



Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales

Departamento de Economía de la Empresa (ADO), Economía Aplicada
II y Fundamentos del Análisis Económico



TESIS DOCTORAL

**ANÁLISIS DE LA CONTINUIDAD DE LA EMPRESA
FAMILAR. UNA APLICACIÓN A LOS GRANDES
PATRIMONIOS ESPAÑOLES**

Presentada por D. Juan Claudio Abelló Gamazo

Dirigida por Dra. Dña. Susana María García Moreno y

Dra. Dña. Marta Beatriz García Moreno

Las directoras

El doctorando

Madrid, 2015

Madrid, a 7 de octubre 2015

D.^a Susana M.^a García Moreno y D.^a Marta B. García Moreno, doctoras en Dirección de Empresas y Profesoras de Organización de Empresas en la Universidad Rey Juan Carlos, en nuestra condición de directoras de la presente tesis doctoral, informamos favorablemente sobre esta.

Como directoras manifestamos que la tesis doctoral *Análisis de la continuidad de la empresa familiar. Una aplicación a los grandes patrimonios españoles* cumple los requisitos de todo trabajo de investigación. En concreto, hemos comprobado la originalidad e importancia de los temas que investiga, su claridad en la definición de objetivos, el rigor tanto en el diseño como en la metodología empleada y el detalle y consistencia con que aborda la discusión de los resultados.

Por ello, nos resulta especialmente grato avalar la capacidad investigadora del doctorando D. Juan Claudio Abelló Gamazo y, por tanto, consideramos que la presente tesis reúne los requisitos para su defensa y aprobación.

Fdo.:

Dra. Susana M.^a García Moreno

Dra. Marta B. García Moreno

«It is not the strongest or the most intelligent who will survive
but those who can best manage change».

Leon C. Megginson (1963). «Lessons from Europe for American Business»,
Southwestern Social Science Quarterly.

AGRADECIMIENTOS

En primer lugar, quisiera agradecer a las directoras de la tesis, la Dra. Dña. Susana María García Moreno y la Dra. Dña. Marta Beatriz García Moreno, por haber accedido a dirigir esta tesis, para lo que me han dado una enorme libertad y un incondicional apoyo con sus conocimientos y recomendaciones. Sin sus consejos y enseñanzas no hubiera sido posible su realización.

A mis padres, cuyo ejemplo y generosidad han sido faro y guía de mi vida. A mis hermanos, compañeros de travesía durante todo mi camino personal y profesional, sin su ayuda y comprensión nunca hubiese conseguido alcanzar este proyecto.

Al Dr. D. Antonio Barceló Moya, quien me animó a llevar a cabo esta tesis doctoral y cuyo aliento e interés han sido imprescindibles durante todo este tiempo. Le agradezco su inquebrantable amistad con la que cuento siempre.

Al Dr. D. Manuel Jiménez-Díaz Egoscozábal y a D. Jesús Martínez González por su colaboración en la elaboración de la parte empírica de esta tesis. Al equipo de Correcciones Santaella S.L., por su profesionalidad y eficacia en la revisión de este trabajo.

Por último, y especialmente, quisiera agradecer a mi mujer Marta y a mis hijos, Marta y Juan, todo su amor. Ellos son el motor que impulsa todos mis proyectos y quienes me contagian cada día su alegría y optimismo.

ÍNDICE GENERAL

INTRODUCCIÓN	25
CAPÍTULO 1. LA EMPRESA FAMILIAR. DELIMITACIÓN CONCEPTUAL Y APROXIMACIONES TEÓRICAS	37
1. INTRODUCCIÓN.....	37
2. LA EMPRESA FAMILIAR: UNA REVISIÓN HISTÓRICA	39
3. LA EMPRESA FAMILIAR COMO CAMPO DE INVESTIGACIÓN INDEPENDIENTE.....	41
4. LA EMPRESA FAMILIAR: DELIMITACIÓN CONCEPTUAL	57
5. LA NATURALEZA Y EL CICLO DE VIDA DE LA EMPRESA FAMILIAR ..	66
6. FORTALEZAS Y DEBILIDADES DE LA EMPRESA FAMILIAR.....	74
7. FUNDAMENTOS TEÓRICOS SOBRE LA EMPRESA FAMILIAR	85
7.1. LA TEORÍA DE LA AGENCIA Y SUS ESPECIALES IMPLICACIONES EN LA EMPRESA FAMILIAR.....	85
7.2. Teoría de la administración o <i>stewardship</i>	92
7.3. La teoría de los recursos y las capacidades	94
CAPÍTULO 2. MARCO TEÓRICO DE LA CONTINUIDAD DE LA EMPRESA FAMILIAR: ESTRATEGIA, GOBIERNO Y SUCESIÓN	107
1. INTRODUCCIÓN.....	107
2. EL CONCEPTO DE CONTINUIDAD EN LA EMPRESA FAMILIAR	109
3. LOS RECURSOS Y ESTRATEGIA COMO FACTOR DE INFLUENCIA EN LA CONTINUIDAD DE LA EMPRESA FAMILIAR.....	114
3.1. La dirección y planificación estratégica de la empresa familiar	114
3.1.2. Las estrategias competitivas en la empresa familiar	124

3.1.3. Las estrategias corporativas en la empresa familiar	137
4. EL GOBIERNO DE LA EMPRESA COMO FACTOR DE INFLUENCIA EN LA CONTINUIDAD DE LA EMPRESA FAMILIAR.....	146
5. LA SUCESIÓN COMO FACTOR DE INFLUENCIA EN LA CONTINUIDAD DE LA EMPRESA FAMILIAR.....	167
CAPÍTULO 3. FUNDAMENTACIÓN TEÓRICA.....	195
1. INTRODUCCIÓN.....	195
2. LAS CARACTERÍSTICAS ECONÓMICO-FINANCIERAS DE LA EMPRESA FAMILIAR COMO FACTOR DE INFLUENCIA EN LA CONTINUIDAD DE LA MISMA.....	196
3. LA ESTRUCTURA DE CAPITAL COMO FACTOR DE INFLUENCIA EN LA CONTINUIDAD DE LA EMPRESA FAMILIAR.....	214
3.1. CONCEPTO Y TEORÍAS SOBRE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL EN LA EMPRESA. IMPLICACIONES EN LA EMPRESA FAMILIAR.....	214
3.2. LA PROPIEDAD FAMILIAR Y LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA.....	223
3.3. LA ESTRUCTURA DE CAPITAL COMO FACTOR DE INFLUENCIA EN LA CONTINUIDAD DE LA EMPRESA FAMILIAR	242
4. LA RENTABILIDAD COMO FACTOR DE INFLUENCIA EN LA CONTINUIDAD DE LA EMPRESA FAMILIAR.....	247
4.1. LA RENTABILIDAD COMO MEDIDA DE EFICIENCIA DE LA EMPRESA. PLANTEAMIENTO GENERAL	247
4.2. LA PROPIEDAD FAMILIAR Y LA RENTABILIDAD DE LA EMPRESA	250
4.3. LA RENTABILIDAD COMO FACTOR DE INFLUENCIA EN LA CONTINUIDAD DE LA EMPRESA FAMILIAR.....	261

5. LA LIQUIDEZ COMO FACTOR DE INFLUENCIA EN LA CONTINUIDAD DE LA EMPRESA FAMILIAR.....	266
5.1. LA LIQUIDEZ. CONCEPTO GENERAL E INFLUENCIA EN LA POLÍTICA DE INVERSIONES DE LA EMPRESA	267
5.2. LA PROPIEDAD FAMILIAR E INFLUENCIA EN LA LIQUIDEZ DE LA EMPRESA.....	270
5.3. LA LIQUIDEZ COMO FACTOR DE INFLUENCIA EN LA CONTINUIDAD DE LA EMPRESA	276
CAPÍTULO 4. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN.....	281
1. INTRODUCCIÓN.....	281
2. POBLACIÓN Y MUESTRA. DETERMINACIÓN DE LA MUESTRA	282
3. MEDICIÓN DE VARIABLES	286
3.1. Medida de la variable dependiente: la continuidad y no continuidad empresarial.....	286
3.2. Medida de la variable independiente	292
4. HERRAMIENTA METODOLÓGICA: LA REGRESIÓN LOGÍSTICA BINARIA	304
CAPÍTULO 5. ANÁLISIS Y DISCUSIÓN DE RESULTADOS.....	309
1. INTRODUCCIÓN.....	309
2. CONTRASTACIÓN DEL MODELO TEÓRICO	309
2.1. ANÁLISIS DE CONCORDANCIA DEL ÍNDICE DE KAPPA.....	310
2.2. ANÁLISIS DESCRIPTIVO DE LOS ÍNDICES DE VARIACIÓN MEDIA Y DE SU NORMALIDAD	315
2.2.1. Inmovilizado/activo total: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad.....	316

2.2.2. Activo circulante/activo total: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad	320
2.2.4. Activo circulante/pasivo circulante: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad	328
2.2.5. Realizable más disponible/pasivo circulante: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad	332
2.2.6. Pasivo circulante/pasivo largo plazo: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad	336
2.2.7. <i>Cash flow</i> : análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad	340
2.2.8. Total deudas/pasivo total más neto: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad	344
2.2.9. Capitales propios/pasivo total: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad	348
2.2.10. Deudas a corto plazo/total deudas: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad	352
2.2.11. Patrimonio neto/activo total: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad	356
2.2.12. Fondos propios: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad.....	360
2.2.13. Deudas a largo plazo/pasivo total más neto: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad	364
2.2.14. Deudas a corto plazo/pasivo total más neto: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad	368
2.2.15. Rentabilidad económica: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad	372

2.2.16. Rentabilidad financiera: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad.....	376
2.3. ANÁLISIS BIVARIANTE.....	380
2.3.1. Inmovilizado/activo total.....	381
2.3.2. Activo circulante/activo total.....	383
2.3.3. Existencias/activo total.....	384
2.3.4. Activo circulante/pasivo circulante.....	386
2.3.5. Realizable más disponible/pasivo circulante.....	387
2.3.6. Pasivo circulante/pasivo a largo plazo.....	389
2.3.7. <i>Cash flow</i>	391
2.3.8. Total deudas/pasivo más neto.....	392
2.3.9. Capitales propios/deudas.....	394
2.3.10. Deudas a corto plazo/total deudas.....	396
2.3.11. Patrimonio neto/activo total.....	398
2.3.12. Fondos propios.....	400
2.3.13. Deudas a largo plazo/pasivo + patrimonio neto.....	402
2.3.14. Deudas a corto plazo/pasivo total más neto.....	403
2.3.15. Rentabilidad económica.....	405
2.3.16. Rentabilidad financiera.....	407
2.3.18. Consecuencias del análisis bivalente.....	409
2.4. ANÁLISIS MULTIVARIANTE.....	412
CAPITULO 6. CONCLUSIONES Y LÍNEAS FUTURAS	429
1. CONCLUSIONES DE LA REVISIÓN TEÓRICA.....	429

ÍNDICES

2. CONCLUSIONES DEL ANÁLISIS EMPÍRICO.....	432
3. IMPLICACIONES DEL TRABAJO.....	435
4. LIMITACIONES DEL TRABAJO Y LÍNEAS FUTURAS DE INVESTIGACIÓN	438
BIBLIOGRAFÍA	441

ÍNDICE DE FIGURAS

FIGURA 1.1. MARCO TEÓRICO DE LA INVESTIGACIÓN DE LA EMPRESA FAMILIAR.....	50
FIGURA 1.2. PRINCIPALES TRABAJOS DE REVISIÓN SOBRE EL CAMPO DE ESTUDIO DE LA EMPRESA FAMILIAR.....	55
FIGURA 1.3. DEFINICIONES DE LA EMPRESA FAMILIAR: PROPIEDAD FAMILIAR/GESTIÓN FAMILIAR.....	58
FIGURA 1.4. CLASIFICACIÓN DEFINICIONES SOBRE EMPRESA FAMILIAR.....	59
FIGURA 1.5. APROXIMACIONES CONCEPTUALES EF.....	62
FIGURA 1.6. ENFOQUE BASADO EN LA ESCALA F-PEC	64
FIGURA 1.7. PROCESO EVOLUTIVO DE LA EMPRESA FAMILIAR	67
FIGURA 1.8. MODELO DE LOS TRES CÍRCULOS	69
FIGURA 1.9. MODELO EVOLUTIVO TRIDIMENSIONAL	71
FIGURA 1.10. MODELO DE LOS CINCO CÍRCULOS	72
FIGURA 1.11. MODELO EVOLUTIVO DE INTEGRACIÓN «CORAJE»	73
FIGURA 1.12. ATRIBUTOS AMBIVALENTES DE LA EMPRESA	75
FIGURA 1.13. VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LA EMPRESA FAMILIAR	81
FIGURA 1.14. TEORÍA DE LOS RECURSOS Y CAPACIDADES	95
FIGURA 1.15. RECURSOS Y CAPACIDADES DE LA EMPRESA FAMILIAR.....	99
FIGURA 1.16. RECURSOS INTANGIBLES EN LA EMPRESA FAMILIAR	105
FIGURA 2.1. PROCESO ESTRATÉGICO EN LA EMPRESA FAMILIAR.....	118
FIGURA 2.2. ORGANIZACIÓN DEL GOBIERNO DE LA EMPRESA FAMILIAR.....	154
FIGURA 2.3. PATRONES DE SUCESIÓN	175
FIGURA 2.4. INFLUENCIAS EN LA SUCESIÓN EN LA EMPRESA FAMILIAR.....	181

FIGURA 2.5. FACTORES QUE EVITAN LA PLANIFICACIÓN DE LA SUCESIÓN	191
FIGURA 3.1. EL TRIÁNGULO FAMILIAR DE LOS NEGOCIOS	205
FIGURA 3.2. REVISIÓN ESTUDIOS SOBRE CONTINUIDAD /SUPERVIVENCIA DE LA EMPRESA	209
FIGURA 4.1. CLASIFICACIÓN DE LAS EMPRESAS	285
FIGURA 4.2. RESUMEN DE HIPÓTESIS	303
FIGURA 5.1. MEDIANA DE LOS ÍNDICES DE VARIACIÓN DE LA RENTABILIDAD ECONÓMICA	311
FIGURA 5.2. CONTINGENCIA ENTRE TIPO DE EMPRESA Y RENTABILIDAD ECONÓMICA ...	312
FIGURA 5.3.RELACIÓN ENTRE RENTABILIDAD ECONÓMICA VMA Y TIPO DE EMPRESA ..	312
FIGURA 5.4. CONTINGENCIA ENTRE TIPO DE EMPRESA Y RENTABILIDAD ECONÓMICA. TMAA	313
FIGURA 5.5. RENTABILIDAD ECONÓMICA TMAA Y TIPO DE EMPRESA	314
FIGURA 5.6. CONTINGENCIA ENTRE TIPO DE EMPRESA Y RENTABILIDAD ECONÓMICA. TMAA	314
FIGURA 5.7. RENTABILIDAD ECONÓMICA TMG Y TIPO DE EMPRESA	315
FIGURA 5.8. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS VARIACIÓN MEDIA INMOVILIZADO/ACTIVO TOTAL	316
FIGURA 5.9. VARIACIÓN MEDIA INMOVILIZADO/ACTIVO TOTAL	317
FIGURA 5.10. DIAGRAMA DE CAJAS Y BIGOTES CON/SIN DATOS ATÍPICOS DE LA VARIACIÓN MEDIA INMOVILIZADO/ACTIVO TOTAL	318
FIGURA 5.11. PRUEBA DE NORMALIDAD K-S DE LA VARIABLE VARIACIÓN MEDIA INMOVILIZADO/ACTIVO TOTAL	319
FIGURA 5.12. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS VARIACIÓN MEDIA ACTIVO CIRCULANTE/ACTIVO TOTAL	320

FIGURA 5.13. VARIACIÓN MEDIA ACTIVO CIRCULANTE/ACTIVO TOTAL	321
FIGURA 5.14. DIAGRAMA DE CAJAS Y BIGOTES CON/SIN DATOS ATÍPICOS DE LA VARIACIÓN MEDIA ACTIVO CIRCULANTE/PASIVO CIRCULANTE.....	322
FIGURA 5.15. PRUEBA DE NORMALIDAD K-S DE LA VARIABLE VARIACIÓN MEDIA ACTIVO CIRCULANTE/ACTIVO TOTAL	323
FIGURA 5.16. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS VARIACIÓN MEDIA EXISTENCIAS/ACTIVO TOTAL.....	324
FIGURA 5.17. VARIACIÓN MEDIA EXISTENCIAS/ACTIVO TOTAL	325
FIGURA 5.18. DIAGRAMA DE CAJAS Y BIGOTES CON/SIN DATOS ATÍPICOS DE LA VARIACIÓN MEDIA EXISTENCIAS/ACTIVO TOTAL	326
FIGURA 5.19. PRUEBA DE LA NORMALIDAD K-S DE LA VARIABLE VARIACIÓN MEDIA EXISTENCIAS/ACTIVO TOTAL.....	327
FIGURA 5.20. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS VARIACIÓN MEDIA ACTIVO CIRCULANTE/PASIVO CIRCULANTE.....	328
FIGURA 5.21. VARIACIÓN MEDIA ACTIVO CIRCULANTE/PASIVO CIRCULANTE.....	329
FIGURA 5.22. DIAGRAMA DE CAJAS Y BIGOTES CON/SIN DATOS ATÍPICOS DE LA VARIACIÓN MEDIA ACTIVO CIRCULANTE/PASIVO CIRCULANTE.....	330
FIGURA 5.23. PRUEBA DE NORMALIDAD K/S DE LA VARIABLE VARIACIÓN MEDIA ACTIVO CIRCULANTE/PASIVO CIRCULANTE.....	331
FIGURA 5.24. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS VARIACIÓN MEDIA LIQUIDEZ REALIZABLE MÁS DISPONIBLE/PASIVO CIRCULANTE	332
FIGURA 5.25. VARIACIÓN MEDIA LIQUIDEZ REALIZABLE MÁS DISPONIBLE/PASIVO CIRCULANTE	333
FIGURA 5.26. DIAGRAMA DE CAJAS Y BIGOTES CON/SIN DATOS ATÍPICOS DE LA VARIACIÓN MEDIA LIQUIDEZ REALIZABLE MÁS DISPONIBLE/PASIVO CIRCULANTE.....	334
FIGURA 5.27. PRUEBA DE NORMALIDAD K/S DE LA VARIABLE VARIACIÓN MEDIA LIQUIDEZ REALIZABLE MÁS DISPONIBLE/PASIVO CIRCULANTE	335

FIGURA 5.28. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS VARIACIÓN MEDIA PASIVOCIRCULANTE/ PASIVO A LARGO PLAZO	336
FIGURA 5.29. VARIACIÓN MEDIA LIQUIDEZ PASIVO CIRCULANTE/PASIVO A LARGO PLAZO	337
FIGURA 5.30. DIAGRAMA DE CAJAS Y BIGOTES CON/SIN DATOS ATÍPICOS DE LA VARIACIÓN MEDIA LIQUIDEZ PASIVO CIRCULANTE/PASIVO A LARGO PLAZO	338
FIGURA 5.31. PRUEBA DE NORMALIDAD K-S DE LA VARIABLE VARIACIÓN MEDIA LIQUIDEZ PASIVO CIRCULANTE/PASIVO A LARGO PLAZO.....	339
FIGURA 5.32. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS VARIACIÓN MEDIA <i>CASH FLOW</i>	340
FIGURA 5.33. VARIACIÓN MEDIA <i>CASH FLOW</i>	341
FIGURA 5.34. DIAGRAMA DE CAJAS Y BIGOTES CON/SIN DATOS ATÍPICOS DE LA VARIACIÓN MEDIA <i>CASH FLOW</i>	342
FIGURA 5.35. PRUEBA DE NORMALIDAD K-S DE LA VARIABLE VARIACIÓN MEDIA <i>CASH FLOW</i>	343
FIGURA 5.36. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS VARIACIÓN MEDIA ENDEUDAMIENTO TOTAL DEUDAS/PASIVO TOTAL MÁS NETO	344
FIGURA 5.37. VARIACIÓN MEDIA ENDEUDAMIENTO TOTAL DEUDAS/PASIVO TOTAL MÁS NETO.....	345
FIGURA 5.38. DIAGRAMA DE CAJAS Y BIGOTES CON/SIN DATOS ATÍPICOS DE LA VARIACIÓN MEDIA ENDEUDAMIENTO TOTAL DEUDAS/PASIVO TOTAL MÁS NETO	346
FIGURA 5.39. PRUEBA DE NORMALIDAD K-S DE LA VARIABLE VARIACIÓN MEDIA ENDEUDAMIENTO TOTAL DEUDAS/PASIVO TOTAL MÁS NETO	347
FIGURA 5.40. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS VARIACIÓN MEDIA CAPITALES PROPIOS/TOTAL DEUDAS	348
FIGURA 5.41. VARIACIÓN MEDIA CAPITALES PROPIOS/TOTAL DEUDAS	349
FIGURA 5.42. DIAGRAMA DE CAJAS Y BIGOTES CON/SIN DATOS ATÍPICOS DE LA VARIACIÓN MEDIA CAPITALES PROPIOS/TOTAL DEUDA.....	350

FIGURA 5.43. PRUEBA DE NORMALIDAD K-S DE LA VARIABLE VARIACIÓN MEDIA CAPITALES PROPIOS/TOTAL DEUDAS	351
FIGURA 5.44. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS VARIACIÓN MEDIA DEUDAS A CORTO PLAZO/TOTAL DEUDAS	352
FIGURA 5.45. VARIACIÓN MEDIA DEUDAS A CORTO PLAZO/TOTAL DEUDAS	353
FIGURA 5.46. DIAGRAMA DE CAJAS Y BIGOTES CON/SIN DATOS ATÍPICOS DE LA VARIACIÓN MEDIA DEUDAS A LARGO PLAZO/TOTAL DEUDAS	354
FIGURA 5.47. PRUEBA DE LA NORMALIDAD K-S DE LA VARIABLE VARIACIÓN MEDIA DEUDAS A CORTO PLAZO/TOTAL DEUDAS.....	355
FIGURA 5.48. VARIACIÓN MEDIA COBERTURA RECURSOS PERMANENTES (PN/ACTIVO TOTAL).....	356
FIGURA 5.49. VARIACIÓN MEDIA COBERTURA RECURSOS PERMANENTES (PN+/ACTIVO TOTAL).....	357
FIGURA 5.50. DIAGRAMA DE CAJAS Y BIGOTES CON/SIN DATOS ATÍPICOS DE LA VARIACIÓN MEDIA COBERTURA RECURSOS PERMANENTES (PN/ACTIVO TOTAL).....	358
FIGURA 5.51. PRUEBA DE LA NORMALIDAD K-S DE LA VARIABLE VARIACIÓN MEDIA COBERTURA RECURSOS PERMANENTES (PN/ACTIVO TOTAL)	359
FIGURA 5.52. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS VARIACIÓN MEDIA FONDOS PROPIOS.....	360
FIGURA 5.53. VARIACIÓN MEDIA FONDOS PROPIOS.....	361
FIGURA 5.54. DIAGRAMA DE CAJAS Y BIGOTES CON/SIN DATOS ATÍPICOS DE LA VARIACIÓN MEDIA FONDOS PROPIOS.....	362
FIGURA 5.55. PRUEBA DE LA NORMALIDAD K-S DE LA VARIABLE VARIACIÓN MEDIA FONDOS PROPIOS.....	363
FIGURA 5.56. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS VARIACIÓN MEDIA DEUDAS A LARGO PLAZO/PASIVO TOTAL MÁS NETO	364
FIGURA 5.57. VARIACIÓN MEDIA DEUDAS A LARGO PLAZO/PASIVO TOTAL MÁS NETO ...	365

