de la empresa, debido a que esto puede ocasionar una erosión de la propiedad o dirección familiar. De aquí, podemos extraer otra hipótesis:

- Hipótesis 3. El tamaño de las empresas familiares es menor que el tamaño de las empresas no familiares.

En nuestro análisis, para estimar el tamaño de una empresa, hemos tenido en cuenta el activo de cada una de las empresas. Realizada la distinción de empresa familiar con el resto de negocios, hemos considerado como empresas grandes, aquellas cuyos activos sobrepasan el valor del promedio, y como empresas pequeñas las que no.

El número total de empresas que superan el promedio de activos es de 19, siendo 3 empresas familiares y pertenecientes al IBEX-35 (*Inditex*, *Obrascon Huarte Lain* y *ACCIONA SA*) y 16 no familiares. Con respecto a las empresas pequeñas, 35 empresas son familiares y 80 no familiares. Por tanto, del total de empresas familiares (38), consideramos como empresas grandes sólo al 7,9% y de las empresas no familiares (96), el porcentaje de empresas grandes es 16,67%, lo que nos llevaría a apoyar la hipótesis 3. No obstante, teniendo en cuenta el tamaño promedio de las empresas de cada submuestra (6.412.767,94 en las no familiares y 1.030.800,16 en las familiares) y a partir del análisis ANOVA realizado, no podemos afirmar que dichas diferencias sean distintas estadísticamente, lo que nos llevaría a rechazar la hipótesis 3.

En las empresas familiares cuyo activo supera el promedio, la edad media de las empresas desde su fundación es de 74,24, superior a aquellas empresas consideradas como pequeñas, en donde la edad media es de 37,56. En las empresas no familiares, la edad media de las empresas grandes es aproximadamente 12 años mayor que las empresas pequeñas.

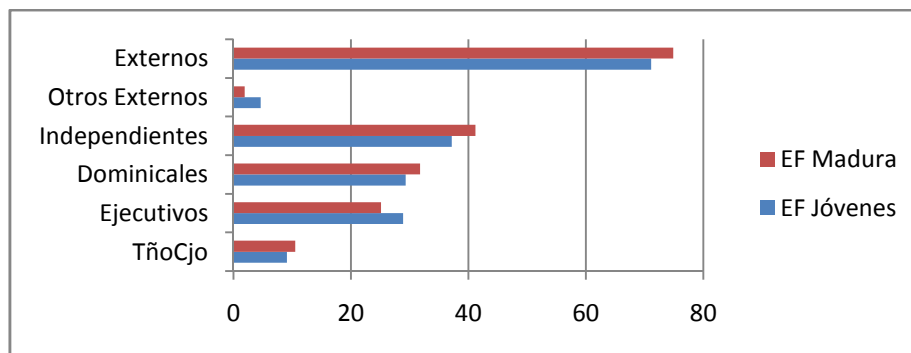
Boone et al. (2007) defienden que conforme una empresa crece (se vuelve más compleja) demanda mayores servicios especializados del consejo y que por tanto aumenta el número de consejeros externos. Estos autores también señalan que las organizaciones más complejas suelen ser las de mayor edad, por lo que se espera **una relación positiva entre la edad de la compañía, el tamaño del consejo y la proporción de consejeros externos**, tal y como se constata también en los estudios de Yang et al. (2004) y Linck et al. (2008).

- Hipótesis 4. Existe una relación positiva entre la edad de la compañía, el tamaño del consejo y la proporción de consejeros externos.

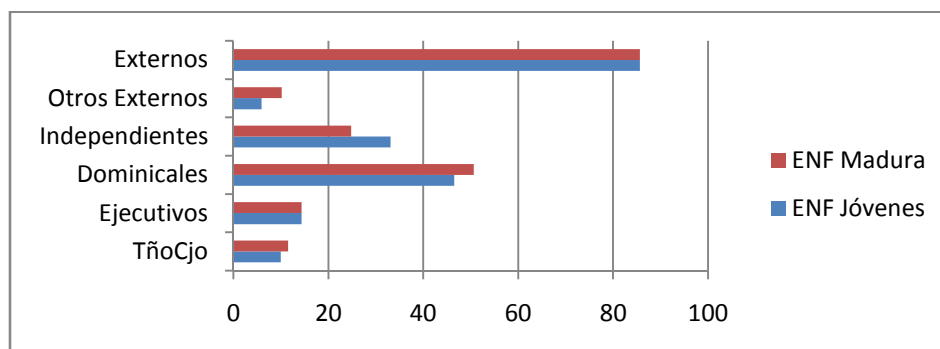
Para confirmar esta conclusión, hemos dividido la muestra en cuartiles según la edad de las compañías, y se ha examinado la posible existencia de diferencias significativas en el tamaño y la composición de los consejos.

La empresa de fundación más reciente en nuestra muestra es *Vértice 360° SA*, con 5,09 años de edad y el límite del primer cuartil es 24,8 años. Estas empresas las consideramos como jóvenes. El último cuartil va desde los 67,14 años, hasta la edad de la empresa más antigua, que es 112 años (*Tubos Reunidos SA*). Estas empresas las consideramos como maduras.

El análisis de la muestra nos proporciona los siguientes resultados:



*Gráfico 5.1. Comparación de tipos de consejeros en las empresas familiares maduras y jóvenes (en %)*



*Gráfica 5.2. Comparación de tipos de consejeros en las empresas no familiares maduras y jóvenes (en %)*

Las evidencias obtenidas en el análisis realizado señalan la existencia de diferencias en el tamaño medio de los consejos entre las empresas del primer cuartil (en torno a 9 consejeros) y las pertenecientes al último cuartil (casi 11 consejeros de media), lo que indica que aquellas empresas más maduras requieren un mayor número de consejeros para llevar a cabo la función de asesoramiento de un modo eficaz.

Con los datos anteriores podemos confirmar que existe una relación positiva entre la edad de la compañía y el tamaño del Consejo, pero sólo en el caso de las empresas familiares se observa un mayor porcentaje de consejeros externos en las empresas maduras que en las jóvenes, por lo que aceptaríamos parcialmente la hipótesis 4.

En cuanto al resto de datos, en las empresas familiares observamos que la proporción de consejeros independientes y dominicales es mayor en las empresas maduras que en las jóvenes, por lo que el número de consejeros externos es mayor en las empresas maduras que en las de menor edad. En las empresas no familiares, tanto la proporción de consejeros ejecutivos como la de consejeros externos es la misma en las empresas

jóvenes y maduras observándose un menor porcentaje de independientes en las empresas más maduras.

Tras este análisis, podemos confirmar parcialmente la relación positiva entre la edad de la compañía, el tamaño del Consejo y la proporción de consejeros externos (**Hipótesis 4**). Sin embargo, las diferencias de tamaño entre empresa familiar y no familiar no son significativas, por lo que se rechaza la **Hipótesis 3**.

### **Estructura de propiedad**

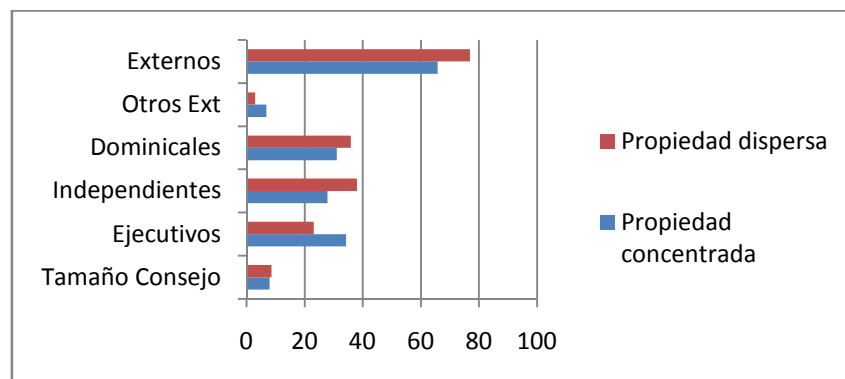
Otro aspecto importante es la estructura de propiedad de las compañías, y concretamente, una de las variables de interés a analizar es la concentración de la propiedad. Li (1994), indica que una alta concentración de la propiedad conduce a que el propietario pueda controlar mejor la gestión de los directivos y por tanto, es menos necesaria la labor de supervisión del consejo. En base a esta idea, Arthur (2011) defiende que la proporción de consejeros externos es menor en aquellas empresas en las que la propiedad está más concentrada.

- Hipótesis 5. Cuanto mayor es la concentración de la propiedad, menor es la proporción de consejeros externos.

Para poder estudiar esta idea en nuestro análisis, hemos realizado la suma de las participaciones de los accionistas que poseen un 5% o más de la propiedad en cada empresa, y lo hemos utilizado como medida de concentración de la propiedad. Teniendo en cuenta los tres componentes de propiedad, control y dirección, en nuestro análisis hemos obtenido que la concentración de la propiedad media en las empresas familiares es de 62,66% mientras que en el resto de empresas el porcentaje se sitúa en un 56,48%, siendo estas diferencias estadísticamente no significativas. La media, por su parte, independientemente de si las empresas son familiares o no, es de 59,57%.