FIGURA 5.58. DIAGRAMA DE CAJAS Y BIGOTES CON/SIN DATOS ATÍPICOS DE LA VARIACIÓN MEDIA DEUDAS A LARGO PLAZO/PASIVO TOTAL MÁS NETO	366
FIGURA 5.59. PRUEBA DE NORMALIDAD K-S DE LA VARIABLE VARIACIÓN MEDIA DEUDAS A LARGO PLAZO/PASIVO TOTAL MÁS NETO.....	367
FIGURA 5.60. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS VARIACIÓN MEDIA DEUDAS A CORTO PLAZO/PASIVO TOTAL MÁS NETO	368
FIGURA 5.61. VARIACIÓN MEDIA DEUDAS A CORTO PLAZO/PASIVO TOTAL MÁS NETO ...	369
FIGURA 5.62. DIAGRAMA DE CAJAS Y BIGOTES CON/SIN DATOS ATÍPICOS DE LA VARIACIÓN MEDIA DEUDAS A CORTO PLAZO/PASIVO TOTAL MÁS NETO	370
FIGURA 5.63. PRUEBA DE NORMALIDAD K-S DE LA VARIABLE VARIACIÓN MEDIA DEUDAS A CORTO PLAZO/PASIVO TOTAL MÁS NETO	371
FIGURA 5.64. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS VARIACIÓN MEDIA RENTABILIDAD ECONÓMICA	372
FIGURA 5.65. VARIACIÓN MEDIA RENTABILIDAD ECONÓMICA.....	373
FIGURA 5.66. DIAGRAMA DE CAJAS Y BIGOTES CON/SIN DATOS ATÍPICOS DE LA VARIACIÓN MEDIA RENTABILIDAD ECONÓMICA.....	374
FIGURA 5.67. PRUEBA DE LA NORMALIDAD K-S DE LA VARIABLE VARIACIÓN MEDIA RENTABILIDAD ECONÓMICA.....	375
FIGURA 5.68. ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS VARIACIÓN MEDIA RENTABILIDAD FINANCIERA	376
FIGURA 5.69. VARIACIÓN MEDIA RENTABILIDAD FINANCIERA.....	377
FIGURA 5.70. DIAGRAMA DE CAJAS Y BIGOTES CON/SIN DATOS ATÍPICOS DE LA VARIACIÓN MEDIA RENTABILIDAD FINANCIERA.....	378
FIGURA 5.71. PRUEBA DE LA NORMALIDAD K-S DE LA VARIACIÓN MEDIA RENTABILIDAD FINANCIERA	379
FIGURA 5.72. PRUEBA U DE MANN-WHITNEY VARIACIÓN MEDIA INMOVILIZADO/ACTIVO TOTAL.....	382

FIGURA 5.73. VARIACIÓN MEDIA INMOVILIZADO/ACTIVO TOTAL	382
FIGURA 5.74. PRUEBA U DE MANN-WHITNEY VARIACIÓN MEDIA ACTIVO CIRCULANTE/ACTIVO TOTAL	383
FIGURA 5.75. VARIACIÓN MEDIA CIRCULANTE/ACTIVO TOTAL.....	384
FIGURA 5.76. PRUEBA DE LA T DE STUDENT VARIACIÓN MEDIA EXISTENCIAS/ACTIVO TOTAL.....	385
FIGURA 5.77. VARIACIÓN MEDIA EXISTENCIAS/ACTIVO TOTAL	385
FIGURA 5.78. PRUEBA U DE MANN-WHITNEY VARIACIÓN MEDIA ACTIVO CIRCULANTE/PASIVO CIRCULANTE.....	386
FIGURA 5.79. VARIACIÓN MEDIA ACTIVO CIRCULANTE/PASIVO CIRCULANTE.....	387
FIGURA 5.80. PRUEBA U DE MANN-WHITNEY VARIACIÓN MEDIA LIQUIDEZ REALIZABLE MÁS DISPONIBLE/PASIVO CIRCULANTE.....	388
FIGURA 5.81. VARIACIÓN MEDIA LIQUIDEZ REALIZABLE MÁS DISPONIBLE/PASIVO CIRCULANTE	388
FIGURA 5.82. PRUEBA DE LA T DE STUDENT VARIACIÓN MEDIA LIQUIDEZ PASIVO CIRCULANTE/PASIVO A LARGO PLAZO	390
FIGURA 5.83. INTERVALOS DE CONFIANZA DE LA MEDIA LIQUIDEZ PASIVO CIRCULANTE/PASIVO A LARGO PLAZO.....	390
FIGURA 5.84. PRUEBA U DE MANN-WHITNEY VARIACIÓN MEDIA <i>CASH FLOW</i>	391
FIGURA 5.85. VARIACIÓN MEDIA <i>CASH FLOW</i>	392
FIGURA 5.86. PRUEBA DE LA T DE STUDENT VARIACIÓN MEDIA ENDEUDAMIENTO TOTAL DEUDAS/PASIVO TOTAL MÁS NETO.....	393
FIGURA 5.87. INTERVALOS DE CONFIANZA DE LA MEDIA ENDEUDAMIENTO TOTAL DE DEUDAS/PASIVO TOTAL MÁS NETO.....	394
FIGURA 5.88. PRUEBA U DE MANN-WHITNEY VARIACIÓN MEDIA CAPITALES PROPIOS/TOTAL DEUDAS	395

FIGURA 5.89. VARIACIÓN MEDIA CAPITALES PROPIOS/TOTAL DEUDAS	395
FIGURA 5.90. PRUEBA DE LA T DE STUDENT VARIACIÓN MEDIA DEUDAS A CORTO PLAZO/TOTAL DEUDAS	397
FIGURA 5.91. INTERVALOS DE CONFIANZA DE LA MEDIA DEUDAS A CORTO PLAZO/TOTAL DEUDAS	398
FIGURA 5.92. PRUEBA DE LA T DE STUDENT VARIACIÓN MEDIA COBERTURA RECURSOS PERMANENTES (PN+PNC/ACTIVO TOTAL)-	399
FIGURA 5.93. INTERVALOS DE CONFIANZA DE LA MEDIA COBERTURA RECURSOS PERMANENTES (PN/ACTIVO TOTAL)	400
FIGURA 5.94. PRUEBA U DE MANN-WHITNEY VARIACIÓN MEDIA FONDOS PROPIOS.....	401
FIGURA 5.95. VARIACIÓN MEDIA FONDOS PROPIOS.....	401
FIGURA 5.96. PRUEBA DE LA T DE STUDENT VARIACIÓN MEDIA DEUDAS A LARGO PLAZO/PASIVO TOTAL MÁS NETO	402
FIGURA 5.97. INTERVALOS DE CONFIANZA DE LA MEDIA DEUDAS A LARGO PLAZO/PASIVO TOTAL MÁS NETO	403
FIGURA 5.98. PRUEBA DE LA T DE STUDENT VARIACIÓN MEDIA DEUDAS A CORTO PLAZO/PASIVO TOTAL MÁS NETO	404
FIGURA 5.99. INTERVALOS DE CONFIANZA DE LA MEDIA DEUDAS A CORTO PLAZO/PASIVO TOTAL MÁS NETO	405
FIGURA 5.100. PRUEBA DE LA T DE STUDENT VARIACIÓN MEDIA RENTABILIDAD ECONÓMICA	406
FIGURA 5.101. INTERVALOS DE CONFIANZA DE LA MEDIA RENTABILIDAD ECONÓMICA.	407
FIGURA 5.102. PRUEBA DE LA T DE STUDENT VARIACIÓN MEDIA RENTABILIDAD FINANCIERA	408
FIGURA 5.103. INTERVALOS DE CONFIANZA DE LA MEDIA RENTABILIDAD FINANCIERA.	409

FIGURA 5.104. INDICADORES CON DIFERENCIAS EN LOS PROMEDIOS ESTADÍSTICAMENTE SIGNIFICATIVAS	411
FIGURA 5.105. ECUACIÓN DE LAS VARIABLES QUE TIENEN DIFERENCIAS ESTADÍSTICAMENTE SIGNIFICATIVAS EN FUNCIÓN DEL TIPO DE EMPRESA	414
FIGURA 5.106. MODELOS DE REGRESIÓN LOGÍSTICA CON DOS VARIABLES EXPLICATIVAS	415
FIGURA 5.107. R-CUADRADO DE LOS MODELOS DE REGRESIÓN LOGÍSTICA	417
FIGURA 5.108. MODELOS Y CONTRASTES DE LOS MODELOS DE REGRESIÓN LOGÍSTICA SIGNIFICATIVOS	420
FIGURA 5.109. RESUMEN CONTRASTACIÓN DE HIPÓTESIS.....	427

INTRODUCCIÓN

La investigación en el campo de la empresa familiar ha experimentado un amplio avance en los últimos años y el objetivo de la presente tesis doctoral es contribuir al mismo desde una perspectiva académica, pero también con el ánimo de que las reflexiones teóricas y las contrastaciones empíricas contenidas en el mismo, puedan tener una aplicación práctica en el ámbito profesional y empresarial de este tipo de empresas, que constituyen un motor indispensable de las economías mundiales actuales y que, previsiblemente, seguirán jugando ese papel básico en los tiempos futuros.

Son diversas las motivaciones que impulsan el presente trabajo. A la mencionada importancia de este campo de estudio en el ámbito económico, se une una preocupación personal por las empresas familiares y, en especial, por las razones o factores que influyen en su supervivencia o continuidad. El interrogante de partida enlaza con el mantra, repetido en multitud de trabajos y foros de debate, de que la empresa familiar desaparece en el transcurso de las generaciones, lo que parece apoyado por las estadísticas que cifran en un 30 % las empresas familiares que sobreviven la primera generación, y solo entre el 10 y un 15 % a la tercera generación. El reverso de dicho planteamiento viene dado por el dato de que las grandes empresas mundiales de mayor renombre y longevidad son empresas familiares (Walmart, Ford, BMW, Volkswagen). La aparente contradicción de estas realidades induce a plantear la cuestión central del presente estudio y es si existe una fórmula que permita explicar las razones de éxito de las empresas familiares o, al menos, la identificación de los factores que influyen en su muerte o desaparición. Por otra parte y como objetivo final, se pretende que el presente trabajo pueda ser una aportación para que todos los implicados en el estudio, gestión, asesoramiento y dirección de las empresas familiares puedan mejorar su entendimiento de las mismas y, en consecuencia, marcar unas líneas de actuación que favorezcan la tan anhelada longevidad de las empresas familiares.

La primera dificultad que surge a cualquiera de los interesados en este campo de estudio es la propia indefinición del término «empresa familiar» sobre el que no ha sido posible adoptar un consenso generalizado en su conceptualización, y sobre el que se han planteado definiciones de carácter muy variado y en las que se pone el acento

diferenciador básico en aspectos de muy diversa índole. La ausencia de un concepto definido y la discusión sobre si esta área de investigación tiene carácter de disciplina científica independiente ha sido objeto de un intenso debate en el campo doctrinal que, aún hoy, permanece abierto, si bien sí parece existir una coincidencia en aceptar que existe empresa familiar siempre que concurren los siguientes componentes: propiedad-dirección de los miembros de la familia, implicación familiar e intención de transferencia a generaciones posteriores (Basco, 2005). El presente trabajo adopta una definición amplia y omnicomprendensiva que abarca la enorme heterogeneidad de las empresas familiares, la acuñada por Corona y Téllez (2011): «Empresa familiar es aquella en la que un grupo familiar está en condiciones de designar al máximo ejecutivo de la compañía, de fijar la estrategia empresarial de la misma y todo ello con el objetivo de continuidad generacional, basado en el deseo conjunto de fundadores y sucesores de mantener el control y la gestión de la familia».

La estructura de este trabajo doctoral viene marcada por el propio desarrollo de la investigación llevada a cabo, lo que ha supuesto la articulación de los diferentes capítulos que la integran. Una primera fundamentación teórica es abordada en los dos primeros capítulos para luego, en el tercer capítulo, establecer el marco teórico específico en el que se incluye la formulación de las hipótesis que serán objeto de contrastación empírica en el capítulo 4. De esta forma, tras un primer análisis de las cuestiones relativas al concepto, naturaleza y principales implicaciones de la teoría de la agencia, la teoría de la *stewardship* y la teoría de los recursos y las capacidades en el ámbito específico de la empresa familiar, se continuó la labor de revisión a partir de los esquemas o pautas aportadas por el modelo de los cinco círculos propuesto por Amat (2000), que supone una ampliación del clásico modelo de los tres círculos de Taguri y Davis (1999), al incorporar a los elementos básicos de familia, propiedad y empresa, los círculos de la gestión y sucesión de la empresa familiar. Por ello, se lleva a cabo una primera línea de aproximación teórica a los círculos de gestión, propiedad y sucesión en el capítulo 2, para, posteriormente, en el siguiente capítulo, centrar el marco teórico concreto y específico en la empresa familiar como negocio, como entidad económico-financiera que ha de garantizar su viabilidad y solvencia para el logro de sus objetivos empresariales, teniendo en cuenta la implicación familiar y los objetivos no exclusivamente económicos que son una de las notas distintivas de las empresas de esta clase.

Por otra parte, y antes de ocuparnos de la estructuración y contenido de los diferentes capítulos en los que se divide la tesis, señalar otro escollo conceptual al que se ha enfrentado la investigación: el concepto de continuidad o supervivencia de la empresa, como término antónimo del término fracaso empresarial, sobre el que tampoco existe una teoría unificada, lo que dificulta el estudio de los factores que determinan el mismo, ya que bajo la acepción se integran diversos supuestos de hecho que pueden repercutir de forma negativa en la empresa, si bien, salvo supuestos excepcionales (*accidental bankruptcies*), es general la consideración de esta situación como un proceso y no como un evento puntual (Díaz-Casero *et al.*, 2014), lo que hace posible que se analice el periodo de tiempo que transcurre desde que se producen los primeros síntomas hasta que el hecho se consuma. Como se verá en el apartado relativo a la variable dependiente, el presente trabajo adopta un criterio objetivo que viene marcado por la Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio).

El primer capítulo de la tesis aborda las cuestiones básicas de la empresa familiar. Partiendo de la revisión histórica de la empresa familiar como forma de evolución antropológica de organización humana (Rus y Trevingo, 2011), hasta su transformación en motor de relevancia fundamental en el sistema económico capitalista, se abordan cuestiones como la empresa familiar como rama de estudio en el seno de la más amplia disciplina de dirección estratégica, y el debate en torno a su consideración como campo de investigación independiente. La revisión de los principales trabajos sobre empresa familiar ponen de manifiesto que no es hasta los años ochenta cuando la empresa familiar empieza a considerarse como una entidad con dimensión conceptual propia. Posteriormente, y como se ha señalado anteriormente, el capítulo se ocupa de la delimitación conceptual de la empresa familiar, que adolece de lo que se ha denominado «dilema de definición» (Klein *et al.*, 2005). Tras la revisión de las principales aproximaciones del término, se adopta el criterio amplio antes definido. La naturaleza y ciclos de vida de la empresa familiar, así como la descripción de sus fortalezas y debilidades son objeto de los siguientes apartados. Por último, el capítulo dedica su último apartado a las particularidades que, en el ámbito de la empresa familiar, presentan las teorías de la agencia, teoría de la mayordomía o *stewardship* y la teoría de los recursos y capacidades. Especial objeto de interés por parte de la investigación en la empresa familiar tiene la teoría de la agencia, según se observará a lo largo de este trabajo. La teoría de la agencia presenta rasgos especiales en la empresa familiar, ya que

si bien una primera visión podría llevar a pensar que en la misma se eliminan los costes de agencia, un análisis más detenido de la cuestión no permite mantener esa afirmación de forma tan categórica, pues asociados a la teoría de la agencia en el ámbito familiar, surgen los términos de «altruismo» y de afianzamiento o *entrenchment*, con los efectos positivos y negativos que los mismos presentan. De esta forma, la cuestión de la separación entre propiedad y control reviste también en la empresa familiar especial complejidad sin que pueda llegarse a conclusiones unánimes, teniendo en cuenta los diversos tipos de propiedad, los ciclos de vida de la empresa y los diversos entornos legales e institucionales en los que se desenvuelve. La teoría de la administración o *stewardship* proyecta una nueva forma de entender las relaciones entre principal y agente, a partir de una concepción de «otro modelo de hombre» que actúa movido por intereses no exclusivamente económicos, sino de satisfacción personal y ejercicio responsable del trabajo, lo que puede tener especial relevancia en el seno de la empresa familiar. Por último, y surgida en el seno de la dirección estratégica, la teoría de los recursos y capacidades que tiene su origen en las ideas de Penrose (1959) y alcanza especial desarrollo con las aportaciones teóricas de Wenerfelt (1984), Barney (1991), Grant (1996). La principal construcción de esta teoría en el ámbito de la empresa familiar es el concepto de *familiness* o dimensión familiar, entendida como paquete único de recursos que una empresa determinada tiene a causa de la interacción de sistemas entre la familia, sus miembros individuales y la empresa, y que se sistematizan en un grupo de recursos: capital humano, capital organizacional y capital de proceso. (Habbershon *et al.*, 2003 ; Habbershon y Williams, 1999).

El capítulo 2 incluye una revisión de algunos de los elementos que integran el modelo de los cinco círculos propuesto por Amat en su obra *La continuidad en la empresa familiar* (2000), identificados por la literatura sobre empresa familiar como factores de continuidad y supervivencia: dirección estratégica, gobierno y sucesión. El elemento relativo a la empresa familiar como negocio y sus características económicas financieras es objeto del siguiente capítulo, que plantea el modelo teórico concreto del presente trabajo y en el que se formulan las hipótesis objeto de contrastación.

El capítulo plantea como punto de partida el propio concepto de continuidad como término ambiguo sobre el que no existe coincidencia en torno a su significado ya que se trata de un constructo multidimensional abierto a variadas interpretaciones y planteamientos. En todo caso, la continuidad de la empresa familiar es un elemento

sometido a la contraposición de los dos sistemas que la integran, el sistema familiar y el sistema empresarial, de forma que solo el debido ajuste entre ambas realidades hará posible la meta de supervivencia de la empresa.

Una primera reflexión sobre la empresa familiar con sus características de orientación a largo plazo, capital «paciente», menores costes de agencia, mayores niveles de capital social, política financiera más conservadora y compromiso de los miembros con la misma podría llevar a pensar que las empresas familiares tienen una mayor continuidad en el tiempo, si bien este planteamiento queda desmentido por los datos de la alta mortandad de esta clase de empresa.

Las discrepancias en torno a cuáles son los factores que influyen en dicha circunstancia son diversas y las investigaciones en torno a la cuestión presentan un carácter fragmentario y no arrojan resultados concluyentes, si bien parecen coincidir en que las empresas familiares han de implantar una serie de estructuras básicas que le permitan asegurar su crecimiento y supervivencia, especialmente en los cruciales momentos de transición generacional, mediante el establecimiento de unos órganos de gobierno adecuados, una estrategia que le permita adaptarse a los cambios tanto externos como internos y una planificación de la sucesión.

En los siguientes apartados se desarrolla una breve revisión de dichos factores en el ámbito de la empresa familiar. La estrategia de la empresa familiar se configura como un pilar básico para evaluar la capacidad de la empresa para adaptarse a los diversos entornos en los que desempeña su actividad y los cambios que se producen en los mismos, si bien dichas decisiones estarán condicionadas por los valores y forma de ser particular de cada empresa. Las empresas familiares y las empresas no familiares pueden presentar procesos estratégicos similares, pero la cuestión central es cómo las esferas de control de la propiedad, valores e influencia de la familia se materializan en la misma, y las vinculaciones que se producen entre esta y la planificación sucesoria y financiera de la empresa. La innovación, los recursos humanos, los recursos relacionales, la diversificación e internacionalización de la empresa familiar han sido objeto de estudio en la literatura sobre empresa familiar sin que los resultados de las investigaciones lleguen a conclusiones unánimes, motivado en parte por la gran heterogeneidad de las empresas familiares, diversidad de ciclos de vida en la que puedan encontrarse y los entornos legales e institucionales en los que se desenvuelven.

La relación entre control y propiedad en la empresa familiar y su influencia sobre el gobierno de la empresa familiar son objeto de análisis en el siguiente apartado. Las características peculiares de las empresas familiares motivan que las estructuras de gobierno presenten su propia caracterización influida por un sistema en el que se superponen relaciones familiares y personales, sin olvidar su carácter de empresa. Por ello, el gobierno de la empresa familiar ha de estructurarse para asegurar tanto el cumplimiento de los objetivos familiares como los objetivos económicos. Lo anterior conduce a la necesidad de que las empresas familiares deban contar con instituciones típicamente empresariales, como la Junta General y el Consejo de Administración, así como de órganos de gobierno de la familia empresaria. Cuestiones específicas como la composición del Consejo de Administración y su impacto en la empresa familiar y el Protocolo Familiar como instrumento de planificación de la empresa y mecanismo de unión familiar y compromiso de continuidad de la empresa son objeto de revisión en este apartado.

Por último, el capítulo aborda una de las cuestiones que, tradicionalmente, se ha considerado como vital para la supervivencia de la empresa familiar: la sucesión. El traspaso de poder y de propiedad que se produce en la sucesión de la empresa familiar tiene una dimensión básica, ya que de su forma de abordarla y llevarla a cabo va a depender en gran medida la continuidad de la empresa familiar. La sucesión en la empresa familiar presenta un carácter multidimensional, ya que además de intervenir diversos implicados, generalmente unidos por grandes lazos afectivos, los intereses personales y profesionales presentan especial complejidad en este proceso, de forma que, como señalan Cabrera y Martín (2007), se trata de un proceso polietápico que comienza incluso antes de que los herederos entren en la empresa y sus efectos se prolongan más allá del momento en que son elegidos sucesores y en el que intervienen dinámicas de organización y comunicación entre familia y empresa.

Como se ha explicado anteriormente, en el desarrollo de la primera investigación sobre los elementos que influyen en la continuidad de la empresa familiar, tras revisar el estado de la literatura en torno a los factores identificados como condicionantes de la misma, el interés se centra en el análisis de la empresa familiar como empresa, como entidad económica que ha de lograr su viabilidad para contribuir a la consecución de los fines de distinta naturaleza que son característicos de las mismas. De esta forma, a partir de esta reflexión se construye un marco teórico acerca de las implicaciones de la

naturaleza familiar de la empresa en su rendimiento económico y, en consecuencia, en su continuidad, ya que es indudable que, pese a que la empresa familiar trata de promover unos objetivos no exclusivamente económicos, tampoco puede pervivir sin éxito financiero.

Las empresa familiar tiene como rasgo distintivo propio la orientación a largo plazo y su deseo de ser legada a sucesivas generaciones, circunstancias que, unidas al compromiso de la familia en la empresa deberían contribuir a una mayor continuidad a lo largo del tiempo. Sin embargo, y como se ha venido señalando, este planteamiento choca con la realidad de los datos acerca de la alta mortandad de las empresas de este tipo. En este contexto surge el interrogante de cómo el rendimiento económico se encuentra condicionado por la naturaleza familiar de la empresa. La revisión de la literatura sobre esta cuestión también tiene carácter fragmentario y las conclusiones de los diferentes trabajos no permiten extraer conclusiones unánimes, entre otras razones porque la complejidad de las relaciones entre el sistema familia y el sistema empresa hacen difícil conectarla con los criterios de rendimiento tradicionales, ya que además de elementos de éxito económico, ha de tenerse en cuenta la satisfacción de los intereses familiares.

Por ello, frente a los modelos que pretenden confrontar el sistema familia y el sistema empresa, se erigen los modelos que tratan de plantear la sostenibilidad o supervivencia de la empresa mediante la complementariedad de ambos de forma que se cumplan los objetivos de uno y otro, mediante el equilibrio de los recursos y necesidades interrelacionados, de forma que la continuidad de la familia será una consecuencia del éxito de la familia y del éxito de la empresa.

En el capítulo 1 se expusieron las fortalezas y debilidades de la empresa familiar, y estas tienen indudable repercusión en el ámbito económico financiero. Por una parte, determinadas ventajas, tales como la falta de sujeción al control de accionistas externos, que les permite realizar inversiones a largo plazo incluso si ello implica una merma económica a corto plazo, la falta de rigidez en la toma de decisiones que les permite una mayor flexibilidad para adaptarse a los cambios del entorno y la existencia de un capital «paciente» deberían contribuir a un mayor rendimiento económico y, por tanto, a una mayor estabilidad de la empresa familiar. Por otra parte, el deseo de mantener el control en manos de la familia como objetivo prioritario y la aversión al riesgo de las empresas

familiares se convierten en restricciones que pueden limitar o reducir su crecimiento y desarrollo económico y, en consecuencia, condicionarían la supervivencia de la empresa salvo que dichas desventajas se equilibren mediante el establecimiento de un gobierno adecuado, el planteamiento de una estrategia competitiva y un mayor compromiso con el proyecto empresarial.

En el capítulo 3, tras destacar las características económicas financieras propias de las empresas familiares, se procede al análisis de los indicadores objetivos que miden dicho rendimiento económico y financiero. El diagnóstico financiero de una empresa ha de hacerse a través del análisis de la solvencia y la rentabilidad como medidas vinculadas al valor de la empresa, así como a través de la evaluación de las posibilidades de inversión y su estructura de capital. De esta forma, las empresas han de desarrollar su actividad y adoptar sus decisiones al cumplimiento de los objetivos de crecimiento económico, obtención de la rentabilidad esperada de la inversión y mantenimiento de una estructura de capital que garantice dicha estabilidad o permanencia en el tiempo. Los siguientes apartados del capítulo se dedican al análisis de los indicadores que se consideran la base de la viabilidad y supervivencia de la empresa: estructura de capital de la empresa, análisis de la rentabilidad y de la liquidez, o lo que algunos autores han denominado como el «indicador financiero de perdurabilidad» (Trujillo *et al.*, 2007).

La estructura de capital como forma en que las empresas se financian para desarrollar su actividad ha sido objeto de diversas construcciones teóricas que tienen como punto de partida la relación entre el nivel de endeudamiento y el coste de capital. Las principales teorías sobre la cuestión: teoría clásica o tradicional, teoría del equilibrio estático o *static trade off* y la teoría de la jerarquía de preferencias o *pecking order* y las aportaciones llevadas a cabo desde los planteamientos de la teoría de la agencia, si bien son líneas de estudio de importante relevancia teórica y que han sido contrastadas en parte de los estudios empíricos, no acaban de resolver cada una por sí sola y de forma general lo que Myers *et al.* (1984) denominaban «*capital structure puzzle*».

La estructura de capital en las empresas familiares viene condicionada por todas las características y objetivos que son propias de las mismas y los diversos estudios empíricos revelan que no existe unanimidad respecto a la influencia de la propiedad familiar en la estructura financiera, lo que no puede interpretarse como que el carácter familiar no tiene influencia en la misma, sino que la falta de homogeneidad de las

empresas familiares, los diferentes contextos en los que se desenvuelven, el grado de control de la propiedad unidos a los diversos niveles de implicación de la familia en la dirección y gestión de la misma, sus distintos ciclos de vida afectan a las decisiones sobre la estructura de capital.

Desde otro punto de vista, la cuestión de si la empresa familiar se endeuda más o menos que las empresas no familiares es una cuestión que ha sido también objeto de interés en la literatura sobre la empresa familiar sin que tampoco se alcancen resultados unánimes, dado que este interrogante aparece vinculado a otros elementos, tales como si estas empresas experimentan una mayor restricción o facilidad en el acceso al crédito, las formas y medios de financiación que emplean las mismas y su política de reparto de dividendos.

La forma en que la estructura de capital influye en la continuidad o supervivencia de la empresa no ha sido objeto de especial interés para la teoría financiera y, generalmente, cuando ha sido estudiada, lo ha sido en el marco de las investigaciones relativas a la predicción de la quiebra o insolvencia de la empresa, y esta laguna de estudio se hace más patente en el campo de la empresa familiar. No obstante, la premisa general es que la cuestión de la combinación y acceso a las fuentes de financiación no es neutral en términos de desarrollo de una empresa y, generalmente, un nivel alto de endeudamiento ha sido identificado con mayores probabilidades de mortandad de la empresa.

El siguiente factor analizado en este capítulo, es el de la rentabilidad, entendida en un sentido amplio que abarca tanto los conceptos de rentabilidad económica como el de rentabilidad financiera, que además son algunas de las medidas más frecuentemente utilizadas en la creación de valor de las empresas, y es uno de los indicadores básicos sobre la marcha de la empresa y una condición necesaria para lograr el crecimiento a medio y largo plazo, y por tanto, la continuidad o supervivencia de la empresa.

Siguiendo la estructura del epígrafe anterior, se analiza la influencia que la propiedad familiar tiene en sus niveles de rentabilidad y eficiencia y se revisan las principales investigaciones en torno a la cuestión que, de nuevo, evidencian resultados contradictorios, sin que pueda concluirse que la naturaleza familiar de la empresa implique una mayor o menor rentabilidad de la misma. La razón de esta divergencia de resultados se halla de nuevo en las diferentes metodologías y tamaños muestrales

utilizados, la heterogeneidad de las empresas, tamaño de la empresa y diferente entornos en los que se desenvuelven.

La rentabilidad como factor de influencia en la continuidad de la empresa ha sido considerada por la teoría financiera como uno de los criterios básicos para medir el acierto o fracaso en la gestión empresarial, ya que una rentabilidad adecuada permite la retribución de los accionistas y garantizar el crecimiento de la empresa ya que sin la satisfacción de dichas condiciones podría peligrar la propia continuidad de la empresa. Las predicciones de la mayoría de los trabajos sobre la cuestión mantienen que las empresas que presentan menores niveles de rentabilidad tienen mayores probabilidades de fracasar, mientras que una mayor rentabilidad o rendimiento de la empresa se considera como una mayor garantía de solvencia y en consecuencia, afectará positivamente a la supervivencia de la misma.

La liquidez es un factor determinante de la política de inversiones de una empresa y le permite el aprovechamiento de las oportunidades de crecimiento así como un punto clave para tomar las decisiones de financiación. En consecuencia, este indicador es también una pieza decisiva en la empresa familiar, acentuado por la circunstancia de que en la empresa familiar confluyen las necesidades de liquidez de la empresa, las necesidades de liquidez de los propietarios familiares y las necesidades de control de la familia sobre las anteriores esferas. Por otra parte, las necesidades de liquidez y disponibilidad de la misma tienen especial significación en la empresa familiar, por lo que la gestión de la misma es fundamental dentro de la gestión financiera de este tipo de empresas. Pese a lo anterior, la literatura sobre empresa familiar no ha prestado especial interés a la cuestión, y los estudios acerca de si esta clase de empresa registran mayores o menores niveles de liquidez también revelan resultados contradictorios. Por otra parte, la relación entre liquidez e inversión y su relación con la continuidad de la empresa es generalmente admitida, de forma que las predicciones apuntan a que una falta de liquidez suele ir asociada a una menor rentabilidad y este problema afecta a la estructura económica de la empresa que tiene que acudir a un mayor endeudamiento y también influye en la política de inversiones de la empresa, circunstancias que tienen una directa traducción en la continuidad de la empresa.

El capítulo 4 se ocupa de la exposición de las cuestiones relativas a la metodología de la investigación, una vez formuladas en el capítulo anterior las hipótesis que serán objeto

de contrastación empírica. En primer lugar se expone la fuente de información utilizada para la determinación de la muestra, la base de datos SABI (Sistemas de Análisis de Balances Ibéricos) gestionados por la empresa INFORMA S. A., la población objeto de estudio y la muestra final sobre la que se efectuará el análisis empírico posterior, consistente en empresas familiares cuyos fondos propios superen la cantidad de nueve millones de euros en el periodo temporal 2007-2012.

Posteriormente, se definen las variables utilizadas en el análisis empírico, distinguiendo entre variable dependiente y variable independiente. La variable dependiente está formulada como la continuidad/no continuidad de la empresa familiar. La complejidad de la definición del concepto de definición ya se ha mencionado al inicio de esta introducción y ante la diversidad de acepciones y planteamientos teóricos se ha decidido seguir un criterio objetivo de carácter legal contenido en el artículo 363 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, y considera como causa de disolución de la sociedad la existencia de pérdidas que dejen reducido el patrimonio neto a una cantidad inferior a la mitad del capital social, a no ser que este se aumente o se reduzca en la medida suficiente y siempre que no sea procedente solicitar declaración de concurso.

La variables independientes y sus medidas también se exponen en este capítulo. La indefinición del término de continuidad/no continuidad de la empresa familiar también influye en la dificultad a la hora de seleccionar las variables independientes, optándose por la utilización de los ratios contables relativos al desempeño de la empresa: ratios de estructura, ratios de liquidez y ratios de endeudamiento.

La herramienta metodológica empleada en el análisis empírico es la regresión logística binaria, destacando la novedad del empleo de la técnica estadística de la variación media de los índices en cadena de todos los ratios económicos financieros estudiados.

El capítulo 5 presenta el análisis y discusión de los resultados más destacados que se deducen del análisis empírico realizado. En primer lugar, se presentan los resultados del análisis de concordancia para, posteriormente, elegir el mejor indicador de variación para el estudio empírico objeto de este trabajo doctoral. Posteriormente, se lleva a cabo el análisis de concordancia de Kappa y se analizarán los resultados del análisis bivariante y del análisis multivariante para finalizar con un resumen de la constatación de las hipótesis planteadas.

En el capítulo sexto se exponen las conclusiones, implicaciones, limitaciones y futuras líneas de investigación de esta tesis doctoral.

CAPÍTULO 1. LA EMPRESA FAMILIAR. DELIMITACIÓN CONCEPTUAL Y APROXIMACIONES TEÓRICAS

1. INTRODUCCIÓN

La importancia de las empresas familiares en las economías mundiales es un hecho indiscutible. Como se observará posteriormente los datos son reveladores, ya que en países como Estados Unidos, representan más de un 80 % del total, generando un empleo en torno al 50 %. Similares cifras se observan en la Unión Europea y en particular, en España su número excede los 2,9 millones, aportando el 70 % del producto interior bruto (KPMG, 2013).

A lo largo de este capítulo, se abordarán cuestiones básicas relativas a la empresa familiar, a su construcción como disciplina científica independiente, su conceptualización y determinadas características genéricas que contribuyen a su identificación y que sirven de punto de partida para una adecuada comprensión de su complejidad y que favorecen el acercamiento a la misma como realidad económica y social impulsora de crecimiento y depositaria de una cultura y valores idiosincrásicos.

En el apartado dos se enmarca la empresa familiar en el contexto histórico, desde las primeras manifestaciones de la empresa familiar como organización que nace del proceso de socialización de los individuos y de la idea de responsabilidad de la familia como proveedora de bienestar para sus miembros, hasta su desarrollo como estructura más evolucionada, fortalecida al amparo de las transformaciones de la Revolución Industrial hasta la posición preeminente alcanzada a lo largo del siglo pasado hasta la actualidad.

Pese a la importancia de la empresa familiar como motor de impulso de la economía su configuración como campo de estudio independiente es relativamente reciente y no ha estado exento de debate. El apartado tres de este capítulo se ocupa de analizar la evolución de la empresa familiar como disciplina científica, a partir de los primeros estudios fechados en los años cincuenta hasta el mayor desarrollo de esta área de

conocimiento, sobre todo al amparo de diversas instituciones y asociaciones profesionales de carácter internacional.

Este apartado incluye la referencia a una serie de trabajos recientes que, desde diversas perspectivas y metodologías, han sistematizado las principales investigaciones y estudios llevados a cabo en el campo de la literatura de la empresa familiar, poniendo de manifiesto su carácter multidisciplinar.

Uno de los principales problemas a los que se enfrenta el estudio de la empresa familiar es el de su propia definición, pues no existe unanimidad a la hora de responder a la pregunta inicial: ¿qué es una empresa familiar?

La heterogeneidad de las empresas familiares que incluyen en su universo tanto al pequeño negocio de carácter local como a la gran corporación de dimensión internacional no facilita esta tarea.

En el apartado cuatro se lleva a cabo una revisión de los diferentes enfoques teóricos seguidos para la formulación o construcción de un concepto de empresa familiar que permita identificar la singularidad de la empresa familiar y contengan las notas distintivas que la diferencien de otras formas organizativas.

La empresa familiar es un organismo vivo sujeto a cambios y transformaciones como le sucede a cualquier organización económica pero con la particularidad de que en la empresa familiar existe un solapamiento de los sistemas de propiedad, familia y negocio y concurre además una vocación de continuidad que influirá en toda su dinámica y estructura.

En este apartado también se incluye la revisión de los principales modelos teóricos propuestos en torno a la naturaleza de la empresa familiar y en particular a uno de sus rasgos básicos, como es el ciclo de vida de la empresa.

Las fortalezas y debilidades de la empresa familiar son objeto del capítulo cinco, llevándose a cabo una sistematización de las mismas desde los diversos trabajos e investigaciones en torno a esta cuestión.

Por último, se sistematizan las principales construcciones teóricas en torno a la empresa familiar, incluyendo las aportaciones básicas llevadas a cabo por la literatura en torno al

objeto de estudio: teoría de la agencia, teoría de la administración o *stewardship* y teoría de los recursos y capacidades.

2. LA EMPRESA FAMILIAR: UNA REVISIÓN HISTÓRICA

Los orígenes de lo que hoy se conoce como empresa familiar son difíciles de precisar pues en su nacimiento, configuración y desarrollo han intervenido factores de muy diversa naturaleza.

Como señalan Rus y Trevingo (2011) una aproximación histórica a la empresa familiar la muestra como una forma de evolución antropológica de una organización humana en la que el principio es la familia nuclear y el fin la integración de esa estructura de sistemas más complejos a través de un proceso de transformación continua que tiene en el tiempo y en la historia afectando a las dinámicas individuales, grupales y sociales.

La empresa familiar se configura como una consecuencia lógica del proceso de socialización de los individuos y la familia y su fundamento se encuentra en la noción de responsabilidad de las familias para garantizar los medios de vida y el bienestar de sus miembros, y sus primeras manifestaciones se enmarcan en el propio seno de la familia ya que los procesos productivos-distributivos-asignativos fueron inicialmente una actividad familiar desde que nuestros antepasados comenzaron a canjear unos productos por otros, a la vez que la organización mantiene un componente no exclusivamente económico sino también un sentido psicológico y social como portadora de la identidad individual y colectiva de la familia.

Greiff (1994) sitúa en el siglo XIII la aparición de la empresa familiar en el contexto del comercio genovés naciendo como una sociedad que mantenía intacta y bajo una única propiedad la riqueza de la familia. En dicha organización, el hijo del comerciante al llegar a la edad adecuada, asumía la dirección de la empresa. En una evolución posterior, la empresa familiar italiana se desarrolla cuando varios comerciantes aportan capital y crean organizaciones con un horizonte temporal indefinido y pasan a ocupar el lugar que tradicionalmente había ocupado el comerciante individual.

La transformación de una economía basada en un sistema agrario a una economía basada en un sistema capitalista cuyos ejes centrales son el dinero, las finanzas y la

banca se produce a partir del s. XVI y da lugar a una serie de sistemas legales y contractuales que tratan de regular y establecer mecanismos de control en las nuevas relaciones económicas surgidas a raíz de dichos cambios, y es en dicho escenario donde la empresa familiar adquiere relevancia como motor del nuevo sistema económico.

Sin embargo, no es hasta el s. XIX y la Revolución Industrial cuando el llamado «capitalismo propietario» dominante en Gran Bretaña impulsa una serie de cambios e innovaciones en el marco económico que son exportados a otros países como Estados Unidos y Japón. La especialización vertical y la fragmentación horizontal de la estructura industrial, unidas al control familiar de las empresas resultaron ser un entorno adecuado para el desarrollo de tecnología dominante y las empresas familiares van adquiriendo un papel relevante en este momento de cambio económico y social (Chandler, 1990; Galve y Salas, 2011).

Sin embargo el «capitalismo propietario» británico fracasa cuando se enfrenta a las complejidades tecnológicas y a los elevados costes fijos de la industria de finales de siglo, pues en ocasiones la empresa familiar adoptó una estrategia de bajo crecimiento con el propósito de mantener el control de la propiedad y el no establecer relaciones de dependencia con acreedores o accionistas ajenos a la familia de forma que numerosas empresas familiares, incluso de gran dimensión sucumbieron por la falta de adaptación al nuevo entorno y a las necesidades del mercado y de la economía (Lazonick, 1991).

No obstante lo anterior, como siguen señalando Galve y Salas (2011) dicha tesis ha sido puesta en entredicho por otros historiadores que afirman que la falta de adaptación al entorno económico observado en las empresas familiares no puede atribuirse a la cuestión de quién es titular de la propiedad sino que tiene su verdadera causa en los diferentes contextos sociales y culturales en los que se desenvuelve cada empresa concreta y su capacidad o no para enfrentarse a los desafíos planteados por dichos entornos (Church, 1993). De hecho, el crecimiento económico experimentado en el siglo XX, especialmente a partir de los años 50 y 60 permitió el desarrollo de la mayoría de las grandes empresas familiares, muchas de las cuales perviven hasta nuestros días.

En el informe llevado a cabo por KPMG y el Instituto de Empresa Familiar (2007) se pone de manifiesto que las empresas familiares son un elemento clave tanto para la economía nacional como para la internacional. En los países desarrollados, el porcentaje

de empresas familiares es de entre el 60 % y el 95 % de la totalidad de empresas existentes. En Estados Unidos, entre el 80 % y el 90 % de las empresas pertenecen a familias y representan alrededor del 50 % del producto interior bruto del país, generando el 60 % de los puestos de trabajo. En la Unión Europea, unos 17 millones de empresas familiares generan empleo para unas 100 millones de personas y representan más del 60 % de todas las empresas de la Unión Europea. En España, el 75 % de las empresas son familiares, aportan el 65 % del PIB y generan el 80 % de los puestos de trabajo.

3. LA EMPRESA FAMILIAR COMO CAMPO DE INVESTIGACIÓN INDEPENDIENTE

La importancia y significación de la empresa familiar en la economía de los países no ha sido paralela a su representatividad como objeto de estudio en las investigaciones en el ámbito de la dirección de empresas (Rodríguez Alcaide y Rodríguez Zapatero, 2004). Es cierto que el reconocimiento de las organizaciones como campo de estudio es relativamente reciente y esta puede ser una de las causas por las que la empresa familiar no haya desarrollado un cuerpo teórico propio, pero su olvido resulta más sorprendente si, como señalan algunos autores, la empresa familiar es la «forma de organización dominante en el mundo» (Miller *et al.*, 2008).

El estudio de la empresa familiar como campo de investigación independiente y las razones que explican la necesidad de crearlo es una cuestión que ha sido objeto de amplio debate y no exenta de detractores que ponían en duda su justificación. Sin embargo, las corrientes actuales parecen coincidir en el hecho de que el estudio de la empresa familiar es la «nueva pieza que completa el puzle necesario para formar el mapa de la Dirección de Empresas y para ello se hace imprescindible desarrollar trabajos propios que rompan el código genético de la investigación para trascender en conocimientos no explicados, por olvido u omisión, de los otros campos y desprenderse de la visión de la gran empresa como objeto de estudio» (Basco, 2006).

Sharma *et al.* (2007), en su revisión sobre la investigación sobre la empresa familiar indican que la misma comienza con la tesis doctoral de Calder (1953): «Some management problems of the small family controlled manufacturing bussiness». Sin

embargo, es a finales de los 60 cuando comienzan a aparecer en Inglaterra algunos artículos especializados en torno a la empresa familiar destacando el publicado por Donnelley (1964) en el que se concluía que la interrelación familia-empresa no siempre conduce a empresas menos eficientes, incluso se afirmaba ya que las empresas familiares eran capaces de capitalizar en forma de valor determinadas relaciones interpersonales. Durante los setenta se realizan algunos estudios de la empresa familiar como forma empresarial independiente, especialmente centrados en su estructura y organización pero es solo a partir de los años 80 cuando la empresa familiar empieza a considerarse como una entidad con dimensión conceptual propia.

En 1987, Ward publica otro influyente libro sobre la empresa familiar, *Keeping the family business healthy*, que incluye una serie de *best practices* para el correcto gobierno de la familia empresaria y la empresa familiar de forma que las bases de la nueva disciplina quedaban establecidas en todos estos trabajos pioneros (Tapies, 2011).

Uno de los hitos en esta evolución de la investigación sobre la empresa familiar lo marcaron la fundación en Estados Unidos del organismo Family Firm Institute en 1968 y la publicación de *Family Business Review* (FBR) en 1988, que nació como una asociación nacional y posteriormente en 1994 se constituyó como una asociación profesional internacional dedicada a mejorar las habilidades y conocimientos de quienes contribuyen a que las empresas familiares funcionen de forma más efectiva. FBR se fundó con la función de que los consultores y estudiosos de esta área de investigación pudieran crear y compartir conocimientos que permitieran una mejor comprensión de las paradojas a las que han de enfrentarse los propietarios y directivos de las empresas familiares, para lo que se incentivó la colaboración con universidades y la práctica de consultoría, complementándose con la publicación de artículos y libros especializados en este campo (Sharma *et al.*, 2012), y registrando hasta el año 2008 el mayor número de artículos sobre investigación en la empresa familiar (Benavides *et al.*, 2011).

En el ámbito europeo y con similares propósitos se crea en 1997 el European Group of Family Enterprises, como federación de asociaciones de empresas familiares europeas que defiende los intereses de este tipo de empresas de los 27 países de la Unión Europea ante sus instituciones. En España, en 1992 se funda el Instituto de Empresa Familiar (IEF) que nace como asociación sin ánimo de lucro dedicada a impulsar socialmente el

reconocimiento de la empresa familiar a través de la agrupación de las empresas familiares líderes en el sector. Integrada en el IEF se encuentra la mayor Red de Cátedras de Empresa Familiar a nivel mundial que contribuye al impulso en el mundo académico del estudio de la problemática que presenta este tipo de empresas familiares.

El mayor desarrollo de la investigación sobre la empresa familiar es evidente en los últimos años, lo que se pone de manifiesto, entre otras circunstancias por el incremento de conferencias internacionales sobre la materia, de forma que si en 2004 se registraron solo cinco sesiones en la conferencia anual celebrada por la Academy of Management, el panorama cambia totalmente en 2010 donde se registran treinta y seis sesiones total o parcialmente dedicadas a la empresa familiar (Zhara y Sharma, 2004).

A continuación, y con el fin de analizar la evolución del estudio de la empresa familiar se relacionarán una serie de artículos cuyo denominador común es haber llevado a cabo una revisión de la literatura publicada en el campo de la empresa familiar. Prescindiendo de revisiones anteriores llevadas a cabo por otros autores (Wortman, 1994; Bird *et al.*, 2002; Chrisman *et al.*, 2003 y 2005), se hará a los siguientes artículos: «Evolution of the Intellectual Structure of Family Business Literature: A Bibliometric Study of FBR» de Casillas y Acedo, 2007; «The adolescence of family firm research: Taking stock and planning for the future» de Gedajilovic *et al.*, 2011; «Trends in family business research» de Benavides *et al.*, 2011; «Family firms: A research agenda and publication guide» de Wright y Kellermans, 2011; y «Creación y desarrollo de empresas familiares: Una revisión de literatura desde el enfoque institucional» de Bernardich y Urbano, 2013.

La revisión llevada a cabo por Casillas y Acedo (2007) es la primera que utiliza una perspectiva objetiva empleando el análisis de cocitas consistente en determinar el número de veces que dos documentos o autores son conjuntamente citados, identificando los grupos de documentos relacionados que pueden considerarse pertenecientes al mismo tema de investigación. La fuente documental empleada en esta revisión son las publicaciones de *Family Business Review* entre los años 1998-2005 y realizando un análisis longitudinal que permite establecer los patrones de evolución de la estructura teórica de la disciplina.

En primer lugar, la revisión evidencia que el número de referencias por artículo publicado se ha incrementado respecto a los primeros años de publicación de FBR y termina identificando cinco grupos de temas de estudio, algunos de los cuales están relacionados entre sí.

El primer grupo es el proceso de sucesión en pequeñas y medianas empresas, poniendo de manifiesto que la sucesión es un momento especialmente delicado en la vida de la empresa familiar (Beckard y Dyer, 1983) en especial en las pequeñas y medianas empresas, con especial énfasis en las etapas del proceso sucesorio, y en concreto, en la de incorporación del sucesor en la empresa familiar.