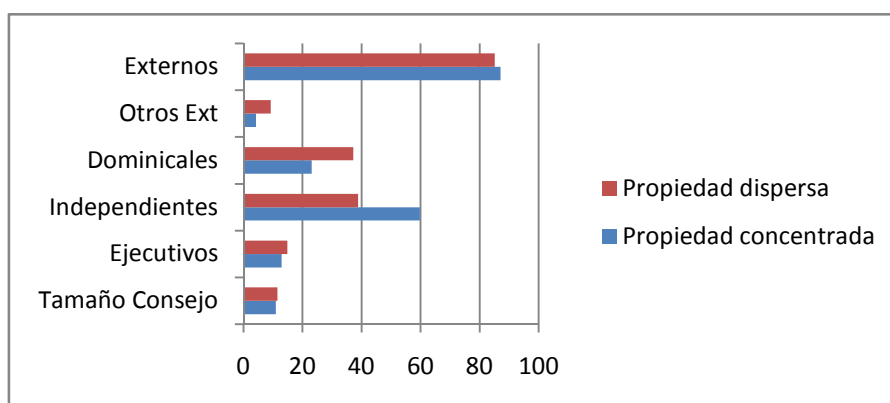
Tomando como base el porcentaje promedio de concentración de nuestro estudio, el 59,57%, hemos creado una variable que toma valor 1, cuando la concentración es superior a ese porcentaje y 0 cuando es menor, y a la vez, hemos realizado la distinción en base a esta definición conjunta entre empresas familiares y no familiares. Una vez realizado este análisis, hemos realizado un estudio del porcentaje de los tipos de

consejeros y del tamaño del consejo. De las 134 empresas que componen el análisis, 67 tienen una concentración superior al promedio, de las cuales 20 (29,85%) son consideradas como empresas familiares y 47 (70,15%) como no familiares.



*Gráfico 6.1. Porcentaje de consejeros y Tamaño del Consejo de las empresas familiares en función de la concentración de la propiedad*

Observamos que en las empresas familiares se cumplen las conclusiones de los estudios, que proponen la existencia de **una relación inversa entre concentración de la propiedad y número de consejeros externos**. En aquellas empresas familiares donde la propiedad está dispersa, el porcentaje de consejeros externos es de 76,84% mientras que en las empresas donde la concentración de la propiedad es superior de la media, el porcentaje se sitúa en un 65,78%. (Jensen y Meckling 1976)).



*Gráfica 6.2. Porcentaje de consejeros y Tamaño del Consejo de las empresas no familiares en función de la concentración de la propiedad*

En las empresas no familiares, no ocurre lo mismo. Como observamos en la gráfica 6.2, en las empresas no familiares con propiedad dispersa hay menor número de consejeros externos que en las empresas con la propiedad concentrada, si bien la diferencia no es muy relevante (menor al 2%).

En la empresa familiar, por tanto, sí que podemos confirmar esta relación inversa entre concentración de propiedad y número de consejeros externos. **Hipótesis 5**

### Análisis según sectores

- Hipótesis 6. Las características de la industria a la que pertenece la empresa pueden influir en el tamaño y la composición de los consejos de administración.

En nuestro estudio, hemos agrupado a las empresas según su CNAE, en diez tipos de sectores. Su estructura de gobierno, distinguiendo entre empresas familiares y no familiares, es la siguiente:

	MUESTRA	Tamaño Consejo	% Ejecutivos	% Independiente	% Dominicales	%Otros	% Externos
SECTOR 1	10,00	7,40	24,32%	37,84%	33,78%	4,05%	75,68%
SECTOR 2	-	-	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
SECTOR 3	1,00	10,00	10,00%	30,00%	60,00%	0,00%	90,00%
SECTOR 4	5,00	10,00	22,00%	40,00%	36,00%	2,00%	78,00%
SECTOR 5	5,00	13,25	16,60%	37,74%	25,66%	7,55%	70,94%
SECTOR 6	-	-	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
SECTOR 7	9,00	6,11	40,01%	27,28%	27,28%	5,46%	60,01%
SECTOR 8	-	-	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
SECTOR 9	7,00	8,71	24,59%	29,51%	39,34%	6,56%	75,41%
SECTOR 10	1,00	5,00	60,00%	20,00%	20,00%	0,00%	40,00%

Gráfico 7.1. Empresas familiares según Sector (Promedio). Sector 1: Actividades inmobiliarias y de alquiler; Sector 2: Intermediación financiera; Sector 3: Transportes y comunicaciones; Sector 4: Comercio y hostelería; Sector 5: Construcción; Sector 6: Producción y distribución de electricidad, gas y agua; Sector 7: Industria manufacturera; Sector 8: Extracción de minerales, agricultura, ganadería y caza; Sector 9: Otras actividades empresariales (Actividades jurídicas, estudios mercado, asesoramiento empresarial, relaciones públicas...) Sector 10: Actividades de servicio personal, recreativas, culturales, deportivas y sanitarias.