El segundo grupo se centra en las fortalezas y debilidades de las empresas familiares y en los desafíos a los que se enfrentan para sobrevivir, dividiéndose a su vez en dos subgrupos, agrupándose en el primero los estudios sobre las características que distinguen a las empresas familiares de las no familiares, mientras que el segundo recopila los dedicados a la perspectiva dinámica de la definición de la empresa familiar.

El tercer grupo se refiere a los conflictos asociados con las empresas familiares y su praxis encontrándose en el mismo tres subgrupos: el primer subgrupo está formado por tres publicaciones clásicas (Dyer, 1986; Rosenblat *et al.*, 1985 y Ward, 1987) las cuales sistematizan los principales tópicos sobre la empresa familiar; el segundo agrupa trabajos de orientación práctica y supervivencia de la empresa familiar y por último, el tercero se ocupa de la definición de la empresa como sistema formado por dos subsistemas: familia y empresa.

Las relaciones de la familia en la empresa familiar son el objeto del cuarto grupo, cuyo nexo de unión es el estudio de las mismas desde diferentes perspectivas.

Por último, el quinto grupo lo constituye un análisis del campo de estudio de la empresa familiar, diferenciándose tres subgrupos: a) los diversos niveles de conceptualización de la empresa familiar; b) la necesidad de desarrollo de un modelo de integración para una total comprensión de la empresa familiar y c) ventajas y desventajas de la empresa familiar desde una perspectiva psicoanalítica.

La revisión mantiene que los cinco grupos de investigación son emergentes pero permiten mostrar una panorámica de la investigación en la empresa familiar caracterizada por los siguientes planteamientos:

- La empresa familiar no puede ser entendida solo como una clase de organización totalmente diferenciada de la empresa no familiar, sino que debe ser analizada desde una perspectiva multidimensional.
- La empresa familiar está formada por diferentes subsistemas pero es un único ente.
- Las corrientes teóricas que defienden que la diversidad de relaciones, emocionales y racionales, es fundamental para las empresas familiares han de ser mantenidas, pero han de ampliarse con nuevas perspectivas ya que no solo han de tenerse en cuenta las relaciones entre los miembros de la familia sino también las existentes con otros *stakeholders* (empleados, directivos, clientes, proveedores y competidores).
- La sucesión, pese a su importancia, no es el único reto al que se enfrentan las empresas familiares, pues existen otros como la dirección estratégica, gestión de conflictos, innovación, internacionalización, etc.

Las propuestas de acción no deben ser consideradas como universales sino que deben adaptarse a los contextos internos y externos de cada empresa particular.

Benavides *et al.* (2011) desarrollan una revisión de la estructura y tendencias de la literatura sobre la empresa familiar a través de las publicaciones que aparecen en *Social Science Citation Index* en el periodo comprendido entre 1961-2008 utilizando métodos bibliométricos para describir la evolución de las publicaciones, sus autores más representativos, las metodologías aplicadas y el contenido de las investigaciones.

El trabajo concluye que los temas tratados en las publicaciones son los siguientes y por su orden: sucesión (planificación, protocolo, continuidad), profesionalización, dirección y teoría organizacional, gestión estratégica y cambio organizacional, emprendimiento/innovación, recursos humanos, género y etnicidad, internacionalización/globalización, recursos/ventaja competitiva, cultura,

responsabilidad social corporativa, *marketing*, gestión del producto, gobierno, resultado económico y crecimiento, dinámicas familiares interpersonales, conflictos, dirección financiera, macrosistemas, planificación fiscal y patrimonial, educación y consultoría e historia de la empresa.

El tema que ocupa un mayor número de investigaciones es la sucesión (17,4 %), y las razones de este protagonismo se encuentran en el hecho de que una de las causas por las que las empresas familiares desaparecen es por la falta de un plan de sucesión escrito (Tatoglu *et al.*, 2008). Esta línea de estudio abarca cuestiones como el liderazgo y el traspaso de poder, el conflicto entre generaciones, los factores y barreras que influyen en la sucesión, etc. Asimismo, se resalta que la mayor parte de los trabajos relativos a la gestión de la sucesión se relacione con aspectos tales como la financiación, la cultura u otras dimensiones del comportamiento organizacional.

La profesionalización es un tema objeto de estudio relacionado con el proceso de cambio de un modelo de dirección «informal» a un sistema formalizado de dirección y gestión, en el que aparecen tensiones emocionales y problemas que afectan tanto a la familia como a la empresa.

La categoría dirección y teoría de la organización se centra en trabajos que se ocupan de comportamientos individuales y de grupo, estructura de gestión y procesos de dirección analizados desde diversos puntos de vista como la teoría de la agencia, la teoría institucional, etc. Asimismo, también se enmarcan en esta categoría los estudios que comparan las empresas familiares y las no familiares, aspectos organizacionales como localización, organización de actividades, diversificación y tecnología.

La planificación estratégica es un tema clave para la empresa familiar al configurarse como un marco adecuado para conciliar los sistemas familia y empresa y para favorecer un proceso de toma de decisiones flexible y compartido. Por otra parte, se trata de encontrar una serie de mecanismos que se adapten a cada empresa familiar, como localización, redes de negocio, diversificación, y se pone de relieve la necesidad de encontrar una teoría de la empresa familiar que incluya una perspectiva de dirección estratégica como puede ser la teoría de los recursos y las capacidades, que permita identificar dichos recursos y las capacidades que hacen que una empresa familiar sea única y le facilite la supervivencia y el crecimiento (Chrisman *et al.*, 2005).

El emprendimiento e innovación es una línea de estudio clave ya que se refiere a la distinción de los productos de la empresa como mecanismos para favorecer su rentabilidad e incluye áreas de interés como, innovación de productos y procesos, I+D y la búsqueda de nuevos mercados para promover la continuidad y el éxito de las empresas familiares.

El campo de los recursos humanos en la empresa familiar es otra orientación teórica de enorme relevancia por cuanto una de las «asignaturas pendientes» de la empresa familiar es la gestión del personal no familiar y la capacidad de atraer talento a la misma, así como el establecer los sistemas adecuados de retribución salarial, flexibilidad, formación y educación.

Los efectos del género y la etnicidad en la empresa familiar son objeto de investigación al tratar cuestiones como la influencia de los patrones étnicos en temas concretos de dirección o de formulación de valores de la empresa, interacción entre género y gestión en el resultado o dirección estratégica de la firma.

Relacionado con el tema anterior, se encuentra la cultura como dimensión de investigación en la empresa al influir en otros temas como la sucesión, gobierno y dirección de la misma. Asimismo, la siguiente materia relacionada como área de análisis: la responsabilidad social corporativa y ética, presenta clara vinculación con el tópico anterior, y la conclusión es que mientras las empresas familiares presentan menos propensión que las no familiares para promover iniciativas sociales, sí son sensibles a la hora de evitar acciones o comportamientos que puedan ser catalogados como socialmente irresponsables y puedan perjudicar a su reputación (Dyer y Whetten, 2006).

El gobierno de la empresa familiar se presenta como un tema de gran desarrollo en la literatura de la empresa familiar, ocupándose de cuestiones como la composición del consejo, tamaño, el *locus* de control familiar, la selección de los directivos externos, la influencia de la propiedad y la estructura de capital y los efectos de la política de compensación, siendo significativo el número de artículos que plantean estas cuestiones desde el punto de vista de la teoría de la agencia. Asimismo, el concepto de altruismo es abordado por estas líneas de investigación como una función de utilidad que conecta el bienestar individual con el de otros y puede, en determinadas circunstancias, favorecer la pervivencia de la empresa familiar.

Adoptando en gran número de ellos los postulados de la teoría de la agencia, los estudios sobre resultado económico y crecimiento exploran la forma en que diferentes atributos como confianza, altruismo y compromiso pueden afectar a la eficiencia y al resultado de la empresa.

Los temas dinámicas familiares interpersonales y conflictos, aunque pueden considerarse una única dimensión de estudio, su relevancia determina que sean tratados de forma independiente. En especial, el tópico conflicto adquiere una significación especial por cuanto el mismo puede causar desequilibrio e implicar un alto coste para la empresa ya que los miembros de la familia pueden estar «bloqueados» en el mismo, lo que motivará que los conflictos se «enquisten» y sea más difícil llegar a un entendimiento (Schulze *et al.*, 2003).

La dirección financiera reviste una importancia vital en toda clase de empresas, y en consecuencia también en la empresa familiar. El solapamiento de los sistemas familia-empresa puede influir en la toma de decisiones financieras. Por otra parte, los costes de agencia derivados de la posibilidad de que los directivos usen de forma «libre» el *cashflow* de la empresa pueden reducirse mediante el establecimiento de los mecanismos de control adecuados (López-Gracia y Sánchez-Andújar, 2007). Otras materias como coste de capital, estructura de capital, gestión del riesgo, financiación propia, beneficio empresarial y estrategias de inversión son también objeto de estudio y algunas de las contribuciones permiten analizar las diferencias de las características financieras entre empresas familiares y no familiares, empresas grandes y pequeñas y entre primera y siguientes generaciones.

Especial interés, como se señala posteriormente en el capítulo seis, tiene el estudio llevado a cabo por Blanco-Mazagatos *et al.* (2007) en el que combinan la teoría de los recursos y las capacidades y la teoría de la agencia para construir un marco más adecuado de comprensión de la capacidad financiera de la empresa familiar.

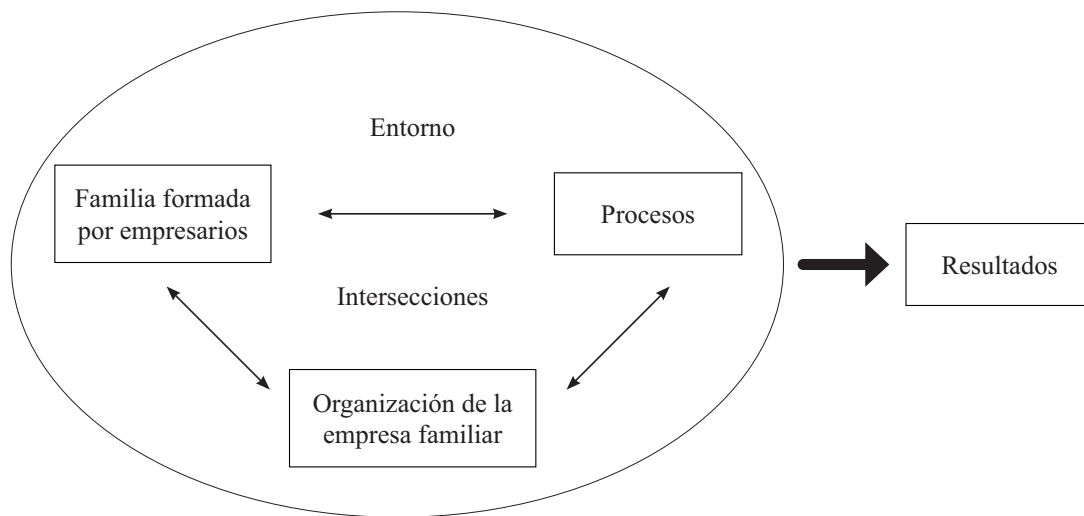
El tema macrosistemas incluye contribuciones al campo de la empresa familiar que examinan la importancia del contexto institucional en la supervivencia y éxito de la misma.

El área de educación y consultoría de la empresa familiar se ocupa de investigar las cualidades y características de los profesionales que ofrecen consejo a los miembros de la empresa, las herramientas para facilitar dicha orientación y lo que es más importante, la creación de departamentos y programas en las universidades para promover el estudio de la empresa familiar y la formación de sus miembros.

Los autores concluyen su revisión afirmando que la investigación de la empresa familiar se encuentra en plena fase de evolución y desarrollo, mostrándose un creciente interés en esta área de estudio como lo demuestra el cada vez mayor número de trabajos publicados. Los planteamientos de los diversos estudios ponen de manifiesto que el pensamiento estratégico, la teoría de los recursos y las capacidades así como la teoría de la agencia ofrecen los marcos teóricos necesarios para una más adecuada comprensión de la dinámica de la empresa familiar, como se observará en otros capítulos del presente trabajo.

Wright y Kellermans (2011) desarrollan un marco teórico para la investigación futura en el campo de la empresa familiar basándose en una serie de temas: los tipos de organización, los tipos de empresarios, los procesos, el entorno en el que se desenvuelve la iniciativa empresarial, la intersección entre dichos elementos y el resultado económico de la empresa familiar.

Figura 1.1. Marco teórico de la investigación de la empresa familiar



Fuente: Busenitz *et al.* (2003)

Como se observa en la figura 1.1, el desarrollo de dicho marco teórico es fundamental para clarificar y organizar el conocimiento en la investigación de la empresa familiar ya que, sin un cuerpo teórico sólido no puede existir una disciplina independiente (Busenitz *et al.*, 2003). En cada uno de los seis elementos clasificados por estos autores se describen los esfuerzos y las líneas básicas de implicación en la empresa familiar, para lo que utilizan la cultura como nexo de unión entre todas las materias.

En el tema de tipos de organización de la empresa familiar, tras poner de manifiesto la heterogeneidad de las empresas familiares y en consecuencia, su dificultad de definición y clasificación, se halla como elemento común de las mismas su carácter «transgeneracional» si bien algunas empresas nacen ya con ese objetivo, otras lo adquieren a lo largo de su existencia; que entren en juego aspectos tan relevantes como la heterogeneidad de la propiedad y el proceso sucesorio y la implicación de la siguiente generación.

En el tema tipo de empresarios o emprendedores en la empresa familiar, indica que tradicionalmente, los estudios han contemplado la propiedad de este tipo de empresas como un evento único que finaliza con la sucesión, la venta o el cierre de la empresa, sin embargo, los recientes estudios sobre experiencia profesional han identificado importantes diferencias según la naturaleza y extensión de la previa propiedad del

negocio, de forma que los empresarios pueden intervenir en multitud de empresas o involucrarse en la propiedad de sucesivas empresas.

Los procesos en la empresa familiar están considerablemente influidos por la implicación o compromiso de la familia en la empresa, en especial en el tema de gobierno. Por otra parte, el estudio incluye otra serie de cuestiones en las que la intersección entre la teoría de la agencia y la teoría de la administración o *stewardship* tiene mayor relevancia.

En la literatura de la empresa familiar, la teoría de la agencia se ha considerado decisiva para comprender la interacción entre propietarios y directivos no familiares si bien dicha construcción teórica ha sido superada por una múltiple perspectiva de la empresa que excede el reduccionismo de la dicotomía entre principal y agente y considera múltiples mecanismos para que intervengan los participantes en la empresa adoptando roles diferentes. Por otra parte, se pone de relieve la importancia que la investigación de la empresa familiar ha concedido a la teoría de la administración o *stewardship* y la aplicación positiva que puede tener en el gobierno de la misma, proponiendo que ambas teorías se consideren como complementarias.

La intersección de la teoría de la agencia y de la administración se pone de manifiesto también en los temas: Consejo de Administración, ciclo de vida de la empresa, emprendimiento e innovación, desarrollo de los recursos y capacidades y capital social.

El entorno en el que se desarrolla la empresa se ha estudiado como una variable de control o moderación y se ha dedicado poca atención a aspectos tan fundamentales como la influencia de la familia en la internacionalización de la empresa o el efecto de la expansión internacional en el comportamiento de los miembros de la familia.

El rendimiento o resultado económico de la empresa familiar se ha centrado en gran parte en el debate sobre la determinación de las medidas y variables que han de ser tenidas en cuenta, y sobre la diferenciación de conceptos como rendimiento y eficiencia, crecimiento y creación de empleo. La interacción de los objetivos económicos y no económicos es más compleja si se contempla desde la perspectiva del ciclo de la empresa y de la generación involucrada en la misma. Asimismo, la cuestión del deseo

de mantener la riqueza socioemocional también afecta a la medición de estos parámetros.

Como cierre, el estudio se ocupa de la combinación de todos los elementos o temas contemplados, pues los mismos no existen en el vacío sino que han de ser interrelacionados con el resto, que además son necesarios para la construcción de un cuerpo teórico y un soporte conceptual sólidos que promuevan la investigación y desarrollo de esta área de conocimiento para seguir con su evolución como disciplina autónoma y contribuir a resolver los retos a los que se enfrenta la empresa familiar.

Gedajlovic *et al.* (2012), en su trabajo afirman que la empresa familiar ha llegado a su «adolescencia» como campo de estudio y llevan a cabo una revisión sobre lo que ellos denominan la creciente madurez de la investigación sobre la empresa familiar a la vez que tratan de integrarla en el marco más amplio de las ciencias de la organización y dirección empresarial. Para ello, parten de dos interrogantes básicos, el primero de los cuales es en qué se diferencian las empresas en términos de resultado económico y el segundo, cómo afectan las condiciones institucionales a dichas diferencias entre empresas. Las conclusiones de este estudio ponen de relieve que las empresas familiares son una institución económica fundamental y resulta paradójica la falta de atención prestada por parte de las ciencias organizacionales pese a que recientemente empieza a ser un campo en desarrollo. Siguiendo la comparación propuesta por estos autores, esta área de conocimiento, considerada como un adolescente, está llena de promesas y dará frutos a todos los estudiosos que se ocupen de su emergencia y crecimiento, pero, sin embargo, este futuro prometedor está todavía por completarse y tiene un potencial para realizar importantes contribuciones al ámbito de las ciencias de la organización, tanto para ampliar el foco de otras disciplinas vinculadas como para comprobar la validez y fortaleza de su marco teórico y conceptual.

Bernardich y Urbano (2012) contribuyen recientemente a la revisión de la literatura sobre empresa familiar centrándose en los factores de entorno que condicionan la creación y el desarrollo de las empresas familiares a la luz del enfoque institucional, de forma que tras realizar una aproximación al concepto de empresa familiar, se ocupan de revisar los trabajos que tienen por objeto estudiar los factores socioculturales que condicionan la creación y desarrollo de las empresas familiares.

La metodología de la búsqueda bibliográfica se realizó mediante el análisis de las publicaciones que contenían una serie de palabras clave, siendo por un lado, una serie de términos que trataban de delimitar el estado del arte sobre la creación y desarrollo de empresas familiares y por otro, palabras que pretenden identificar los factores socioculturales que influyen en dicho hecho. El periodo de búsqueda abarca los años 1980-2011 y se tuvo en cuenta un amplio espectro de fuentes, como las revistas incluidas en el Journal Citation Reports (JCR) relativas al área de empresa familiar y de emprendimiento, además de otras publicaciones de carácter general correspondientes al área de gestión de empresa (*Academy of Management Review*, *Academy of Management Journal* y *Strategic Management Journal*) así como bibliografía procedente de revistas de menor impacto y libros clásicos consagrados a este campo de conocimiento.

Frente a la tradicional utilización de la teoría de la agencia y la teoría de los recursos y las capacidades, el estudio pone de relieve la repercusión que los factores institucionales informales tienen en el desarrollo de este sector empresarial que además pueden servir de incentivo y orientación a los organismos y administraciones públicas con competencia para diseñar políticas de estímulo a la creación y mantenimiento de las empresas familiares.

Como resultado, el trabajo presenta los siguientes factores socioculturales que intervienen en la creación y desarrollo de esta clase de empresas: proceso de socialización, modelos de referencia, redes sociales y actividades emprendedoras.

El primero de ellos, el proceso de socialización, es el que mayor interés ha suscitado en la literatura aunque su conocimiento es muy fragmentado por la utilización de enfoques teóricos muy diversos así como por la diversidad de variables tenidas en cuenta para su estudio.

Las redes sociales en el ámbito de la empresa familiar se centran fundamentalmente en las redes internas a la empresa, la influencia de la confianza y el altruismo en las mismas y las relaciones de la empresa con su entorno poniendo de relieve la mayor facilidad de este tipo de empresas para tejer redes (sobre todo informales) y acceder a recursos valiosos que favorecen su desarrollo.

Los modelos de referencia son un campo de estudio menos frecuente en la revisión efectuada y mayor atención se ha prestado a las actitudes hacia el emprendimiento cuyas investigaciones coinciden en destacar el peso que los factores ambientales, formación y experiencia tienen en el comportamiento empresarial.

A continuación, en la figura 1.2, se relacionan las principales revisiones llevadas a cabo en el campo de la literatura en la empresa familiar, y que han sido analizadas en este apartado.

Figura 1.2. Principales trabajos de revisión sobre el campo de estudio de la empresa familiar

AÑO	TÍTULO	AUTOR	PUBLICACIÓN	
2007	«Evolution of the Intellectual Structure of family Business Literature: A bibliometric Study of FBR»	Casillas y Acedo	<i>Family Business Review</i>	Teórico Bibliométrico
2011	«Trends in family business research»	Benavides, Quintana y Parra	<i>Small Business Economist</i>	Teórico Bibliométricos
2011	«Family firms: A research agenda and publication guide»	Wright y Kellermans	<i>Journal of Family Business Strategy</i>	Teórico
2012	«The adolescence of family firm research: taking stock and planning for the future»	Gedajilovic Carney Chrisman Kellermans	<i>Journal of Management</i>	Teórico
2012	«Creación y desarrollo de las empresas familiares: una revisión de literatura desde el enfoque institucional»	Bernardich y Urbano	<i>Omnia Science</i>	Teórico Bibliográfico

Fuente: Elaboración propia

Desde otra perspectiva, se ha tratado de construir una teoría de la empresa familiar basada en los mismos elementos que la teoría de la empresa, adaptándolos a las particularidades de este tipo de organización. En especial, se han tratado de integrar los enfoques de la economía de las organizaciones (especialmente, la teoría de la agencia) y de la perspectiva de los recursos y capacidades. A partir de este marco teórico se trata de explicar por qué son diferentes las empresas familiares de otro tipo de empresas y qué motiva sus mejores o peores resultados. Partiendo por tanto de la teoría de la agencia y la teoría de los recursos, se identifica como característica distintiva de las empresas familiares, que estas poseen «familiness», definido como un conocimiento específico y valioso y unas rutinas de creación, transmisión e integración del conocimiento que no se encuentran en otras empresas que no son familiares o incluso en distintos grados dentro de la empresa familiar (Sacristán Navarro *et al.*, 2004).

Como complemento a todas estas revisiones sobre la empresa familiar como área de investigación, es preciso poner de manifiesto su carácter multidisciplinar pues tiene la característica de emplear otras disciplinas para completar sus construcciones teóricas y paradigmas con el fin de responder a los interrogantes que se le plantean (Basco, 2006; Tapies, 2011). Como señalan Dyer y Sánchez (1998), la dirección de empresa es la disciplina más empleada como complemento o pieza clave integradora de conceptos, seguida de la psicología, la terapia familiar y la ciencia de la familia, añadiendo Chua *et al.* (2003) en esta enumeración, la antropología, la economía, el emprendimiento, el comportamiento organizacional, la sociología o la dirección estratégica.

En definitiva, la empresa familiar puede considerarse como una realidad poliédrica que debe abordarse desde diferentes perspectivas (Bird *et al.*, 2002) y cuya dificultad para construir en torno a ella un cuerpo teórico sólido viene en gran parte condicionada también por la complejidad que entraña encontrar un consenso en la definición de la empresa familiar.

4. LA EMPRESA FAMILIAR: DELIMITACIÓN CONCEPTUAL

En el primer editorial de la publicación *Family Business Review*, Lansberg, Perrow y Rogolsky (1988) se preguntaron: «what is a family business?» y dicha cuestión sigue sin respuesta en la literatura pues la ambigüedad en su definición persiste (Upton *et al.*, 1993; Chua *et al.*, 1999), adoleciendo del denominado «dilema de definición» (Klein *et al.*, 2005).

El propósito de encontrar una definición de la empresa tiene como punto de partida encontrar la clave que permite identificar a la misma por su singularidad, y dicha singularidad (*uniqueness*) no viene dada exclusivamente por el hecho de que los miembros de la familia sean propietarios y/o dirijan la misma, si bien dichas premisas siempre están presentes sino también por el hecho de que la empresa como organización adopte unos patrones de propiedad, gobierno, dirección y sucesión que marquen los objetivos, estrategias, estructura y la forma en que cada uno de estos elementos se formulan, diseñan y son implementados, es decir, la forma en que la dimensión familiar moldea el negocio de una forma diferente que no puede ser traspasada a la empresa no familiar (Lansberg, 1983; Chua *et al.*, 1999).

En la revisión llevada a cabo por estos últimos autores, tras analizar 250 publicaciones sobre empresa familiar, aíslan una lista de 21 definiciones, respecto a las que hacen una serie de observaciones: la primera, que, salvo algunas excepciones, las definiciones no diferencian entre gobierno y dirección; la segunda, que unas incluyen como elementos alternativos el control de la propiedad o la dirección de la familia mientras que otras los contienen de forma acumulativa de forma que las definiciones pueden agruparse en las siguientes combinaciones: propiedad de la familia y dirección de la familia; propiedad de la familia pero no dirección de la familia; dirección de la familia pero no propiedad de la familia. En función de esta revisión construyen una tabla en la que incluyen todas las definiciones que incluyen la primera combinación.

La tercera observación es que mientras algunas definiciones no requieren la propiedad de la familia sí que establecen como requisito, implícito o explícito, que haya un control de la propiedad, si bien difieren en la noción de qué debe entenderse por control de la propiedad, incluyendo en dicha noción de control de la propiedad la siguiente lista de supuestos: propiedad de una sola persona, propiedad de dos personas no relacionadas

por lazos de sangre o de matrimonio, propiedad de dos personas relacionadas por lazos de sangre o de matrimonio, una familia nuclear, dos o más familias nucleares, una familia extensa, o dos o más familias extensas.

En conclusión, según estos autores, parece existir unanimidad en que una empresa propiedad y dirigida por una familia nuclear es una empresa familiar, mientras que respecto al resto de las combinaciones, los estudios y planteamientos teóricos difieren.

La figura 1.3 recoge la recopilación de estos autores respecto a las definiciones de empresa familiar que incluyen ambos elementos.

Figura 1.3. Definiciones de la empresa familiar: propiedad familiar/gestión familiar

Definiciones de empresa familiar caracterizadas por propiedad familiar y gestión familiar
Alcorn, 1982; Babicky, 1987; Barnes & Hershon, 1976; Bernard, 1975; Casrud, 1994; Churchill & Hatten, 1993; Davis, 1983; Davis & Tagiuri, 1985; Donckels & Frohlich, 1991; Donnelly, 1964; Dreux, 1990; Gallo & Sveen, 1991; Handler, 1989; Holand & Oliver, 1992; Lansberg, Perrow, Rogolsky, 1988; Leach <i>et al.</i> , 1990; Lyman, 1991; Pratt & Davis, 1986; Rosenblatt, De Mik, Anderson & Johnson, 1985; Stern, 1986; Welsch, 1993.

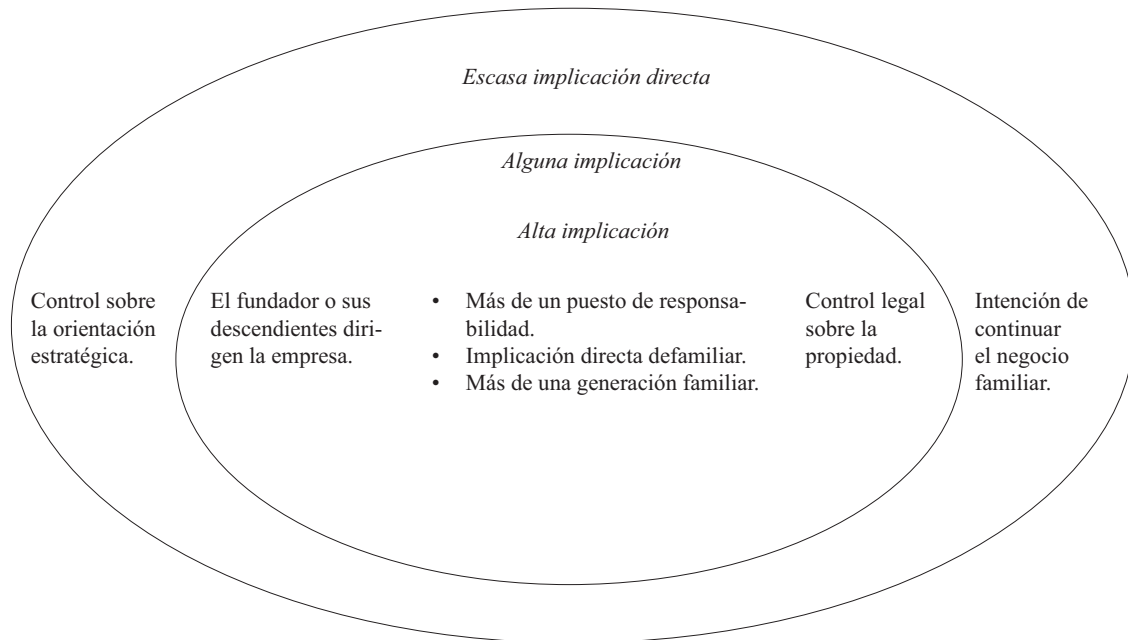
Fuente: Chua *et al.* (1999)

Finalmente, el estudio concluye que la implicación de la familia en la empresa es el rasgo diferenciador que la hace única, y esta implicación ha sido habitualmente delimitada por los elementos propiedad y dirección. Sin embargo, definir una empresa familiar por sus miembros no capta la esencia de la misma que, realmente, se encuentra en la visión que toda la familia o parte de sus miembros tienen de la empresa y en la voluntad de mantener dicha visión a lo largo de las generaciones.

Shanker y Astrachan (1996) clasifican las diferentes definiciones en función del grado de inclusión de la familia, distinguiendo entre: a) restrictivas; b) relativamente restrictivas y c) amplias, a la vez que resumen el universo conceptual de la empresa

familiar, en lo que denominan «ojo de buey del universo familiar», según se observa en la figura 1.4.

Figura 1.4. Clasificación definiciones sobre empresa familiar



Fuente: Shanker y Astrachan (1996)

El primer grupo, las «restrictivas», agrupa las definiciones que exigen un elevado grado de implicación de la familia, al requerir que la familia propietaria tenga algún control sobre la dirección estratégica y un cierto grado de voluntad de permanencia de la empresa en manos de la familia.

La categoría de definiciones «relativamente restrictivas» son aquellas que además de los requisitos exigidos en el primer grupo, incorporan el elemento de que el fundador o sus descendientes estén al frente de las empresas.

El tercer grupo de definiciones «amplias» incluyen además de los anteriores, el requisito de que haya más de una generación familiar participando en la empresa y con más de un familiar con claras responsabilidades de dirección.

Los trabajos de Vallejo (2005) y Barroso *et al.* (2012) llevan a cabo una revisión en la literatura sobre las definiciones de empresa familiar y agrupan las mismas en torno a

dos categorías genéricas. Una primera categoría denominada «definiciones unidimensionales» que se apoyan en una sola dimensión o aspecto y una segunda llamada «definiciones multidimensionales» que se centran en más de una dimensión o aspecto de la empresa familiar.

En primer lugar, las «definiciones unidimensionales» incluyen otra serie de subgrupos en atención al aspecto o dimensión utilizado para acotar el concepto: definiciones centradas en la propiedad, definiciones centradas en la dirección, definiciones centradas en el grado de participación o implicación de la familia, definiciones centradas en la existencia de un relevo generacional.

1) Las definiciones basadas en el criterio de la propiedad aluden al control del capital de la empresa por parte de una familia, así Donckels y Frölich (1991) definen una empresa como familiar «si los miembros de la familia poseen al menos el 60 % de su propiedad».

2) La dimensión dirección es el hilo conductor de la mayor parte del siguiente grupo de definiciones, entre las que destacan la de Neubauer y Lank (1999) que consideran que es familiar una empresa, «aquella, que sea unipersonal o sociedad mercantil de cualquier tipo, en la que el control de los votos está en manos de una familia determinada».

3) El tercer subgrupo incide en la interrelación existente entre la familia y la empresa que presentan como carencia no establecer parámetros que permitan evaluar la importancia e intensidad de esta interrelación. Destaca la definición propuesta por Astrachan *et al.* (2002) que pretenden construir un modelo basado en la implicación de la familia y la empresa y que se materializará en las dimensiones poder, experiencia y cultura familiar, según se estudiará posteriormente con mayor profundidad.

4) Por último, entre las definiciones centradas en la existencia de un relevo generacional se incluyen cuatro definiciones un tanto imprecisas por cuanto el concepto de continuidad del control familiar en la empresa es de difícil concreción.

En segundo lugar, las «definiciones multidimensionales» permiten, a su vez, la creación de otros subgrupos: definiciones centradas en la propiedad y en la dirección,

definiciones centradas en la propiedad, en la dirección y en una tercera dimensión adicional.

La propiedad y el control considerados conjuntamente son los criterios más empleados por los autores para identificar a una empresa como familiar. Davies (1983) definió la empresa familiar como «una organización en la que la política y la dirección están sujetas a una influencia significativa de una o más unidades familiares a través de la propiedad y en ocasiones a través de la participación de los miembros familiares en la gestión».

La tercera dimensión más frecuentemente empleada en las definiciones multidimensionales es la de la implicación de más de una generación familiar en la empresa, destacando la formulada por Claver *et al.* (2004): «toda organización cuya propiedad y dirección esté mayoritariamente en manos de una familia y exista un deseo de continuidad hacia las siguientes generaciones inculcando a sus miembros un sentido de identidad a través de la cultura familiar».

Por último, Vallejo (2005) propone una definición de empresa familiar como «aquella en la que los miembros de una misma familia tienen una participación en el capital suficiente para dominar las decisiones propias del órgano de representación de propietarios, tenga este carácter formal o legal o por el contrario sea de naturaleza informal, y en la que, además, existe el deseo o la voluntad de continuidad del negocio en manos de la siguiente generación familiar».

La figura 1.5 resume las principales aproximaciones conceptuales de la empresa familiar, concluyendo con la definición elegida para definirla en el presente trabajo doctoral.

Figura 1.5. Aproximaciones conceptuales EF

En función del grado de implicación de la familia	Definiciones restrictivas	
	Definiciones relativas	
	Definiciones amplias	
En función de la utilización de una o varias dimensiones	Definiciones unidimensionales	Centradas en la propiedad
		Centradas en la dirección
		Centradas en la implicación de la familia
		Centradas en la existencia de un relevo generacional
	Definiciones multidimensionales	Centradas en la propiedad y dirección
		Centradas en la propiedad, dirección y un elemento adicional
Enfoques básicos	Participación de la familia en la empresa	
	Comportamiento de la familia en la empresa	
	Enfoque o escala F-PEC	
Definición institucional (Grupo Europeo de Empresas Familiares y Family Business Network, 2008)	Establecimiento de criterios	<ul style="list-style-type: none"> - Propiedad accionarial - Control - Gobierno - Derecho de voto - Continuidad del negocio

Fuente: Elaboración propia

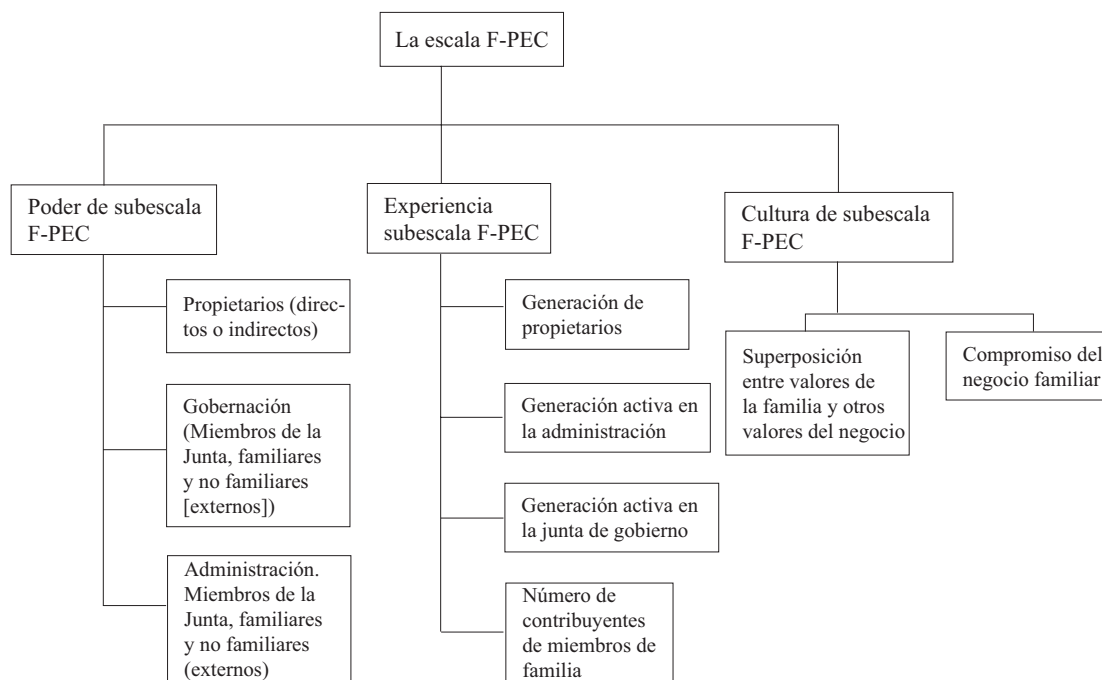
Mazzi (2011) al analizar el concepto de la empresa familiar señala que la definición de empresa familiar se ha contemplado desde tres enfoques básicos: a) el enfoque basado en la participación de la familia en la empresa (Chrisman *et al.*, 2005); b) el enfoque basado en el comportamiento de la familia en la empresa (Chua *et al.*, 1999) y c) el enfoque escala F-PEC (Astrachan *et al.*, 2002; Klein, 2005).

El enfoque planteado por Chrisman *et al.* (2005) de la participación de la familia en la empresa tiene en cuenta la estructura y factores de organización de la empresa y se basa en la identificación de cuatro elementos claves: la propiedad familiar, el control familiar, la dirección familiar y el número de generaciones presentes en la empresa. En función de la delimitación de cada uno de dichos elementos, se llegará a integrar una definición más o menos amplia de la empresa familiar.

El enfoque basado en el comportamiento de la familia en la empresa (Chua *et al.*, 1999) centra la definición de la empresa familiar en la visión del negocio por la familia y pone de manifiesto que su esencia está caracterizada por el propósito de mantener el control, su modelo de comportamiento y su visión para crear valor para transmitir el negocio a generaciones futuras. La subjetividad de este enfoque hace que no se emplee de forma habitual por las dificultades de integración que presenta.

El enfoque basado en la escala F-PEC desarrollado por Astrachan *et al.* (2002) y Klein (2005) y representado en la tabla 1.6, parte de que lo relevante para definir una empresa como familiar no es diferenciarla de la no familiar sino centrarse en la forma y la extensión de la implicación y la familia en la empresa, para lo que identifican las dimensiones que han de tenerse en cuenta que son: poder, experiencia y cultura. Estas tres dimensiones agrupadas bajo las siglas F-PEC permiten establecer comparaciones entre las empresas con relación a los diversos niveles de implicación y sus efectos en el resultado económico de la empresa así como en otros comportamientos del negocio.

Figura 1.6. Enfoque basado en la escala F-PEC



Fuente: Astrachan *et al.* (2002)

- La dimensión **poder** abarca la influencia de la familia en la propiedad, gobierno y participación en la gestión.
- La dimensión **experiencia** recoge la influencia de la familia en la generación a cargo de la empresa, incluyendo el número de miembros y generaciones de las familias que participan activamente en la empresa y en el proceso sucesorio.
- La dimensión **cultura** hace referencia al compromiso de la familia con la empresa y con los valores que la animan (Hernández y Galve, 2013).

La escala F-PEC pretende ser un instrumento estandarizado para los estudiosos de la empresa familiar que les permita integrar diferentes posiciones teóricas así como facilitar las comparaciones con diferentes tipos de datos de forma que los esfuerzos destinados a definir qué es una empresa familiar se dirijan a otras cuestiones fundamentales para configurar un sólido cuerpo teórico en esta área de conocimiento.

Por otra parte, las instituciones oficiales de la empresa familiar más representativas a nivel internacional (Grupo Europeo de Empresas Familiares y Family Business Network) aprobaron en 2008 una definición de carácter operativo que se limita a

identificar las características observables y medibles que diferencian estas empresas de las no familiares.

De acuerdo con la misma, independientemente de su tamaño, una empresa es familiar atendiendo a los siguientes criterios:

- Propiedad accionarial: la mayoría de los votos son propiedad del miembro o miembros de la familia que fundó o fundaron la empresa o son propiedad de la persona que tiene o ha adquirido el capital social o son propiedad de esposas, hijos u otros miembros familiares.
- Control: la posesión de la mayor parte de las acciones lo es por vía directa o indirecta.
- Gobierno: al menos un miembro de la familia participa en la gestión o gobierno de la compañía.
- Derecho de voto: a las empresas cotizadas en bolsa se les atribuye el carácter de empresa familiar si la persona que fundó o adquirió la empresa o sus familiares poseen el 25 % de los derechos de voto a los que da derecho el capital social.
- Continuidad del negocio: el objetivo de la empresa es el deseo conjunto de fundadores y sucesores de mantener la propiedad, el gobierno y la gestión de la empresa en manos de la familia.

Para concluir el tema del concepto debemos señalar que Corona y Téllez Roca (2011) ofrecen la siguiente definición genérica y omnicomprendensiva de lo que sea una empresa familiar: «Empresa familiar es aquella en la que un grupo familiar está en condiciones de designar al máximo ejecutivo de la compañía, de fijar la estrategia empresarial de la misma, y todo ello con el objetivo de continuidad generacional, basado en el deseo conjunto de fundadores y sucesores de mantener el control de la propiedad y la gestión en la familia».

5. LA NATURALEZA Y EL CICLO DE VIDA DE LA EMPRESA FAMILIAR

La empresa familiar como organismo vivo o sistema abierto está sujeta a continuos cambios y transformaciones que ha de experimentar para adaptarse a las circunstancias de cada momento y del entorno en el que se desenvuelve siendo necesaria una evolución en todas sus etapas de desarrollo. Este proceso evolutivo, que es propio de toda organización humana y económica, presenta especialidades en la empresa familiar por el solapamiento de los sistemas empresa y familia. En este campo de investigación se han construido **diversos modelos teóricos** que tratan de describir y explicar las pautas evolutivas de la empresa familiar.

El modelo desarrollado por Danco (1999) analiza la interacción entre las necesidades evolutivas de la empresa y las etapas básicas de la vida de los individuos que la integran, distinguiendo cuatro etapas en el ciclo de vida de la empresa:

- Primera etapa o periodo de asombro en el que el fundador crea la empresa y despliega su capacidad de liderazgo.
- Segunda etapa o periodo de tropiezo en el que la empresa está creciendo y se pueden cometer diversos errores por tal razón.
- Tercera etapa o periodo del trueno, en el que surgen dificultades por la integración de la nueva generación en la empresa.
- Cuarta etapa o periodo de la ruptura en el que se produce la desaparición o venta de la empresa.

Los ejes de este modelo son el tiempo y el crecimiento, si bien este autor deja abierta la posibilidad de una quinta etapa, denominada como «del nuevo asombro» y que depende de que las nuevas generaciones asuman la dirección y gestión de la empresa, afrontando nuevos retos y evitando los errores producidos en el pasado.

El modelo de Ward (1988) propone una visión pluridimensional del proceso evolutivo de la empresa en el que se distinguen, por un lado, una serie de fuerzas que actúan sobre la misma: naturaleza del negocio, naturaleza de la organización, motivación del propietario, expectativas económicas y objetivos de la familia y por otro, una sucesión

de etapas: fase inicial, fase intermedia y fase avanzada en las que aparecen diversas perspectivas y características, según se muestra en la figura 1.7.

Figura 1.7. Proceso evolutivo de la empresa familiar

Evolución de la empresa y preocupación de los empresarios		Evolución de la empresa y preocupación de la empresa	
Etapa de la propiedad	Asuntos que más preocupan a los accionistas	Etapa de dirección	Asuntos que más preocupan a la dirección
Etapa 1: el fundador	<ul style="list-style-type: none"> - Transición en el liderazgo - Sucesión - Asegurar al cónyuge - Planificación patrimonial 	Etapa 1: espíritu emprendedor	<ul style="list-style-type: none"> - Supervivencia - Crecimiento
Etapa 2: la sociedad de hermanos	<ul style="list-style-type: none"> - Mantener el espíritu de equipo y la armonía - Mantener la propiedad familiar - Sucesión 	Etapa 2: profesionalización	<ul style="list-style-type: none"> - Adopción de sistemas profesionales de dirección - Estrategia de revilitación

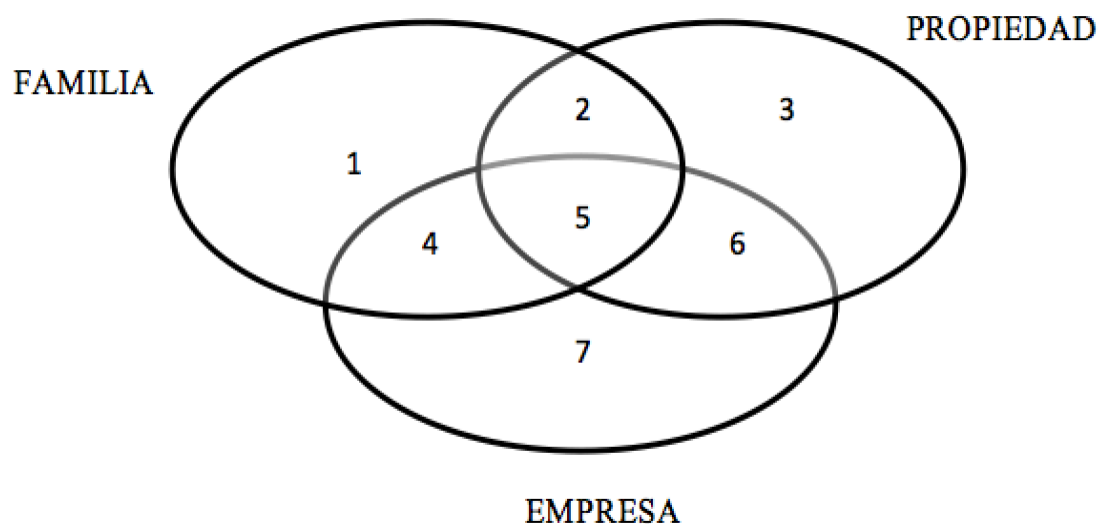
Evolución de la empresa y preocupación de los empresarios		Evolución de la empresa y preocupación de la empresa	
Etapa 3: consorcio de primos	<ul style="list-style-type: none"> - Distribución del capital social; dividendos y niveles de beneficios - Liquidez de los accionistas - Tradición y cultura familiares - Resolución de conflictos familiares - Participación y funciones de la familia - Visión y misión de la familia - Vínculo de la familia con la empresa 	Etapa 3: la sociedad de cartera	<ul style="list-style-type: none"> - Asignación de recursos - Supervisión de la cartera de inversores - Cultura de la empresa - Sucesión y liderazgo - Rendimiento de la inversión - Estrategia - Relaciones con los accionistas

Fuente: Ward (1988)

El modelo de los tres círculos de Taguri y Davis (1999) es una construcción que pretende identificar los grupos y fuerzas dominantes que definen a cualquier empresa familiar. El sistema se compone de tres grupos: familia, propiedad y empresa y explica la forma en que se sobreponen, así como el lugar que ocupa cada uno de los miembros que pertenece a alguno de los siete subconjuntos que se forman en las áreas de sus intersecciones. Este modelo busca explicar la interacción que se presenta en una empresa familiar ilustrando la relación entre tres círculos de influencia: propiedad,

familia y negocio, tal y como se observa en la siguiente imagen. La figura 1.8 muestra la representación gráfica de este clásico modelo de la empresa familiar.

Figura 1.8. Modelo de los tres círculos



Fuente: Taguri y Davis (1999)

Las relaciones de esos tres núcleos o círculos dan lugar a siete grupos distintos de personas, cada uno con sus propios intereses.