	MUESTRA	Tamaño Consejo	% Ejecutivos	% Independiente	% Dominicales	%Otros	% Externos
SECTOR 1	13	10,38	14,07%	53,33%	22,96%	9,63%	85,93%
SECTOR 2	5	10,20	7,84%	66,67%	23,53%	1,96%	92,16%
SECTOR 3	4	17,50	10,00%	60,00%	27,14%	2,86%	90,00%
SECTOR 4	3	12,00	8,33%	50,00%	38,89%	2,78%	91,67%
SECTOR 5	4	13,25	20,75%	45,28%	28,30%	5,66%	79,25%
SECTOR 6	6	10,83	9,23%	36,92%	44,62%	9,23%	90,77%
SECTOR 7	23	10,74	13,36%	49,39%	30,36%	6,88%	86,64%
SECTOR 8	3	7,00	19,05%	52,38%	9,52%	19,05%	80,95%
SECTOR 9	30	11,43	13,70%	51,02%	30,61%	4,66%	86,30%
SECTOR 10	5	12,00	21,67%	40,00%	35,00%	3,33%	78,33%

Gráfico 7.2. Empresas no familiares según Sector (Promedio)

En las **empresas familiares** (N=38) bajo la definición total, no existe ninguna empresa perteneciente a los sectores 2 (*Intermediación financiera*), sector 6 (*Producción y distribución de electricidad, gas y agua*) y sector 8 (*Sector Primario*), mientras que sólo hay una empresa que podamos asociar al sector 3, de transportes y comunicaciones y al sector 10. Analizando por tanto a sectores con un número de empresas familiares significativos, observamos que el sector con un mayor tamaño de consejo es el sector de la construcción (sector 5), con un promedio de 13 consejeros, mientras que el sector con un promedio de consejeros menor es el sector 9, que engloba otras actividades empresariales, como por ejemplo, asesoría jurídica, gestión empresarial, relaciones públicas, estudios de mercado, etc.). En cuanto a la composición del Consejo de Administración, observamos que en la industria manufacturera (sector 7), predominan en promedio los consejeros ejecutivos (alrededor de un 40%). El porcentaje de externos, ronda entre el 60 y el 80% en las empresas con una muestra significativa. El máximo de proporción de consejeros externos aparece en el sector 4, de comercio y hostelería. Dentro de los consejeros externos, en la mayoría de sectores hay mayor proporción de consejeros independientes que dominicales, excepto en el sector 9.

En las **empresas no familiares** (N=96), el tamaño mínimo del Consejo de Administración es de 7 consejeros en el sector primario (sector 8), y el máximo es de 17,5 consejeros en el sector de transportes y comunicaciones (sector 3). En cuanto a diferencias dentro de cada sector entre empresas familiares o no familiares, podemos destacar los siguientes casos:

- En el sector de las actividades inmobiliarias (**sector 1**), observamos una variabilidad del 10% en consejeros ejecutivos y consejeros externos entre las empresas familiares y no familiares. Dentro de los consejeros externos, en las empresas familiares vemos un equilibrio entre consejeros independientes y dominicales, mientras que en las empresas no familiares predominan los consejeros independientes (53,33%) sobre los dominicales (22,96%).
- En el sector correspondiente al comercio y la hostelería (**sector 4**), podemos comprobar que el porcentaje de consejeros ejecutivos en las empresas familiares (22%) es muy superior que en el resto de empresas (8,33%).

- En la industria manufacturera (**sector 7**) también apreciamos una notable diferencia de proporción de consejeros ejecutivos entre empresas familiares y no familiares. En las empresas familiares, los consejeros internos ocupan un 40% del total, mientras que en el resto de empresas, la cifra no llega al 15%. Dentro de los consejeros externos, la proporción de consejeros independientes y dominicales en las empresas familiares es idéntica, mientras que en el resto de empresas predominan los primeros.
- Por último, en el **sector 10**, también existe una notable relación inversa entre consejeros ejecutivos y consejeros externos, entre empresas familiares y no familiares. En las empresas familiares, el número de consejeros independientes y dominicales es el mismo, mientras que en el resto de empresas, el número de independientes es mayor que el de dominicales.

Con este análisis, podemos corroborar por tanto el cumplimiento de la **Hipótesis 6**, ya que se observan diferencias relevantes en variables de gobierno corporativo entre diferentes industrias.

### **Análisis económico-financiero**

Para realizar el análisis basado en variables económicas y financieros de nuestra muestra, emplearemos esta última definición conjunta, que agrupa las condiciones de los tres componentes y que por lo tanto, nos proporciona unos resultados más fidedignos entre empresas familiares y no familiares. En este apartado, podemos establecer una última hipótesis:

- Hipótesis 7. Las EF presentan un mejor rendimiento que las ENF

A la hora de realizar el análisis económico-financiero de las empresas, hemos recogido una serie de datos como: Activo, Fondos Propios (FP), Resultado antes de impuestos (BAT), o Resultado de ejercicio, todos en miles de euros. Con estos datos recogidos de la plataforma SABI, hemos obtenido también algunos ratios financieros y económicos para evaluar las empresas, como el ROE (que relaciona la rentabilidad de la empresa con su patrimonio neto/fondos propios, y que nos indica la cantidad de beneficio neto

devuelto como porcentaje del patrimonio neto), el ratio de deuda, que indica el porcentaje de activos de una empresa financiados a través de la deuda, la Q de Tobin, que indica la relación entre el precio en bolsa y el valor intrínseco de la acción, o el Margen de Beneficios, cociente entre el resultado y la cifra de ventas. Tal y como hemos comentado anteriormente, realizamos también un análisis de varianza para comprobar si los datos extraídos presentan diferencias significativas entre empresas familiares y no familiares.