Dichos grupos de personas son los siete siguientes: (1) miembros de la familia, que no son propietarios y no trabajan en la empresa; (2) propietarios de la empresa, que no son miembros de la familia y no trabajan en la empresa; (3) empleados de la empresa, que no son miembros de la familia y no son propietarios; (4) miembros de la familia, que son propietarios y no trabajan en la empresa; (5) miembros de la familia, que no son propietarios y trabajan en la empresa; (6) propietarios, que no son miembros de la familia y trabajan en la empresa, y (7) miembros de la familia, que son propietarios y trabajan en la empresa.

Si los intereses de estos grupos convergen la empresa no se verá afectada por ese entramado de relaciones, pero lo más habitual, sin embargo, es que haya disparidad de intereses y se produzca el conflicto. La principal ventaja de este modelo es que, además de su sencillez expositiva, tiene una innegable trascendencia práctica para comprender que cada grupo tiene su propia perspectiva y permite una más clara identificación del

conflicto de manera que se facilite el establecimiento de instrumentos de prevención o solución del mismo.

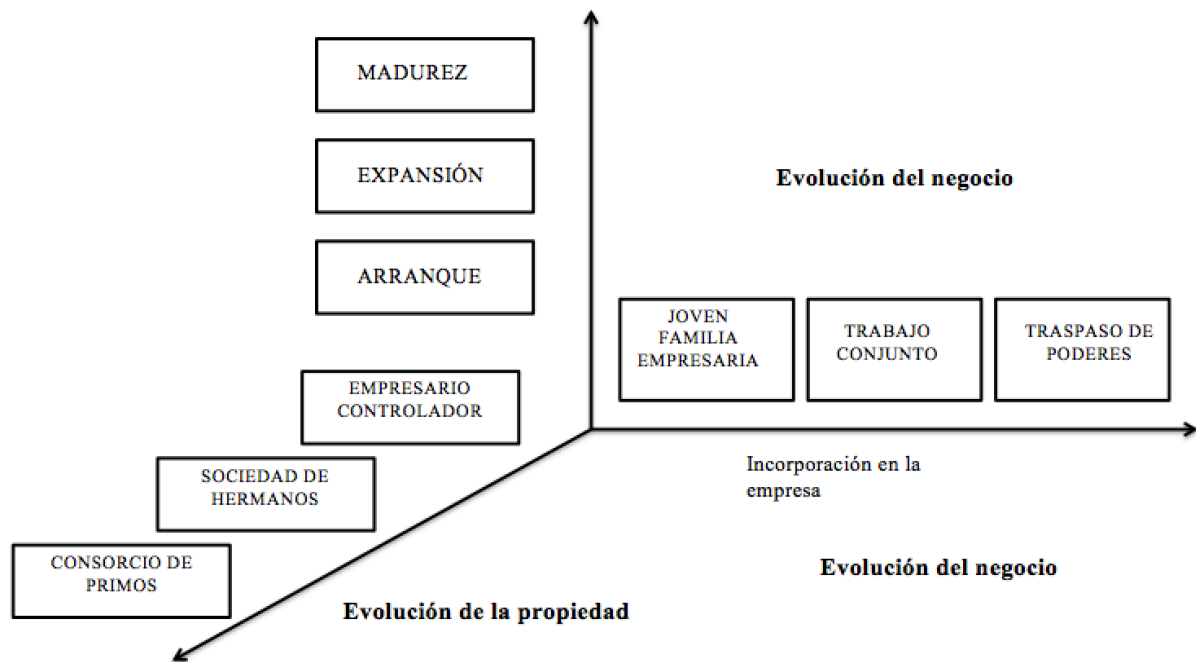
El modelo evolutivo tridimensional propuesto por Gersick *et al.* (1997) parte del modelo de los tres círculos al que añaden la dimensión evolutiva tiempo. La dificultad del modelo radica en que el eje de la propiedad y el de la familia se refieren a una misma realidad y se parte de la premisa de que muchos problemas a los que se enfrenta la empresa familiar vienen causados por el paso del tiempo, lo que implica cambios en los tres ejes. De esta forma, durante la evolución de los ejes, transcurren las etapas importantes que coinciden con la aparición simultánea de los varios acontecimientos de cada subsistema que además se suceden a través de transiciones, según se observa en la tabla 1.9.

El modelo evolutivo tridimensional contempla que el subsistema «propiedad» se encuentra definido por tres fases o etapas evolutivas, las cuales son: empresa de propietario controlador, sociedad de hermanos y consorcio de primos.

En el eje de la «familia» se destacan dentro de su proceso evolutivo las siguientes cuatro fases: familia joven de negocios, ingreso en el negocio, trabajo conjunto y cesión de la batuta.

En el eje «empresa» existen tres fases básicas, las cuales son: arranque, expansión/crecimiento y formalización y madurez.

Figura 1.9. Modelo evolutivo tridimensional

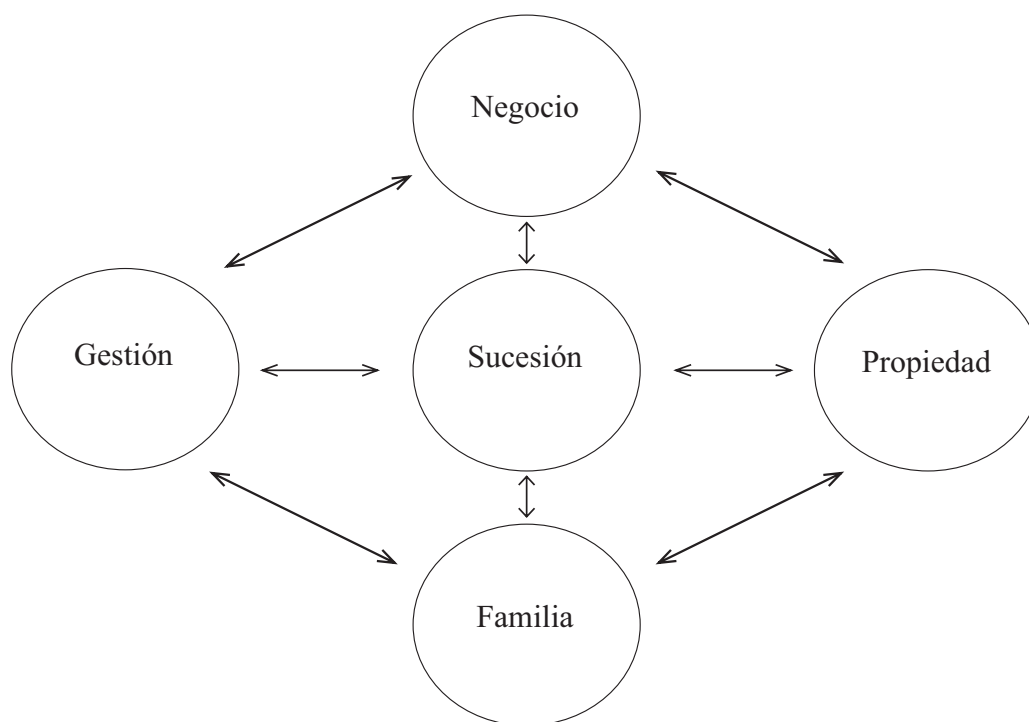


Fuente: Gersick *et al.* (1997)

En el ámbito español, algunos autores han planteado modelos teóricos para explicar y clarificar la combinación de los sistemas integrados en la empresa familiar. Vilanova (1985), partiendo del solapamiento/conexión de los mismos plantea una interacción que se desenvolvería en cuatro planos: ideológico, político, económico y de continuidad.

Posteriormente, Amat (2000) propone el modelo de los cinco círculos, que es una ampliación del modelo de los tres círculos, al que se le agregan dos nuevas dimensiones según se aprecia en la figura 1.10: gestión de la empresa (organización y perspectivas estratégicas y competitividad) y la sucesión que afecta directamente a las otras esferas.

Figura 1.10. Modelo de los cinco círculos

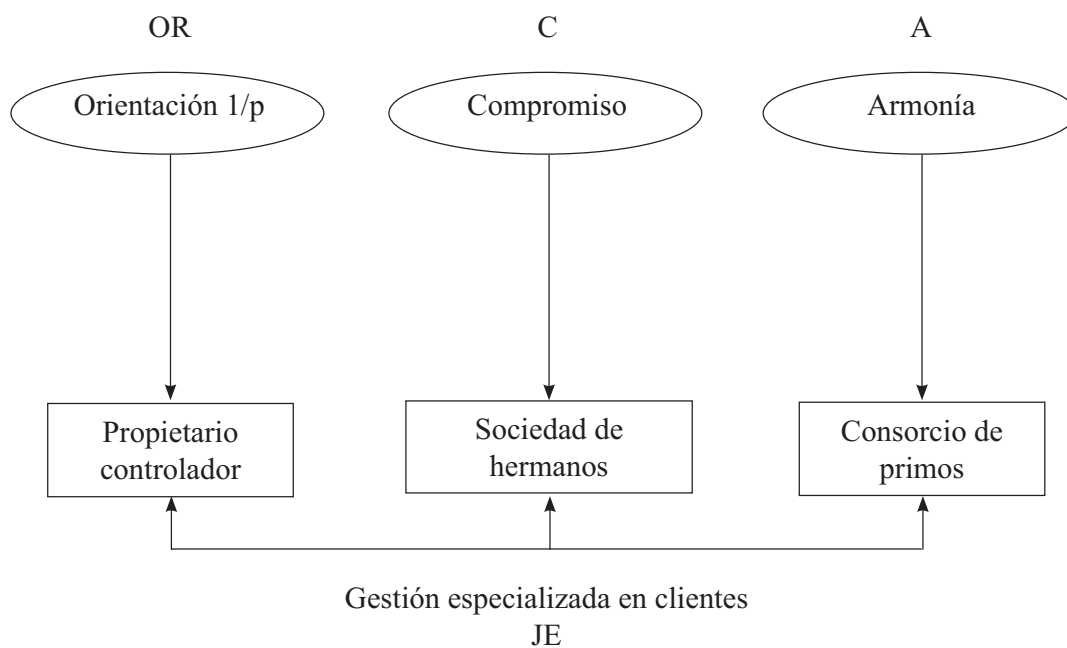


Fuente: Amat (2000)

En definitiva, cualquiera que sea el modelo propuesto o el enfoque que se emplee, lo relevante es que la empresa familiar está integrada por varios sistemas que se solapan e interrelacionan entre sí, que tienen como ejes centrales la familia y la empresa, en los que además convergen una serie de relaciones y factores que le influyen, condicionan y que hay que integrar para el normal desenvolvimiento y continuidad de la misma. De esta forma, la empresa familiar presenta mayor complejidad que la no familiar pues en ella están también presentes la cultura de la familia y la cultura de la empresa familiar, que tendrán su extensión e influencia en los objetivos, estrategia, estructura y rendimiento económico de la empresa. Por ello, la interacción entre los miembros de la familia y otros miembros no familiares ofrece un amplio espectro de relaciones y conexiones que además se ven condicionadas por el ciclo evolutivo de la empresa (Steier *et al.*, 2004).

Vallejo (2008) propone un modelo evolutivo para la empresa familiar denominado «CORAJE», que integra en el mismo aspectos específicos de la cultura organizacional de este tipo de empresas y cuya denominación proviene de la integración de las iniciales de dichos valores de la cultura organizacional de la empresa: compromiso; orientación a largo plazo; armonía y gestión especializada de los clientes, que se convierten en instrumentos para asegurar su evolución satisfactoria, desde las etapas del controlador único (orientación a largo plazo), hasta la sociedad de hermanos (compromiso familiar) o la última de consorcio de primos (armonía). La figura 1.11 desarrolla de forma gráfica dicho modelo evolutivo de integración.

Figura 1.11. Modelo evolutivo de integración «Coraje»



Fuente: Vallejo (2008)

6. FORTALEZAS Y DEBILIDADES DE LA EMPRESA FAMILIAR

La empresa familiar contemplada como conjunto de elementos objetivos y subjetivos, de formas de actuación, de toma de decisiones, de valores y cultura propios puede considerarse como un organismo vivo que presenta por una parte ventajas y fortalezas y por otra, debilidades y conflictos.

Leach (1999) relaciona las ventajas de este tipo de empresa enumerando las siguientes: el compromiso; el conocimiento; la flexibilidad en el trabajo, el tiempo y el dinero; la planificación a largo plazo; una cultura estable; la rapidez en la toma de decisiones; los valores de la confianza y el orgullo personal. Como desventajas de este tipo de empresas, señala la rigidez del fundador; los retos comerciales; la resistencia a la innovación; la falta de planificación de la sucesión; los conflictos emocionales; el liderazgo y su grado de legitimidad y la contraposición de intereses.

Tagiuri y Davis (1996) construyen el concepto de atributo ambivalente, entendiendo por tal una característica única e inherente a una organización, que es, al mismo tiempo origen de ventajas y desventajas. Los atributos ambivalentes de la empresa familiar identificados son los siguientes: roles simultáneos, identidad compartida, existencia de una historia común, implicación emocional y ambivalencia, lenguaje privado, conocimiento mutuo e intimidad, significado o sentido de la empresa familiar.

En la figura 1.12 se describen las fortalezas y debilidades de la empresa familiar según dicho planteamiento teórico:

Figura 1.12. Atributos ambivalentes de la empresa

Desventajas (-)	Atributo	Ventajas (+)
Confusión de normas y ansiedad. Las cuestiones de negocio y propiedad pueden mezclarse. Falta de objetividad en la empresa.	Roles simultáneos	Gran lealtad a la familia y a la empresa. Toma de decisiones rápida y eficaz.
Un sentimiento sofocante de ser vigilado. Resentimiento hacia la familia y el negocio.	Identidad corporativa	Gran lealtad a la familia y a la empresa. Gran sentimiento de misión. Decisiones empresariales más objetivas.
Los miembros de la familia pueden señalar las debilidades. Las primeras decepciones pueden disminuir la confianza en la interacción laboral.	La historia común de toda una vida	Los familiares pueden destacar las fortalezas del otro y complementar sus debilidades. Una base sólida puede ayudar a la familia a enfrentarse a la adversidad.
Falta de objetividad en la comunicación. El resentimiento, la culpa pueden complicar la integridad laboral. Puede aparecer una hostilidad encubierta.	Implicación emocional y ambivalencia	La expresión de sentimientos positivos crea lealtad y refuerza la confianza.
Puede desencadenar reacciones que tergiversen la comunicación y provoquen situaciones de conflicto.	Lenguaje privado	Permite una comunicación más eficaz con mayor intimidad.
Puede causar que los familiares se sientan vigilados y atrapados.	Conocimiento mutuo e intimidad	Mejor comunicación y decisiones empresariales que refuerzan a la empresa, a los propietarios y a la familia.
Puede generar grandes rivalidades entre familiares.	Significado de empresa familiar	El simbolismo de la empresa puede proporcionar un importante sentido de misión para los empleados.

Fuente: Tagiuri y Davis (1996)

Ginebra (1997) llevó a cabo una diferenciación entre lo que denomina «debilidades por el grado» que afectan a la estructura directiva de todo tipo de empresa pero que, en ocasiones, tienen mayor presencia en las empresas familiares y las «debilidades específicas» o propias de la empresa familiar. Entre las primeras incluye el nepotismo, el endeudamiento, la autocracia, el paternalismo, el anquilosamiento en el cargo, la táctica «buscar gente pequeña» (consistente en la elección de personal que no entorpezca el posible liderazgo del sucesor), la resistencia al cambio y la resistencia a la entrada de accionariado externo. Entre las debilidades específicas, describe la confusión de flujos económicos (falta de claridad en política de salarios, reparto de dividendos, inversiones, etc.), la desinformación, la manipulación familiar, la indefinición estructural, la anarquía en la práctica de la delegación, la inacción ante la aparición de conflictos, la perpetuación de problemas no resueltos, el mantenimiento de inercias en los puestos de trabajo, el dominio de la biología y lo que se denomina «la resonancia» (falta de adecuación de los ritmos de la empresa como ente económico y las necesidades de la familia).

Las **fortalezas** de la empresa familiar para este autor tienen, en gran parte, un matiz psicológico o personal y son: las relaciones de afecto, comprensión, aceptación de la autoridad, existencia de una finalidad común, dedicación, agilidad en las decisiones y acciones, resistencia, oficio o «buen hacer», visión a largo plazo, servicio, estabilidad de los ejecutivos, solvencia y apoyo del grupo familiar cuando hay varias empresas ligadas a una misma familia.

Gallo y Estapé (1995) llevaron a cabo una sistematización de lo que ellos denominan «trampas» y fortalezas de la empresa familiar.

Entre las «trampas» incluyen las siguientes:

* La confusión entre el hecho de ser propietario y tener capacidad para dirigir. Mientras que en la etapa del fundador emprendedor dicha coincidencia sí suele presentarse, en las fases posteriores, se precisan capacidades directivas nuevas así como múltiples habilidades estratégicas y organizativas, capacidades integradoras y de especialidad técnica. También en el ámbito de la propiedad se producen variaciones a lo largo del tiempo con lo que se generan tensiones y conflictos por la dificultad de asumir estas nuevas situaciones.

En ocasiones esta trampa se institucionaliza si la empresa establece que los cargos de dirección deben ser asumidos por miembros de la familia, lo cual puede ser sumamente perjudicial si no existen dentro de la familia personas adecuadas para llevar a cabo dichas funciones directivas. Esta situación es mucho más grave por cuanto que lo más probable es que no siempre existan dentro de la familia las personas más adecuadas para cubrir las necesidades directivas de la empresa.

La confusión de los flujos económicos: «cuando el valor económico generado y distribuido (remuneraciones y dividendos), no siguen las reglas del mercado».

Las dos manifestaciones más importantes de esta «trampa» son las siguientes:

- Las retribuciones del trabajo a los miembros de la familia se apartan de los niveles de mercado (por debajo o por encima de los niveles salariales normales).
- Los familiares que no trabajan en la empresa consideran que las retribuciones de trabajo de los miembros familiares que sí trabajan son excesivas y afectan a la política de distribución de dividendos.
- La caja de la empresa se considera la caja de la familia y viceversa, de manera que se producen transferencias entre una y otra, de forma no racional y organizada.
- La retribución del capital no está en consonancia ni con los resultados y las necesidades de la empresa, ni con la actualidad del mercado de capitales.

Todas las anteriores situaciones pueden tener como consecuencia una errónea política de distribución de dividendos o una pérdida de valor y capacidad competitiva de la empresa, generando ambas el conflicto con los accionistas que lucharán bien por asumir el poder o bien por vender la empresa, y afectando, en cualquier caso, al rendimiento económico y crecimiento de la empresa, y por tanto amenazando su supervivencia.

- Confusión de los lazos de afecto (propios de la familia) con los lazos contractuales (propios de la empresa).
- Retrasar innecesariamente la sucesión.
- Creerse inmunizado ante las anteriores trampas.

Por otra parte, los mencionados autores agrupan las ventajas de la empresa familiar en dos aspectos que, a su vez, se desdoblan en una serie de fortalezas individualizadas:

- Unidad: existencia de intereses comunes, reconocimiento de la autoridad, clima de confianza mutua, comunicación intensa y fluida, compenetración, flexibilidad.
- Compromiso: entrega a la consecución del bien común, autoexigencia, sacrificio, visión a largo plazo.

Vallejo (2003) en su tesis doctoral lleva a cabo una revisión del estado de la literatura en la identificación y caracterización de las **fortalezas** y debilidades de la empresa familiar, destacando entre las primeras: conocimiento del negocio y experiencia, orientación a largo plazo, compromiso y orgullo familiar, lealtad, confianza y comunicación, flexibilidad y rapidez en la toma de decisiones, valores y visión compartida, esmerada atención al cliente y preocupación por la calidad, autonomía de actuación y financiera. **Las debilidades de la empresa familiar** descritas por este autor a partir de la revisión efectuada en la literatura sobre empresa familiar son: problemas ocasionados por la sucesión o relevo generacional, nepotismo (dominio de las razones familiares sobre la lógica de los negocios, tolerancia a los miembros ineptos de la familia, sistemas de remuneración injustos, dificultad para atraer a directivos profesionales), disputas familiares que interfieren en el negocio, indefinición estructural y solapamiento de papeles, tensiones financieras (acceso limitado a los mercados de capitales, prioridad financiera de la familia frente al negocio, resistencia a la participación en el capital de personas ajenas a la familia), dirección autocrática/paternalista (resistencia al cambio, desinformación, síndrome de inseguridad, resistencia a delegar responsabilidades), enfeudamiento, chantaje emocional a los descendientes, falta de conocimiento para hacer frente a los nuevos desafíos comerciales. En análogos términos, Fuentes Lombardo *et al.* (2007) relacionan las ventajas y debilidades de las empresas familiares.

El *Manual IFC de Buen Gobierno de las empresas familiares* (2011) afirma que son varios los estudios que han puesto de manifiesto que las empresas familiares superan a sus contrapartes no familiares en índices de ventas, beneficios y crecimiento (Thomson

Financial para Newsweek, 2003). Este alto nivel de desempeño se atribuye a las fortalezas con que cuentan las empresas familiares y entre las que se incluyen:

- Compromiso. La familia, como propietaria de la empresa, muestra una mayor dedicación a la empresa para que prospere y sea traspasada a las siguientes generaciones.
- Continuidad del conocimiento. La transmisión del conocimiento, experiencia y habilidades acumuladas han de ser transmitidas a las generaciones posteriores.
- Confianza y orgullo. La reputación asociada a los productos y/o servicios ha de ser aumentada y conservada así como el mantenimiento de una calidad en las relaciones con clientes, proveedores, empleados, comunidad, etc.

No obstante lo anterior, y como pone de relieve el anterior informe, existen empresas familiares que no logran ser sostenibles a largo plazo, por cuanto casi dos tercios a tres cuartos de las mismas desaparecen o son vendidas. Solo entre el 5 y el 15 % continúan hasta la tercera generación en manos de los descendientes del fundador. Son múltiples, como se observará a lo largo de este trabajo, los factores que influyen en este índice de fracasos, pero entre ellos se encuentran algunas debilidades que son consustanciales a su naturaleza.

Algunas de estas debilidades son:

- Complejidad: el solapamiento de los sistemas empresa, familia y propiedad complica el gobierno de la empresa familiar, máxime cuando, a diferencia de otro tipo de empresa, los miembros de la familia cumplen distintos papeles dentro de la empresa.
- Informalidad: la falta de establecimiento de procedimientos y prácticas formales puede conducir a ineficiencias y conflictos internos que pongan en peligro la continuación de la empresa familiar.
- Falta de disciplina: relacionado con el factor anterior, la ausencia de una adecuada planificación estratégica y de la sucesión puede amenazar la supervivencia de la empresa familiar.

Gallego (2012) caracteriza las fortalezas de la empresa familiar como «ventajas competitivas» y enumera las siguientes: fortaleza del compromiso de los miembros con el proyecto, gran preocupación por la calidad, vinculación con consumidores y competidores, planificación a largo plazo, mayor flexibilidad y estabilidad. Entre las desventajas, menciona la confusión entre propiedad, familia y gestión, luchas internas entre los miembros de la familia, nepotismo, confusión del patrimonio de la familia y de la empresa, menor reparto de dividendos, sucesión problemática, falta de profesionalización, falta de adecuación a las necesidades de crecimiento, dificultades ante la innovación tecnológica e internacionalización.

Hernández y Galve (2013) afirman que la naturaleza de la empresa familiar implica una serie de beneficios así como una serie de aspectos negativos. Con relación a las ventajas, el objetivo de supervivencia y la visión a largo plazo favorecen que las empresas familiares establezcan relaciones duraderas con proveedores, clientes, trabajadores basadas en la lealtad, el compromiso y el capital social y reputacional así como la tendencia a adoptar estrategias maximizadoras de la creación de valor, lo que implicará, además, otra serie de fortalezas: mayor preocupación por la innovación/adaptación a los cambios, compromiso, lealtad, mayor comunicación interna, posesión de un *know how* valioso, altruismo positivo, disminución de la discrecionalidad de los directivos no familiares, mayor supervisión (con la consiguiente disminución de los costes de agencia), protección de los accionistas minoritarios en los sistemas legales o financieros más débiles, alineación de los intereses de los accionistas mayoritarios con los minoritarios.