La primera variable económico-financiera que vamos a analizar es el ratio de **rentabilidad financiera o ROE**. Este ratio, utilizado como una medida de rentabilidad de una compañía, se obtiene como el cociente entre Resultado del Ejercicio y Fondos Propios. Tras un primer análisis, hemos eliminado de la muestra a la empresa “Afirma Grupo Inmobiliario”, cuya variable de ROE hemos considerado como *observación outlier*, ya que presenta una rentabilidad financiera atípica (-45,87) en comparación con el resto de la muestra. Observando los resultados obtenidos bajo la definición conjunta de empresa familiar, se aprecia que la rentabilidad financiera de las empresas consideradas como familiares es 0,04112, mientras que el ROE del resto de empresas se sitúa aproximadamente en un 0,04017, lo que da lugar a diferencias no significativas entre las submuestras.

Una variable similar a ésta es el **ROA o rentabilidad de los activos**, que indica la relación entre el beneficio antes de impuestos y el activo total. Las ENF presentan un ROA positivo de 0,0089645 mientras que la rentabilidad promedio de los activos de las empresas familiares es de -0,0121365. No obstante, dichas diferencias no son significativas estadísticamente.

Otro ratio a tener en cuenta, es el **índice de endeudamiento**, que define la cantidad total de la deuda en relación con los activos. Cuanto mayor sea esta relación, mayor será el grado de apalancamiento, y, en consecuencia, el riesgo financiero. Ésta es una relación amplia que incluye deuda a corto y largo plazo (Acreedores a largo plazo y pasivo líquido), así como todos los activos tangibles e intangibles. Explica la magnitud en la que los acreedores afectan a la financiación de la empresa. Con los datos de nuestro análisis, extraemos que este índice de endeudamiento es similar entre ambos

tipos de empresa, situándose en un 58,7% en las empresas familiares y en un 49,2% en el resto de empresas (diferencias no significativas).

La **Q de Tobin** indica la relación existente entre el precio de la acción en bolsa y el valor intrínseco de la acción. Nos indica si la acción está sobrevalorada ( $Q \text{ Tobin} > 1$ ) o infravalorada ( $Q \text{ Tobin} < 1$ ) con respecto a su valor contable. Para esta variable, sólo hemos podido analizar 66 empresas de toda la muestra, siendo 50 negocios no familiares y sólo 16 empresas familiares. En promedio, la Q de las empresas no familiares es de 1,45, mientras que las empresas familiares presentan una Q de Tobin de 2,2, por lo que observamos que las acciones de ambos tipos de empresas están sobrevaloradas. En este caso sí que se observan diferencias significativas en la Q de Tobin (al nivel de 95%). Sin embargo, debido a los pocos datos utilizados para el análisis de esta variable, no podemos determinar con seguridad si existen diferencias significativas en ambas submuestras en relación a esta variable.

Finalmente, el **margen de beneficio** es positivo en las empresas familiares 0,132, tras eliminar la empresa *Martinsa Fadesa SA*, que presentaba una gran desviación en esta variable con respecto al resto de empresas analizadas, mientras que en las no familiares esta variable aporta en promedio un resultado negativo -0,8879253. No obstante, estas diferencias no son estadísticamente significativas.

Por todo ello podemos concluir que a partir de los datos analizados no se observan diferencias significativas en las variables económico-financieras representativas del rendimiento empresarial entre ambas submuestras lo que nos llevaría a rechazar la **Hipótesis 7** del estudio.

## 4. CONCLUSIONES

Como hemos comentado en la introducción, la empresa familiar tiene un rol importante en la economía mundial, ya que ocupa una gran parte del tejido empresarial de un país, ejerciendo en él una gran influencia, colaborando al aumento del bienestar social. La literatura pone de manifiesto su importancia como la primera forma histórica y económica de organización empresarial.

Nuestra revisión de la literatura académica, nos ha acercado a comprender la multitud de teorías y enfoques utilizados para el estudio de la empresa familiar. Para comprobar las diferentes hipótesis (Tabla 1) surgidas en nuestra revisión de la literatura académica sobre este tipo de empresas, hemos realizado un análisis de las empresas cotizadas en España en el año 2011 y hemos comparado los datos obtenidos para las empresas familiares y no familiares según la definición empleada. Hay que tener en cuenta que la particularidad de la empresa familiar se debe a la interacción entre la familia y negocio, por eso, pese a que el análisis lo hemos realizado en base a variables económico-financieras, debido a que son fáciles de medir, en numerosos estudios se expone la necesidad que tienen las empresas familiares de un instrumento que les permita medir su rendimiento con indicadores propios, de naturaleza socioemocional, que indiquen si la familia está alcanzando sus objetivos.

En nuestro análisis se expone una de las ideas principales de la literatura empresarial, la necesidad de encontrar una definición universal de empresa familiar, ya que según la definición utilizada en nuestro análisis, la proporción de empresas varía de forma significativa. Una vez definida la empresa familiar en función de tres componentes, individualmente y por último conjuntamente, la dificultad ha aparecido a la hora de obtener determinados datos corporativos y económicos de un conjunto de empresas, por lo que la muestra total se ha visto ligeramente reducida.

Hipótesis	Descripción	Comentarios análisis
1	El número de consejeros externos debe ser menor en las EF que en las ENF	La proporción de consejeros externos es significativamente inferior en las EF que en las ENF
2	En las empresas familiares existe una mayor proporción de consejeros independientes con respecto a consejeros dominicales.	En las EF existe una mayor proporción de consejeros independientes que dominicales, si bien la diferencia no es significativa.
3	El tamaño de las EF es menor que las ENF	Analizando el tamaño según la variable Activo, en promedio el tamaño de las ENF es superior a las EF, si bien la diferencia no es significativa
4	Existe una relación positiva entre la edad de la compañía, el tamaño del consejo y la proporción de consejeros externos	En las EF se cumple esta relación. En las ENF la proporción de consejeros externos entre empresas jóvenes y maduras es similar.
5	Cuanto mayor es la concentración de la propiedad, menor es la proporción de consejeros externos.	En las EF familiares se cumple esta relación. En las ENF con mayor concentración de propiedad, el número de externos es mayor.
6	Las características de la industria a la que pertenece la empresa pueden influir en el tamaño y composición del Consejo de Administración.	La industria influye en las variables corporativas y económicas de las EF y ENF.
7	Las EF presentan un mejor rendimiento que las ENF	El análisis de las variables económico-financieras no encuentra diferencias de rendimiento significativas.

*Tabla 1. Hipótesis de la literatura sobre Empresa Familiar.*

Las diferencias significativas más importantes entre la empresa familiar y el resto de negocios, siguiendo los resultados de nuestro análisis, aparecen únicamente en las variables relativas al gobierno corporativo de las empresas. Mediante el análisis de comparación de medias efectuado (ANOVA) comprobamos que el tamaño del consejo de administración, la proporción de consejeros ejecutivos, dominicales y externos, la propiedad perteneciente a los ejecutivos y la propiedad en el consejo de administración, presentan diferencias significativas entre empresas familiares y no familiares a un nivel del 99% En lo que respecta a las variables económico-financieras, si bien es cierto que las empresas familiares presentan un rendimiento algo mejor que las no familiares, no es una diferencia significativa.

Nuestro estudio pone de manifiesto la necesidad de ser cautos al comparar la empresa familiar con la empresa no familiar ya que como hemos comprobado tanto en la revisión

de la literatura como en el análisis empírico, existen muchos factores, como las definiciones utilizadas de empresa familiar o los diferentes entornos institucionales, que pueden alterar la muestra o el resultado de los análisis. Por tanto, en nuestro estudio también se muestra una necesidad de seguir investigando las características de la empresa familiar, con el fin de establecer una definición que sea aceptada por todos y que permita realizar un análisis de este tipo de empresas con el resto, con el fin de determinar sus diferencias más significativas.

## BIBLIOGRAFÍA

ACERO FRAILE, I ; ALCALDE FRADEJAS, N. (2014): *Controlling Shareholders and the composition of the board: special focus on family firms*. Review of Managerial Science. September 23, 2014 P.1-23 .

ACERO FRAILE, I; ALCALDE FRADEJAS, N. (2010): *Heterogeneidad en los Consejos de Administración en España*. Tribuna de Economía, Mayo-Junio 2010. N.º 854. 85-103

ACERO FRAILE, I; ALCALDE FRADEJAS, N. (2010): *Los Consejos de Administración. Una instantánea del Caso Español*. Economía industrial. P. 159-168

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 2008;21;315

ARREGLE, J., HITT, M. A., SIRMON, D. G. & VERY, P. (2007): *The Development Of Organizational Social Capital: Attributes Of Family Firms*. Journal of Management Studies, 44, 73-95

ASTRACHAN, J., KLEIN, S., SMYRNIOS, K., (2002): *The F-PEC scale of family influence: A proposal for solving the family business definition problem* .Family Business Review, Vol.15, No1, pp.45-58.