El reverso de la moneda lo presentan también una serie de aspectos negativos o debilidades derivadas de la problemática inherente a las relaciones interpersonales entre los miembros de la familia y el solapamiento de los diversos sistemas integrados en la empresa y que estos autores identifican en los siguientes: traspaso de los conflictos de la familia a la empresa, conflictos entre miembros familiares y trabajadores/directivos, conflictos en el proceso de sucesión, limitaciones al crecimiento, renuncia a realizar inversiones positivas para la empresa, adopción de un tamaño inferior al óptimo, altruismo negativo, nepotismo, contratación de familiares no cualificados, mayor asunción de riesgos, atrincheramiento, expropiación de riqueza de accionistas minoritarios, *tunnelling* (trasvase de fondos).

La tabla 1.13 resume las principales ventajas y desventajas de la empresa familiar, a partir de la revisión del estado de la cuestión en la literatura sobre empresa familiar.

Figura 1.13. Ventajas y desventajas de la empresa familiar

VENTAJAS DE LA EMPRESA FAMILIAR	
Compromiso	Donnelley (1964), Leach (1993), Gallo y Estapé (1995), Ginebra (1997), <i>Manual IFC</i> (2011), Fuentes-Lombardo (2008), Gallego (2012), Hernández y Galve (2013)
Conocimiento	Leach (1993), Vallejo (2003), <i>Manual IFC</i> (2011), Fuentes-Lombardo (2008)
Flexibilidad	Leach (1993), Gallo y Estapé (1995), Ginebra (1997), Vallejo (2003), Fuentes-Lombardo (2008), Gallego (2012)
Orientación a largo plazo	Donnelley (1964), Leach (1993), Kets de Vries (1993), Gallo y Estapé (1995), Poutziouris (2001), Vallejo (2003), Dyer (2006), Gallego (2012), Hernández y Galve (2013)
Confianza y orgullo personal	Davis (1983), Leach (1993), Gallo y Estapé (1995), Taguiri y Davis (1996), Vallejo (2003), Poutziouris (2001), <i>Manual IFC</i> (2011)
Afecto, comprensión y estabilidad personal	Donnelley (1964), Ginebra (1997), Galve (2002), Fernández y Nieto (2005)

VENTAJAS DE LA EMPRESA FAMILIAR	
Buen hacer y preocupación por la calidad	Kets de Vries (1993), Ginebra (1997), Donkels y Lambrecht (1999), Gallego (2012), Hernández y Galve (2013)
Valores y visión compartida	Taguiri y Davis (1996), Fuentes-Lombardo (2008)
Atención al cliente	Poza (1995), Ginebra (1997), Vallejo (2003), Carney (2005), Fuentes-Lombardo (2008)
Solvencia y autonomía financiera	Ginebra (1997), Poutziouris (2001), Vallejo (2003), Fuentes-Lombardo (2008)
Visión con consumidores y competidores	Gallego (2012), Hernández y Galve (2013)
Altruismo	Pollack (1985), Hernández y Galve (2013)
Mayor preocupación por la innovación y adaptación a los cambios	Hernández y Galve (2013)
Capital social o reputacional	Taguiri y Davis (1996), Gedaglovic y Carney (2009)

DESVENTAJAS DE LA EMPRESA FAMILIAR	
Nepotismo	Donnelley (1964), Ginebra (1997), Vallejo (2003), Gallego (2012), Fuentes- Lombardo (2008)
Enfeudamiento	Ginebra (1997), Vallejo (2003), Fuentes- Lombardo (2008)
Autocracia y paternalismo	Leach (1993), Ginebra (1997), Vallejo (2003), Fuentes-Lombardo (2008)
Anquilosamiento en el cargo y resistencia al cambio	Leach (1993), Ginebra (1997), Gallego (2012), Hernández y Galve (2013)
Confusión de flujos económicos y patrimoniales	Gallo y Estapé (1995), Ginebra (1997), Gallego (2012), Hernández y Galve (2013)
Conflictos emocionales/personales y manipulación familiar	Leach (1993), Gallo y Estapé (1995), Ginebra (1997), Vallejo (2003), Gallego (2012), Fuentes-Lombardo (2008), Hernández y Galve (2013)
Indefinición estructural	Kets de Vries (1993), Ginebra (1997), Vallejo (2003), Fernández y Nieto (2005), Fuentes-Lombardo (2008)
Anarquía en la delegación y falta de planificación	Leach (1993), Covin (1994), Ginebra (1997), Vallejo (2003)

DESVENTAJAS DE LA EMPRESA FAMILIAR	
Problemas en la sucesión	Leach (1993), Gallo y Estapé (1995), Vallejo (2003), Gallego (2012), Hernández y Galve (2013), Fuentes-Lombardo (2008)
Conflicto entre propiedad y capacidad para dirigir	Gallo y Estapé (1995), Gallego (2012)
Desinformación y falta de disciplina	Ginebra (1997), <i>Manual IFC</i> (2011)
Resistencia a la entrada de accionistas externos	Ginebra (1997)
Tensiones financieras	Vallejo (2003), Fuentes-Lombardo (2008)
Falta de profesionalización	Donnelley (1964), Gallego (2012)

Fuente: Elaboración propia

7. FUNDAMENTOS TEÓRICOS SOBRE LA EMPRESA FAMILIAR

En los sucesivos apartados se van a desarrollar los fundamentos básicos de la teoría de la agencia, de la teoría de la mayordomía o *stewardship* y la teoría de los recursos y capacidades como construcciones conceptuales de especial implicación en la empresa familiar, según se pondrá de manifiesto en multitud de dimensiones que serán analizadas en este trabajo doctoral.

7.1. LA TEORÍA DE LA AGENCIA Y SUS ESPECIALES IMPLICACIONES EN LA EMPRESA FAMILIAR

«La teoría de la agencia» mantiene que la relación de los dueños con los agentes se basa en un contrato bajo cuyas cláusulas una o más personas (principal/es) contratan a otra persona (agente) para que realice determinados servicios en su nombre, lo que lleva aparejado un grado de delegación de autoridad. La teoría de la agencia significa, por un lado, que los agentes no actuarán para maximizar los rendimientos de la propiedad salvo que se instauren los adecuados mecanismos de control y gobierno, y por otro lado, que existirá un coste de agencia que los principales tratarán de reducir al máximo.

Este coste de agencia vendrá determinado por los costes de control por parte de la propiedad, por los costes de asegurar la fidelidad del agente y por último, por la llamada pérdida residual, que es el equivalente económico a la pérdida de bienestar que ocasiona la desviación de conducta del agente respecto a lo estipulado en el contrato (Jensen y Meckling, 1976).

Esta teoría tiene como consecuencia la necesidad de establecer una serie de mecanismos de control que pueden tener una triple dimensión:

- a) Internos a la transacción, que hacen referencia a la propia relación contractual acordada entre las partes.
- b) Regulatorios, que vienen marcados por la legislación aplicable a la relación contractual.
- c) Basados en el mercado que, por su propia dinámica, sirve de límite a las relaciones contractuales (Álvarez *et al.*, 2000).

En términos generales, y con el fin de evitar lo que se ha denominado como «comportamiento oportunista», en base al cual los directivos dan preferencia a su beneficio personal frente al interés de los accionistas, se han propuesto una serie de herramientas para limitar que dicha conducta oportunista del agente pueda perjudicar los intereses de la propiedad, entre las que destacan el establecimiento de un Consejo de Administración, los controles de auditoría y los incentivos precisos para minimizar los problemas derivados del conflicto de intereses entre principal y agente (Williamson, 1985; Dyer, 2003).

Por otra parte, dentro de la teoría de la agencia se diferencian dos orientaciones diferentes, la llamada teoría positiva de la agencia y la teoría principal de la agencia.

Por un lado, «la teoría positiva de la agencia» se caracteriza por su poca formalización y su carácter empírico y centra su interés en analizar de qué modo los diversos contratos de agencia afectan al comportamiento de las partes y las diversas formas organizativas que pueden desarrollarse para reducir los conflictos de intereses propios de las relaciones de agencia (De la Fuente *et al.*, 1997).

En particular, esta orientación de la teoría de la agencia reconoce que existen dos mecanismos de gobierno para limitar los comportamientos oportunistas:

- a) El establecimiento de contratos basados en los resultados, más que en el comportamiento, principalmente cuando el coste de controlar los comportamientos del agente es elevado.
- b) El desarrollo de adecuados sistemas de información, que permitan al principal conocer lo que el agente realmente hace y limitar así el comportamiento oportunista de este último al darse cuenta de que no puede engañar al principal.(Pertusa y Rienda, 2003).

Por otro lado, «la teoría principal de la agencia» tiene una fundamentación matemática y trata de establecer cuál es el contrato más eficaz para regular la relación entre principal y agente, si el basado en el comportamiento o el basado en los resultados (García, 2003).

Posteriores desarrollos de la teoría de la agencia han dado lugar a la llamada «teoría de la múltiple agencia» en la que se sostiene que, además de tenerse en cuenta el binomio propietario-agente, han de tomarse en consideración los diversos roles que pueden adoptar otros intervinientes en la dinámica de interacción de la empresa, *stakeholders* tales como bancos, inversores y aliados estratégicos, así como factores como pueden ser el entorno o contexto en el que se desarrolla la empresa (Jensen *et al.*, 1976; Wright y Meckling, 2001).

La separación entre propiedad y control reviste unas especiales implicaciones en el ámbito de la empresa familiar. En una primera visión, la empresa familiar se configura como una organización en la que la propiedad y el control se concentran en las mismas personas, que además son quienes normalmente dirigen la empresa (Jensen y Meckling, 1976; Fama y Jensen, 1983), convirtiéndose en la antítesis de lo que Bearle y Mens propugnaban de la gran empresa americana. No obstante, esta afirmación que podría ser válida para un modelo clásico de empresa familiar, debe ser cuestionada en la dinámica de las modernas empresas familiares en las que un accionista familiar mayoritario controla la sociedad pero ha de coexistir con otros accionistas también mayoritarios o minoritarios, lo que puede generar conflictos en la familia pues la familia puede «expropiar» beneficios privados en su propio provecho o puede variar su implicación en la empresa si el rendimiento económico no es el esperado.

«La teoría de la agencia en la empresa familiar» presenta sus propias particularidades específicas. En principio, un primer análisis podría llevar a pensar que, en la empresa familiar, se eliminan los costes de agencia pues desaparece el conflicto de intereses entre propietario y agente, es decir, al existir una alineación de los mismos, desaparecen los problemas de agencia. El conflicto de intereses entre principales y agentes, el riesgo de incertidumbre y el comportamiento oportunista no se producen en las empresas familiares (Jensen y Meckling, 1976; Daily y Dollinger, 1992).

Sin embargo, este planteamiento que podría tener cabida en el caso de las empresas familiares de primera generación, en las que la propiedad y el control están en manos del líder emprendedor y en las que los objetivos de la empresa familiar son claros y delimitados, no puede mantenerse cuando se produce la incorporación de nuevas generaciones y miembros a la empresa familiar, ya que este hecho llevará implícita una

diversidad de metas y objetivos. En este sentido, aunque existen estudios empíricos que resaltan que la efectividad de la empresa familiar es mayor que la de la no familiar desde el punto de vista de los costes de agencia siempre que exista coincidencia entre propiedad y gerencia (Pertusa y Rienda, 2006), esta misma investigación incorpora en sus conclusiones los estudios críticos que ponen en duda la teoría de la agencia cuando existe concentración entre propiedad y dirección en una misma persona, pues la asocian a una falta de planificación de la sucesión o a un estancamiento por parte del fundador, así como a una desmotivación por parte de los directivos y a una menor adaptación a los cambios que exige el mercado (Harris y Helfatt 1998; Davidson *et al.*, 2001; Gallo, 1998).

Asociados a la teoría de la agencia en el ámbito de la empresa familiar se han acuñado los términos de «altruismo y tendencia al afianzamiento» o *entrechement*, como fuerzas que actúan en las empresas familiares frente a las empresas no familiares.

El concepto de **altruismo** hace referencia a la influencia que en el coste de agencia tiene el hecho de que la propiedad y la dirección se concentren en una familia, entendiendo el concepto de altruismo en la empresa familiar como una función de utilidad que conecta la idea de bienestar de una persona para con otras, de forma que los padres suelen registrar altos niveles del mismo respecto a sus hijos, no solo por los lazos afectivos que les unen, sino también por el propio interés de la empresa ya que consideran que si no actúan de esa forma se perjudicará la misma (Karra *et al.*, 2006; Schulze *et al.*, 2003).

El concepto de altruismo se ha contemplado por los diversos autores bien como una ventaja o como una desventaja en función de una serie de circunstancias concurrentes.

Por su parte, el concepto de **afianzamiento** se refiere a la influencia que en el coste de agencia puede tener el hecho de que se extraiga beneficio privado a favor de los miembros de la familia (Gómez-Mejía y Wiseman, 1997; Morck *et al.*, 1998; D'Souza y Patel, 2008).

El altruismo contribuye a la eficiencia productiva cuando existen efectos externos de las decisiones individuales pues permite que dichos efectos sean también tenidos en cuenta en el momento de la decisión y mejoran la eficiencia de las actividades en común, sin necesidad de utilizar costosos métodos de supervisión. No obstante, el altruismo

también puede ser el origen de inconvenientes al conducir a problemas de riesgo moral, cuando dicho reconocimiento de bienestar conduzca a comportamientos de *free rider* a los hijos o la percepción de los padres respecto a los hijos esté muy distorsionada. La situación puede agravarse por el hecho de que estas empresas se enfrentan a unos mercados de capital y de control societario imperfectos (Galve, 2002).

Schulze *et al.* (2003) mantienen que los costes de agencia no son menores en la empresa familiar ya que, por razones diversas, en diferentes contextos, las empresas familiares incrementan sus costes de agencia, pues la propia dinámica de la familia tiene una serie de características que la afectan tales como: 1) la posibilidad de que los miembros de la familia no sean los más cualificados para el puesto; 2) la posibilidad de que los miembros de la familia actúen de forma excesivamente libre o muy conservadora por no temer a la sujeción de ningún tipo de disciplina; 3) la falta de motivación de los miembros de la familia por el escaso margen de posibilidad de cambio dentro de la estructura de la empresa; 4) la incapacidad de los miembros de la familia de ceder control a favor de otros miembros no familiares, y 5) la existencia de un riesgo grave de interferencia entre la familia y la empresa.

En este sentido, otra línea de investigación sostiene que la empresa familiar tiene mayores costes de agencia por razón del solapamiento de los intereses que puede originarse por razón de la divergencia de los objetivos del CEO familiar y del resto de los familiares, coste que tendría su traducción en una falta de oportunidades para la carrera profesional de los miembros no familiares, y en una falta de supervisión y de planificación estratégica (Gómez-Mejía *et al.*, 2001).

Sin embargo, esta interpretación ha sido contradicha por la idea de que si el altruismo es recíproco, las empresas obtendrán una ventaja competitiva respecto a ciertas oportunidades de negocio, pues al tener costes más bajos podrán reservar fondos y asumir determinados sacrificios en el corto plazo, que tendrán su recompensa en el largo plazo. En este sentido, el *personalismo* y *particularismo* de las empresas familiares, unido al término «parsimonia» se traduce en un moderado uso de los recursos que influyen en las decisiones de la empresa y pueden favorecer sus resultados (Carney, 2005).

El estudio empírico llevado a cabo por Sacristán-Navarro *et al.* (2011) sobre 101 empresas españolas, parte de la premisa de que, en la actualidad, los problemas clásicos de la teoría de la agencia no se ajustan al prototipo de empresa familiar en la que un accionista, frecuentemente una familia o una persona física, controla la empresa con otros grandes o pequeños accionistas.

Sin embargo, los problemas derivados del conflicto con otros accionistas pueden surgir si no se establecen los mecanismos adecuados para evitarlos. Su estudio trata de investigar si la presencia de otros accionistas mayoritarios mejora el resultado de la empresa y si la identidad de dichos accionistas puede también influir en el mismo, sin que ninguna de estas premisas pueda evidenciarse empíricamente y se concluye que, aunque la presencia de otros accionistas mayoritarios o su identidad no son datos irrelevantes, su influencia dependerá, en gran medida, de las estructuras de gobierno que establezca cada empresa.

Con relación al *entrenchment* o *atrincheramiento* o *afianzamiento*, Chrisman *et al.* (2005) mantienen que mientras determinadas investigaciones muestran evidencias de que los problemas de agencia causados por el afianzamiento son mayores en las empresas familiares que en las no familiares, por cuanto los resultados de la empresa familiar no parecen estar influidos por el hecho de que el CEO sea o no miembro familiar (Gallo *et al.*, 1998; Gómez-Mejía, 2001), mientras que existen otras líneas de investigación que mantienen que altos niveles de atrincheramiento provocan la posibilidad de que los directivos adopten decisiones que prioricen su riqueza personal y seguridad laboral en vez de maximizar el valor de la empresa (Mork *et al.*, 1998).

Por otra parte, el atrincheramiento puede tener también consecuencias negativas para los accionistas minoritarios y la sociedad, especialmente cuando va acompañado de una estructura corporativa piramidal que puede favorecer comportamientos en la familia que se han denominado como *tunneling* o *expropiación de los fondos que pertenecen a accionistas minoritarios* (Jonhson *et al.*, 2003).

Desde otra perspectiva, otros estudios señalan que el *entrenchment* puede representar ventajas, especialmente cuando el sistema legal o político de un país ofrece garantías para evitar dicha expropiación o cuando se mantiene un equilibrio óptimo entre control

y propiedad que permite suplir las carencias de un sistema legislativo que no ofrece total protección para los accionistas minoritarios (Shleifer, 2003).

Por ello, y como postura intermedia, se afirma que ciertos niveles de altruismo y *entrenchment* tienen un efecto positivo en los resultados de la empresa por permitir una reducción de los costes de agencia; no obstante, si estos factores se elevan a un grado excesivo, pueden suponer un detrimento más que una ventaja para las empresas familiares (Dyer, 2003; Chrisman *et al.*, 2005).

En definitiva, y como señala Carney (2005), «Family ownership does not represent the kind of governance panacea that Fama and Jensen and others attribute to family owner management»; en otras palabras, que la propiedad en manos de la familia no representa la clase de panacea de estructura de gobierno que Fama y Jensen y otros autores atribuyen a la dirección del propietario familiar.

En todo caso, la cuestión de la separación entre propiedad y control reviste una complejidad difícilmente resoluble debido a que puede contemplarse desde distintas perspectivas y no es posible dar una solución única que sea válida en todos los escenarios, ya que los diferentes tipos de propiedad, la heterogeneidad de las empresas, los diversos entornos y las etapas de vida de la empresa impiden que pueda darse una fórmula válida que permita servir de paradigma a todas las estructuras societarias.

La teoría de la agencia y aquellas que conceptualizan el llamado comportamiento oportunista parten de un perfil psicológico o de lo que ha venido denominándose como un «modelo de hombre» en el que prevalece su carácter individualista, cuyo patrón de comportamiento se guía por su propio provecho e interés, en detrimento de los beneficios de quienes le contratan, lo que determina, en todo caso, una situación de conflicto entre la propiedad y la dirección.

Frente a este patrón de comportamiento, se proponen, a través de conceptos importados del ámbito de la psicología y la sociología de la organización, otros modelos de actuación que parten de un perfil psicológico y conductual diferente, definiendo «otro modelo de hombre» en el que priman rasgos como la satisfacción intrínseca y el ejercicio responsable del trabajo frente a las expectativas o intereses netamente económicos.

7.2. TEORÍA DE LA ADMINISTRACIÓN O *STEWARDSHIP*

Surge de este modo la denominada «teoría de la administración o la mayordomía» (*stewardship theory*), desarrollada por Davis (1997), que proyecta una nueva perspectiva de las relaciones entre principal y agente, en las que este último actúa motivado por su interés en hacer un buen trabajo y obtener la aprobación de sus principales. En definitiva, esta teoría mantiene que son factores personales y situacionales los que motivan al agente a adoptar una u otra posición frente a los intereses del principal. Actuar de este modo no egoísta no implica que el agente esté actuando de forma no racional o sin motivaciones personales sino que considera que la forma más adecuada para lograr sus metas es trabajando por las metas y objetivos de la sociedad. De esta forma la teoría de la administración propone que el estudio de las motivaciones, las relaciones y simetrías de la información pueden ser mecanismos favorables para la profesionalización de la empresa y el establecimiento de controles formales (Donaldson *et al.*, 1991; Pastoriza y Ariño, 2008; Vargas Sánchez, 2004).

«La teoría de la administración» o *stewardship* en el ámbito de la empresa familiar tiene especial trascendencia por cuanto las propias características de las empresas familiares, más orientadas al largo plazo y a las relaciones estables y duraderas que surgen en su seno, favorecen que el tipo de comportamiento propio del *stewardship* tenga una especial importancia pues facilita que se produzca una mayor identificación entre los objetivos personales y empresariales, así como un mayor valor de los compromisos no financieros o socioemocionales vinculados a esta teoría. De hecho, la investigación ha demostrado que los comportamientos ligados al *stewardship* pueden ser un componente importante de la ventaja competitiva de las empresas familiares (Eddelston *et al.*, 2008; Miller *et al.*, 2008; Zahra *et al.*, 2008; Patel *et al.*, 2010; Cabrera, 2012).

El estudio empírico llevado a cabo por D'Souza y Patel (2008) tomando una muestra de 663 empresas norteamericanas y con apoyo teórico de la teoría de la agencia, la teoría de la administración y la teoría de los recursos, llega a la conclusión de que la influencia en el resultado de la empresa familiar de los factores de altruismo y *entrenchment* debe ser moderada por el grado de implicación o participación de la familia. De esta forma, por un lado mantienen que no existe una relación lineal entre resultado de la empresa,

altruismo y afianzamiento y por otra aseguran que el altruismo y afianzamiento han de ser moderados por el nivel de implicación de la familia en la empresa.

Los resultados del estudio muestran que el afianzamiento no se ve influenciado por la implicación de la familia en lo que se refiere al resultado económico de la empresa, sin embargo, los resultados de la empresa sí se ven incrementados si aumenta el altruismo y la implicación familiar hasta un cierto grado; no obstante, si llegados a ese punto «óptimo» se sigue incrementando el altruismo y la implicación familiar, el resultado de la empresa decrece. Estos hallazgos pueden explicar los resultados contradictorios a los que previas investigaciones habían llegado, en lo que se refiere a los efectos del altruismo sobre los resultados de la empresa.

Los diferentes estudios apuntan a la necesidad de complementar ambas teorías, de esta forma, mientras que la teoría de la agencia ha sido criticada por su limitada visión sobre la motivación del comportamiento humano y la asimetría con la que se contempla la posición de ambas partes, la teoría de la administración o mayordomía se considera que parte de premisas reduccionistas y un tanto simplistas sobre la forma de actuar de los directivos, además de ser un modelo que puede tener cabida en determinado tipo de organizaciones de tipo social o de compromiso comunitario pero difícilmente en grandes corporaciones en las que el rendimiento económico es el primer objetivo de la empresa (Perrow, 1986; Hernández, 2012). No obstante, parece que la postura más lógica es la que apunta a la necesidad de complementar e interrelacionar ambas teorías las cuales pueden ser, en diferentes situaciones, la mejor respuesta para explicar o resolver fenómenos o problemáticas concretas (Donaldson y Davis, 1991).

Demsetz y Vilallonga (2001), en un estudio empírico llevado a cabo en 223 empresas en Estados Unidos, tratan de establecer la relación existente entre la estructura de la propiedad y el resultado económico de la misma, especialmente si la propiedad es multidimensional, para concluir que no existe una relación estadística entre ambas variables. Una estructura de propiedad difusa, aunque puede aumentar los problemas de agencia, presenta una serie de ventajas que compensan los anteriores.

7.3. LA TEORÍA DE LOS RECURSOS Y LAS CAPACIDADES

En el seno de la Dirección estratégica de las empresas, y en contraposición a los llamados planteamientos de mercado o de entorno, surge la **teoría de los recursos** (*resource based view*), que tiene sus orígenes en las ideas de Penrose (1959), quien conceptualizó la empresa como una unidad administrativa integrada por un conjunto o «manejo» de recursos productivos. Por otra parte, por recurso se entiende cualquier factor de producción con el que cuente una empresa y esté a su disposición en un momento determinado.