BAGLIONI A., COLOMBO L., (2009): *The Efficiency View of Corporate Boards: Evidence from Italian Listed Firms*. Istituto di Economia e Finanza, Università Cattolica, Largo Gemelli 1, 20123Milano, Italy, February 10, 2009

BAMMENS, Y., VOORDECKERS, W., & VAN GILS, A. (2011): *Boards of directors in family businesses: A literature review and research agenda*. International Journal of Management Reviews.13, 134-152

BARNES, LOUIS B. AND HERSHON, SIMON A.(1976): *Transferring Power in the Family Business*.Harvard Business Review, 54 (4) pp. 105-14

BARNEY J. (1991): *Firm Resources and Sustained Competitive Advantage* .Journal of Management Vol.17 N° 99-120

- BASCO RODRIGO, J.T. (2006): *La investigación en la empresa familiar: “Un debate sobre la existencia de un campo independiente*. Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa Vol. 12 Nº1, pp.33-54
- BOONE, A. L., FIELD, L. C., KARPOFF, J. M. AND RAHEJA, C. G. (2007):*The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis*. Journal of Financial Economics, 85, 65-101
- CHRISMAN J.J. & CHUA J.H. & SHARMA, P. (1999): *Defining the family business by behavior*. Entrepreneurship Theory and Practice, 23(4), 19–39.
- CHRISMAN J.J. & CHUA J.H. & SHARMA, P. (2005):*Trends and directions in the development of a strategic management theory of the family firm*. Entrepreneurship Theory and Practice, 29(5), pp 555–576.
- CHRISMAN, J. J., J. H. CHUA, R. LITZ. (2003): *A unified systems perspective of family firm performance: An extension and integration*. Journal of Business, 467 – 472
- CROMIE, S., STEPHENSON, B., & MONTEITH, D. (1995): *The management of family firms: An empirical investigation*. International Small Business Journal, 13(4), 11-34.
- DAILY, C. M., & THOMPSON, S. S. (1994): *Ownership structure, strategic posture, and firm growth: An empirical examination*. Family Business Review, 7(3), 237-250
- DAVIS, J.H.; SCHOORMAN, F.D.; DONALDSON, L. (1997): *Toward a Stewardship Theory of Management*. The Academy of Management Review. Vol.22, 1, pp.20-47.
- DE ANDRÉS ALONSO P., SANTAMARÍA MARISCAL M. (2010): *Un paseo por el concepto de Gobierno Corporativo*. Revista de Responsabilidad Social de la Empresa/vol. 2 nº 2 mayo-agosto. Madrid
- DONCKELS, R., FRÖHLICH, E. (1991): *Are family businesses really different? European experiences from STRATOS*. Family Business Review, 4(2), 149-160.
- DONNELLEY, ROBERT G. (1964): *The Family Business*. Harvard Business Review, 42(4): 93–105

- DYER W.G., HANDLER W. (1994): *Entrepreneurship and family business: exploring the connections*. Entrepreneurship theory and practice. 19(1), 71-84.
- FACCIO, M., LARRY H.P. LANG, AND YOUNG L. (2001): *Debt and Corporate Governance*. Working Paper January 10, 2001
- FAMA E.F., JENSEN M.C (1976): *Separation of Ownership and Control*. Journal of Law and Economics, Vol. 26, No. 2
- FERNANDEZ, A. I. ; GÓMEZ, S.; FERNÁNDEZ, C. (1998): *El Papel Supervisor del Consejo sobre la Actuación Gerencial: Evidencia para el caso español*. Investigaciones Económicas, 22, pp. 501-516.
- FLORACKIS C., OZKAN A. (2009): *Managerial incentives and corporate leverage: evidence from the United Kingdom*. Accounting and Finance 49 (2009) 531–553
- GOMEZ MEJÍA ET. AL (2007): *Socioemotional Wealth and Business Risks in Family-controlled Firms: Evidence from Spanish Olive Oil Mills*. 106/Administrative Science Quarterly, 52 (2007): 106-137.
- GOMEZ-MEJIA, L.R., MAKRI, M., LARRAZA KINTANA M. (2010): *Diversification Decisions in Family-Controlled Firms*. Accounting and Finance 49 (2009) 531–553
- GOMEZ-MEJIA, L.R., HAYNES, K.T., NUNEZ-NICKEL, M., JACOBSON, K.J.L., HABBERSHON T.G., WILLIAMS M.L (1999): *A Resource-Based Framework for Assessing the Strategic Advantages of Family Firms*. Family Business Review 12; 1
- HABBERSHON, T. G., WILLIAMS, M. L., & MACMILLAN, I. C. (2003): *A unified system perspective of family firm performance*. Journal of Business Venturing, 18, 451-465
- HANDLER, W. C. (1992): *The Succession Experience of the Next-Generation*. Family Business Review, 5(3), P.283-307.
- HOFFMAN J., HOELSCHER M., SORENSON R. (2006): *Achieving Sustained Competitive Advantage: A Family Capital Theory*. Family Business Review, 24, 2, 137-146.

- HOLDERNESS, CLIFFORD G., AND SHEEHAN P.D (1988): *The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations*. Journal of Financial Economics 20: 317-46.
- JENSEN M.C, MECKLING W.H (1976) : *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership*. Structure Journal of Financial Economics, October, V. 3, No. 4, pp. 305-360
- JUNGSMANN, C. (2006): *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems: Evidence from the UK and Germany*. European Company and Financial Law Review. Volume 3, Issue 4, Pages 426–474
- KOWALEWSKI O., TALAVERA O. AND STETSYUK I., (2010): *Influence of Family Involvement in Management and Ownership on Firm Performance: Evidence From Poland*. Family Business Review, 23(1): 45–59
- LA PORTA ET AL. (1999): *Corporate ownership around the world*. Journal of Finance. Journal of Finance, 54: 471-518.
- LAZONICK, W., O’SULLIVAN M.(2000): *Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance*. Economy and Society, 29, 1: 13-35.
- LEE, J. (2006) : *Family Firm Performance: Further Evidence*. Family Business Review. 19; 103-114.
- LINCK, J.S., NETTER, J.M., YANG, T., (2008): *The determinants of board structure*. Journal of Financial Economics 87, 308-328.
- LITZ R.A., (1995): *The family business: toward definitional clarity*. Family Business Review, vol.8, n. 2, Summer: 71-81
- MAURY B. (2006): *Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations*. Journal of Corporate Finance 12, P. 321– 341
- MCCONAUGHY D.L., MATTHEWS H.C. AND FIALKO, A.S. (2001): *Founding Family Controlled Firms: Performance, Risk, and Value*. Journal of Small Business Management, 39(1):31-49.

MORCK, R., YEUNG B, (2003): *Family Control and the Rent-Seeking Society*. William Davidson Institute Working Paper Number 585

NEUBAUER, F. Y LANK, A.G. (2003): *La empresa familiar. Cómo dirigirla para que perdure*. Ediciones Deusto, Bilbao.

PEARSON W.A, CARR J.C, SHAW J.C (2008): *Toward a Theory of Familiness: A Social Capital Perspective*. Entrepreneurship Theory and Practice, November, 949-969.

PEARSON, A.W., CARR, J.C. AND SHAW, J.C. (2008): *Toward a theory of familiness: a social capital perspective*. Entrepreneurship Theory and Practice, Vol. 32, pp. 949-969.

PINDADO J., REQUEJO I., DE LA TORRE C. (2008): *Does family ownership impact positively on firm value? Empirical evidence from Western Europe*. Working Paper. Universidad de Salamanca.

SHLEIFER, A. & VISHNY, ROBERT W.(1986): *Large Shareholders and Corporate Control*. Journal of Political Economy. Volume 94, Issue 3, Part 1. 461-488.

SHLEIFER, A., VISHNY, R.W. (1997): *A Survey of Corporate Governance*. Journal of Finance. Volume 52, Issue 2, pages 737–783, June 1997

SIRMON, D.G. & HITT, M.A. (2003): *Managing resources: Linking unique resources, management and wealth creation in family firms*. Entrepreneurship Theory & Practice, 27(4), 339–358.

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

WESTHEAD P., COWLING M. (1997): *Performance contrasts between family and non-family unquoted companies in the UK*. International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research, Vol. 3 Iss: 1, pp.30 - 52

WESTHEAD, P., BINKS, M., UCBASARAN, D., WRIGHT, M.,(2002): *Internationalization of SMEs: a research note*. Journal of Small Business and Enterprise Development, 9(1), 38-48.

## ANEXO I. ANÁLISIS ANOVA

- Variables de Gobierno**

		F	Sig.
TñoCjo	Entre grupos	19,242	,000
	Dentro de grupos		
	Total		
PorcentEjec	Entre grupos	40,286	,000
	Dentro de grupos		
	Total		
PorcentDominic	Entre grupos	15,020	,000
	Dentro de grupos		
	Total		
PorcentIndptes	Entre grupos	,774	,381
	Dentro de grupos		
	Total		
PorcentOtros	Entre grupos	,697	,405
	Dentro de grupos		
	Total		
PorcentExter	Entre grupos	40,286	,000
	Dentro de grupos		
	Total		

- Variables de Propiedad**

		F	Sig.
PropEjec	Entre grupos	87,086	,000
	Dentro de grupos		
	Total		
Kconsejo	Entre grupos	19,292	,000
	Dentro de grupos		
	Total		
Block	Entre grupos	1,675	,198
	Dentro de grupos		
	Total		

- **Variables económicas**

		F	Sig.
Activo	Entre grupos	1,305	,255
	Dentro de grupos		
	Total		
DTAT	Entre grupos	1,903	,170
	Dentro de grupos		
	Total		
ROE	Entre grupos	2,498	,116
	Dentro de grupos		
	Total		
ROA	Entre grupos	,278	,599
	Dentro de grupos		
	Total		
Q	Entre grupos	5,326	,024
	Dentro de grupos		
	Total		
FP	Entre grupos	3,490	,064
	Dentro de grupos		
	Total		
BAT	Entre grupos	1,745	,189
	Dentro de grupos		
	Total		
Resultado	Entre grupos	1,694	,195
	Dentro de grupos		
	Total		
MargenBenef	Entre grupos	,089	,766
	Dentro de grupos		
	Total		