Es esencial a la construcción de esta teoría la contribución de Wenerfelt (1984), quien afirma que para una empresa, los recursos y los productos son la cara de una misma moneda, y destaca la importancia de poner el centro de atención en los productos como forma de mejorar el resultado de la empresa, frente al enfoque basado solo en las condiciones externas de mercado. Estas nuevas concepciones no suponen una ruptura total respecto a los planteamientos anteriores, pero tratan de complementar el entorno o contexto de la empresa con la trascendencia que aportan sus peculiaridades internas.

La teoría de los recursos basa su modelo en la heterogeneidad de las empresas de una industria o sector y mantiene que los recursos de la empresa no son totalmente exportables de una empresa a otra por lo que dicha heterogeneidad tendrá una limitada duración temporal. Los recursos a su vez, podrán ser tangibles e intangibles, según se clasificará posteriormente.

La teoría parte de una serie de conceptos básicos que son: los recursos de la empresa y la ventaja competitiva. Según Barney (1991), los recursos de la empresa han de tener los siguientes atributos:

- 1) Que sean valiosos.
- 2) Deben ser escasos entre los competidores actuales y potenciales.
- 3) No deben poder ser imitados.

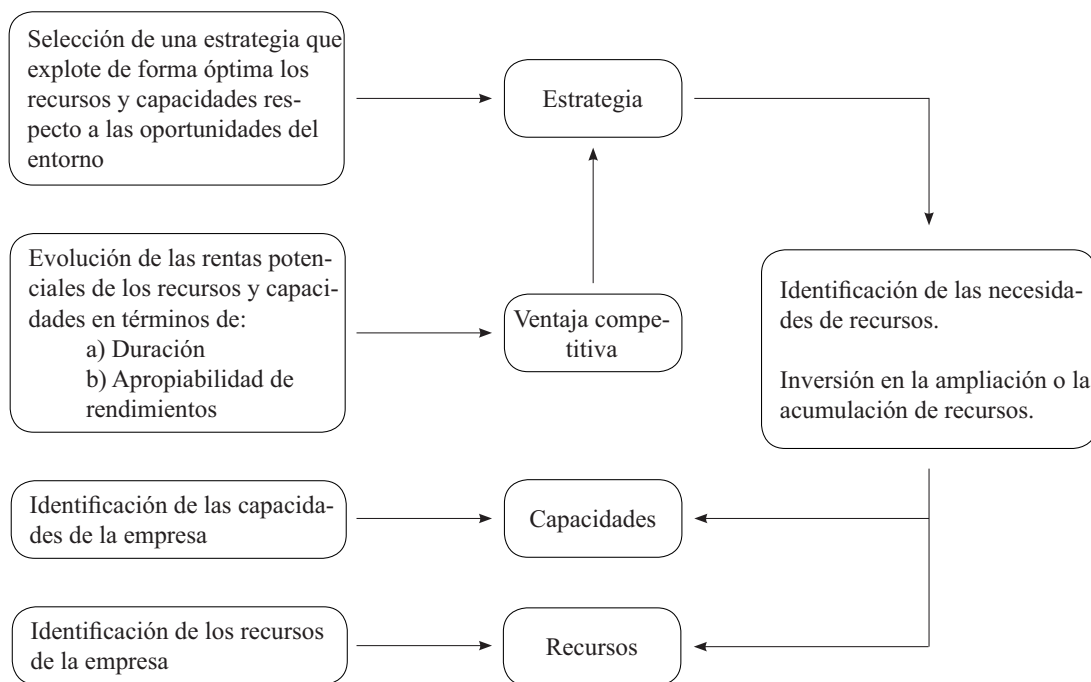
No deben existir sustitutivos equivalentes para estos recursos.

Posteriormente, Grant (1996) da un paso más en el desarrollo de esta teoría al añadirle un nuevo concepto, el de **la capacidad**, y mantener que la teoría de los recursos no es

tanto una teoría sobre la estructura de la empresa y su comportamiento, como un intento de explicar y predecir la razón por la que algunas empresas son capaces de establecer unas posiciones de ventaja competitiva, y en consecuencia, mejorar sus resultados.

La teoría de los recursos y capacidades considera la empresa como un conjunto de recursos y capacidades propias, donde la principal tarea de la dirección es maximizar el valor de la misma, a través del desenvolvimiento óptimo de los recursos y capacidades existentes, a la vez que desarrolla los recursos de la empresa para el futuro y su desarrollo para la supervivencia de la empresa en un futuro. La relación entre los recursos y las capacidades significa que, mientras los recursos o activos de la empresa son la fuente de las capacidades de la misma, a la vez estas son la fuente de su ventaja competitiva. De esta forma, la capacidad se define como la interacción entre el conjunto de recursos de la empresa.

Figura 1.14. Teoría de los recursos y capacidades



Fuente: Nieto Sánchez (2001)

Siguiendo a este autor, la teoría de los recursos y capacidades ofrece una base teórica para comprender un gran número de cambios e innovaciones en el campo de la

organización de las empresas, básicamente los relacionados con estructuras horizontales, estructuras basadas en equipos de trabajo y alianzas estratégicas.

Como se observa en la figura 1.14, a partir del modelo de Grant, se muestra claramente que en la empresa interaccionan los elementos que integran la estrategia (recursos, capacidades y ventajas competitivas) con el entorno competitivo (competidores, clientes y proveedores) de forma que se conforma un nexo que obliga a hacer ajustes estratégicos continuos. Por ello, se crea un marco teórico que permite analizar las condiciones en las que una empresa identificará una ventaja y establecerá las medidas de rendimiento para sostenerla (Nieto Sánchez, 2001).

Otros autores, Peteraf (1993), han contribuido al desarrollo de esta teoría, poniendo de relieve que la teoría de los recursos muestra más inclinación a la acumulación interna de activos y menos preocupación por los costes de transacción, si bien, una de las paradojas de la misma puede ser que el exceso de recursos puede conducir a una escasez de rentas para el mantenimiento de dichos recursos. No obstante, afirma que se trata de una construcción que aporta una múltiple perspectiva y que se articula como un paradigma capaz de integrar diversas áreas y niveles de estrategia. En definitiva, la aportación que se hace al campo de la dirección estratégica es que la verdadera tarea de una empresa, sea cual sea su dimensión o diversificación, es usar sus recursos disponibles hasta el máximo de su potencialidad, basándose en tres pilares básicos: recursos valiosos, factor mercado y ventaja competitiva (Leiblein, 2011).

Las críticas a la teoría de los recursos vienen de aquellos quienes llegan a negar su carácter de teoría por carecer de un sustento empírico que permita catalogarla como tal, si bien reconocen que sí que puede llegar a alcanzarlo en un futuro, y no desmienten su valor como marco conceptual que ha de ser debidamente desarrollado.

Desde ese punto de vista, se ha señalado que las mismas críticas que esta teoría formulaba sobre los modelos de entorno o contexto de mercado pueden plantearse sobre ella. A modo de ejemplo, se puede afirmar que, en la idea de que los recursos de una empresa son valiosos cuando permiten a una empresa implementar estrategias que mejoren su eficacia y efectividad, realmente está presente la noción de contexto de mercado, y los cambios del mismo afectarán, sin duda, al valor de los recursos. Con ello, el valor del recurso está condicionado por un componente externo a la teoría de los

recursos. Asimismo, la crítica efectuada a los modelos basados en el entorno por simplificar el análisis estratégico puede reprocharse también a esta perspectiva, que asume la homogeneidad y la inmovilidad de los factores del mercado (Priem y Butler, 2001).

Desde el punto de vista de la **teoría de los recursos**, se dice que los recursos de la empresa familiar son la *familiness* o *dimensión familiar* de una empresa, entendiendo por dimensión familiar un paquete único de recursos que una empresa determinada tiene a causa de la interacción de sistemas entre la familia, sus miembros individuales y la firma.

La teoría de los recursos permite profundizar en el comportamiento organizacional de la empresa familiar. Los fenómenos dependientes del recorrido de la empresa y asociados a sus peculiares condiciones históricas dan lugar a una serie de recursos «imperfectamente imitables», como la cultura organizacional de la familia, su ubicación geográfica, su activo histórico o su reputación, sus procesos formales o informales, los cuales producen una serie de recursos socialmente complejos que caracterizan a las empresas familiares. Dichos recursos, que no son fácilmente evaluables, adquieren su plena eficacia en los periodos de cambio o transición. No obstante, ni dichos recursos característicos de la empresa familiar, ni la propia dimensión familiar proporcionan en todos los casos una ventaja competitiva sostenible por sí misma, sino que es preciso que los recursos y las capacidades sean valorados en relación al entorno competitivo externo, para mostrar en qué medida producen una ventaja potencial y qué estrategias específicas les permiten alcanzar su verdadero significado (Habbershon *et al.*, 2003).

El concepto de *familiness*, en el ámbito de la dirección estratégica de la empresa familiar, ha de partir de que la clave es centrarse en identificar la dimensión familiar de cada empresa particular y evaluar su influencia en las capacidades estratégicas de la misma. En este sentido, los recursos intangibles integrados en el concepto de *familiness* serían, entre otros, la mayor confianza que inspiran las empresas familiares en consumidores y clientes, la dedicación y lealtad de sus empleados, su visión a largo plazo en la toma de decisiones y el valor de la paciencia y parsimonia en entornos de recursos escasos. El conocimiento tácito, socialmente complejo y difundido a través de

una empresa familiar, también puede constituir un recurso intangible valioso y un elemento de *familiness* (Tokarczyk *et al.*, 2007).

Desde otro punto de vista, Venter *et al.* (2007) consideran que el *familiness* puede ser dividido en tres capitales diferentes: el capital fundador, el capital familia y el capital generacional, y estudian los canales a través de los cuales estos pueden ser transmitidos entre generaciones (Roman, 2009).

Sirmon y Hit (2003) identifican cinco recursos y capacidades con la potencialidad de proporcionar ventaja competitiva a la empresa y que la forma de gestionar estos recursos en la empresa familiar es diferente a la que lleva a cabo la empresa no familiar. Los recursos que identifican estos autores son: capital humano, capital social, capital de supervivencia, capital «paciente» y una estructura de gobierno.

El capital humano está integrado por el conocimiento adquirido, habilidades y capacidades de los miembros que la integran. El capital social hace referencia a las relaciones que se establecen con otras organizaciones o personas individuales. El capital de supervivencia está compuesto por la integración de los recursos personales que los miembros de la familia están dispuestos a aportar, prestar o compartir en beneficio de la empresa. El denominado «capital paciente» se diferencia del capital financiero característico de cualquier otra empresa por estar asociado a inversiones a largo plazo respecto a las que no se espera un retorno económico inmediato. El establecimiento de una estructura de gobierno adecuada se configura como un instrumento fundamental para integrar la estrategia de la empresa y reducir los costes de agencia, según se estudiará en el siguiente capítulo.

La sistematización más empleada de los recursos y capacidades de la empresa familiar es la llevada a cabo por Habbershon y Williams (1999), en la que establecen una correlación entre los diversos grupos de recursos (capital humano, capital organizacional y capital de proceso) y su diverso potencial en la empresa familiar de acuerdo con los diversos trabajos llevados a cabo por la literatura científica. La figura 1.15 representa gráficamente dicha clasificación propuesta.

Figura 1.15. Recursos y capacidades de la empresa familiar

Recursos	Potencial de la EF tal y como se ha identificado en la literatura
CAPITAL HUMANO	
Entrenamiento, experiencia, juicio, inteligencia, talento directivo (Barney, 1991)	Desarrollo del liderazgo/ <i>empowerment</i> (Handler, 1989, 1992; Fiegner <i>et al.</i> , 1994)
Socialización de nuevos trabajadores (Barney, 1986)	
Individuos innovadores (Collis, 1994)	Empresas familiares creativas (Pervin, 1997)
Respuesta de ciclos del mercado (Collins, 1994)	Responde más a los cambios en el entorno empresarial (Dreux, 1990)
Conocimientos de tecnología interna (Wernerfelt, 1984)	
Conocimiento del entorno (Nonaka <i>et al.</i> , 1996)	
Credibilidad (Barney y Hansen, 1994)	Mayor credibilidad (Tagiuri y Davis, 1996)
Habilidad para reconocer el valor intrínseco de otros (reduce costes de oportunidad) (Collins, 1994)	

Recursos	Potencial de la EF tal y como se ha identificado en la literatura
Productividad	Los miembros de la familia son más productivos que los no familiares (Rosenblatt <i>et al.</i> , 1985; Levering y Moskowitz, 1993)
Flexibilidad	<p>Prácticas de trabajo flexible (Goffee y Scase, 1985)</p> <p>Los propietarios de la EF trabajan y dirigen de forma que se maximiza la flexibilidad (Poza, Alfred y Maheshwarl, 1997)</p> <p>Toman decisiones rápidas (Ward, 1997)</p>
CAPITAL ORGANIZACIONAL	
I+D (Dierickx y Coal, 1989; Nelson, 1991)	Mayor atención a la I+D por parte de las EF (Ward, 1997)
Estructuras de comunicación, planificación, control y sistemas de coordinación (Barney, 1991)	Menos probable que tengan un código formal de comportamiento ético (Adams, Taschian y Shore, 1996). Controles informales (Daily y Dollinger, 1992)
Aprendizaje y rutinas (Pisano, 1994; Teese, Pisano y Shuen, 1997)	
Procedimientos eficientes (Wernerfelt, 1984)	Mejor dirección de la estructura de capital (Monsen, 1969)

Recursos	Potencial de la EF tal y como se ha identificado en la literatura
Herencia administrativa (Collis, 1994)	Se comparten valores entre culturas y se traspasan barreras culturales más efectivamente (Swinth y Vinton, 1996)
Procesos de toma de decisiones superiores incluyendo una creencia compartida de la estructura (Knez y Camerer, 1994)	El proceso de toma de decisiones se puede centralizar, incrementando la eficiencia y la eficacia (Tagiuri y Davis, 1996)
Capacidades del proceso estratégico (Hart y Banbury, 1994)	<p>Pone énfasis en el potencial crecimiento sobre el crecimiento de ventas a corto plazo (Donckels y Frohlich, 1991)</p> <p>Oportunidad única de estar orientadas a largo plazo (Ward, 1997)</p> <p>Visión más a largo plazo (Porter, 1992)</p> <p>Pueden ver el largo plazo, no deben realizar resúmenes cuatrimestrales para los analistas de bolsa (Dreux, 1990)</p>
Nombre de marca (Wernerfelt, 1984)	Las empresas familiares ponen más atención en el desarrollo del nombre de marca (Ward, 1997)
Cultura organizacional (Barney, 1986)	Cultura organizacional (Dyer, 1986; Astrachan, 1988)
Reputación	Menores niveles de deuda/activo (Gallo y Vilaseca, 1996)

Recursos	Potencial de la EF tal y como se ha identificado en la literatura
<p>Creencias únicas y asunciones</p> <p>Clientes</p> <p>Capacidades de la empresa</p> <p>(Srivastana, Shervani y Fahey, 1998)</p>	
CAPITAL DE PROCESO	
<p>Relación empresa-entorno (Barney, 1966)</p>	<p>Más probable que se involucren en estrategias respetuosas con el entorno (Post, 1993)</p> <p>Los competidores tienen poca información sobre operaciones o condiciones financieras (Jhonson, 1990)</p> <p>La interdependencia con el macroentorno es menos intensa (Donckles y Frohlich, 1991)</p>
<p>Empresa y <i>skateholders</i> (Srivastana, Shervani y Fahey, 1998)</p>	
<p>Relación entre directivos (Hambrick, 1987)</p>	
<p>Trato de trabajadores, clientes, proveedores y distribuidores (Barney, 1986)</p>	<p>Pagan salarios más altos (Donckels y Frohlich, 1991)</p>

Recursos	Potencial de la EF tal y como se ha identificado en la literatura
Construcción de alianzas familiares (Ward, 1997)	Forman alianzas con otras empresas
CAPITAL FÍSICO	
Acceso al capital financiero (Evans y Jovanovic, 1989)	Acciones estables (de Visscher, Aronoff y Ward, 1995; Dreux, 1990)
Coste de capital (Brito y Mello, 1995)	Menor coste de capital (Aronoff y Ward, 1995)

Fuente: Habbershon y Williams (1999)

Las ventajas competitivas también se han estudiado en el marco teórico de los recursos y las capacidades. Según señala Grant (1996), en el entorno actual, se pone especial énfasis en las variables intraempresariales ya que, cuanto más dinámico es el entorno exterior, más importancia adquieren los recursos y capacidades internos de la empresa, los cuales son más controlables y estables que los elementos del ambiente externo cuya volatilidad es cada vez mayor. Aunque no existe unanimidad en cuanto a la clasificación de los recursos y las capacidades, siguiendo a este autor, los recursos se consideran el conjunto de factores o activos que controla una empresa y que, a su vez, teniendo en cuenta su heterogeneidad, pueden distinguirse entre recursos tangibles y recursos intangibles.

La capacidad se configura como la habilidad de una empresa para llevar a cabo una actividad concreta de una forma eficaz y diferenciada, lo que constituye una ventaja competitiva en un negocio concreto.

Los recursos en las empresas se dividen en **tangibles** (caracterizados por la facilidad para ser identificados y valorados pues aparecen recogidos en estados contables de las

empresas, en particular los recursos físicos y financieros) e **intangibles** (caracterizados por ser invisibles a la identificación contable, y pueden ser tecnológicos, organizativos, capital humano y comerciales).

En la figura 1.16 se describen los tipos de recursos intangibles y los elementos definatorios de cada uno de ellos.

Figura 1.16. Recursos intangibles en la empresa familiar

TIPOS DE RECURSOS INTANGIBLES	ELEMENTOS DEFINITORIOS
RECURSOS HUMANOS	<p>Cualificación y experiencia de los empleados, que determinan sus habilidades</p> <p>Adaptabilidad y flexibilidad</p> <p>Compromiso y lealtad de los empleados (nivel de rotación, de conflictos, de retribución)</p>
RECURSOS TECNOLÓGICOS	<p><i>Stock</i> de tecnologías protegidas por patentes</p> <p>Experiencia en la aplicación de la tecnología y el <i>know how</i></p> <p>Recursos y compromiso hacia la innovación y la investigación</p>
RECURSOS COMERCIALES	<p>Propiedad de marcas comerciales</p> <p>Reputación o imagen corporativa</p> <p>Diferenciación en base a atributos como servicio, calidad, fiabilidad, etc.</p> <p>Relaciones estables con clientes y proveedores</p>

Fuente: Grant, 1991

La empresa familiar se configura como un campo de estudio multidisciplinar que se encuentra en una fase incipiente de su desarrollo. La empresa familiar posee una serie de atributos ambivalentes que constituyen su fuente de ventajas y desventajas, sobre la que es necesaria una más amplia investigación empírica que permita contrastar lo que, a veces, no son más que meras intuiciones y obtener un conocimiento que permita la mejora de su gestión (Fernández y Nieto, 2005).

CAPÍTULO 2. MARCO TEÓRICO DE LA CONTINUIDAD DE LA EMPRESA FAMILIAR: ESTRATEGIA, GOBIERNO Y SUCESIÓN

1. INTRODUCCIÓN

Como se exponía en el capítulo anterior, en torno a la empresa familiar se ha construido una serie de modelos que tratan de contribuir a la comprensión de los diferentes sistemas integrados en la empresa familiar. El modelo de los cinco círculos de Amat (2000) complementa al clásico modelo de los tres círculos, al ampliarlo con dos áreas más, para tratar de complementar y profundizar en el diagnóstico de la empresa familiar. De esta manera, el modelo diferencia entre la gestión de la empresa y la empresa como negocio. Además se ha incluido una quinta área que es fundamental en todo proceso de la empresa familiar: la sucesión. El presente capítulo pretende ser una revisión de la estrategia, el gobierno y la sucesión en el marco de la continuidad de la empresa familiar.

El primer apartado se ocupa de la conceptualización y delimitación del propio concepto de continuidad, poniéndose de manifiesto la diversidad de planteamientos desde los que se puede integrar el mismo. En todo caso, sobre lo que no existe controversia es sobre el hecho de que las empresas familiares se enfrentan a un mundo globalizado que las fuerza a una superación de sus perspectivas históricas. El cambio y la continuidad son los ejes sobre los que pivota la empresa familiar e, inevitablemente, tendrá que entrar en conexión con el factor planificación, pues solo pueden enfrentarse las transformaciones cuando subyace un pensamiento de previsión que permita el adecuado encaje entre todos los sistemas o círculos presentes en este tipo de organización. Las empresas familiares de éxito han de diseñar planes de continuidad que integren el negocio, la gestión del mismo y los miembros intervinientes en una comprensiva visión de futuro (Fowler, 2006; Shafieyoon y Mansouri, 2014).

El segundo apartado aborda la revisión de la literatura sobre dirección y planificación en la empresa familiar, entendiendo que en la empresa familiar, como en cualquier otra, la estrategia de la empresa surge como resultado del ajuste entre los recursos y capacidades de la misma y las oportunidades que se producen en su entorno.

Indudablemente, las decisiones estratégicas de la empresa familiar vendrán marcadas por la forma de ser de dicha empresa y los valores que la impulsan, pero necesariamente la estrategia que se elija habrá de ir encaminada a la consecución de los objetivos comunes a toda organización económica, pero sin olvidar los rasgos básicos de voluntad de continuidad y mantenimiento de la riqueza socio-emocional, que son rasgos intrínsecos de esta clase de empresas.

Tras una revisión de las principales aportaciones teóricas y empíricas sobre la dirección y planificación estratégica de la empresa familiar, se profundiza en las estrategias competitivas de la empresa familiar (recursos tecnológicos, recursos humanos y reputación), para exponerse posteriormente las particularidades que las estrategias corporativas (diversificación e internacionalización) presentan en estas empresas.

La organización del gobierno es objeto del siguiente apartado, poniendo de relieve que el carácter de la empresa familiar como organización económica que pone en marcha y desarrolla actividades con el fin de maximizar el bienestar de la familia y el logro de los objetivos empresariales, hace preciso encontrar fórmulas de gobierno que permitan lograr un equilibrio dinámico de todos los sistemas integrados con el fin de garantizar la estabilidad y mantenimiento de la empresa. Mención especial merece el protocolo familiar como instrumento que ha de nacer del compromiso de los miembros de la familia y con la vocación de ser un mecanismo que contribuya a la vocación de permanencia de la empresa a través de las generaciones futuras.

Si en todos los factores que afectan a la continuidad de la empresa y que han sido analizados en este trabajo influyen las peculiaridades, relaciones y conflictos de la familia *behind the firm*, es en la sucesión donde dichos elementos cobran mayor protagonismo, de manera que solo una adecuada gestión de todas estas implicaciones, el ajuste de los roles de todos los intervinientes en el proceso y un sólido compromiso y entendimiento de ambas generaciones serán determinantes del resultado positivo de este proceso, que se considera una «prueba de fuego» para la supervivencia y continuidad de la empresa familiar.

2. EL CONCEPTO DE CONTINUIDAD EN LA EMPRESA FAMILIAR

Fama y Jensen (1983) afirmaban: «aquella forma de organización que sobrevive en cualquier actividad es la que es capaz de entregar el producto demandado a los clientes al menor precio mientras cubre sus costes».

La sencillez de esta afirmación encierra una de las cuestiones más complejas a las que se enfrenta la empresa, la supervivencia, entendida como la capacidad de mantenerse en el tiempo y superar las situaciones adversas que surgen en su camino. De esta forma, será obligación de quienes tienen atribuidas su gestión y dirección, adoptar las medidas y tomar las decisiones que posibiliten la subsistencia de la empresa.

Por regla general, en las empresas la longevidad o continuidad está asociada a la rentabilidad y al crecimiento, cuyo origen está en la cadena de acciones causa-efecto que, partiendo de la preparación y motivación del personal, estimula una mayor eficiencia y eficacia de los procesos que llevan a la producción y entrega del producto o prestación de servicio al cliente en condiciones de relación precio-calidad favorables, lo que tendrá como consecuencia una mayor rentabilidad y oportunidades de crecimiento. Todas estas premisas son predicables de la empresa familiar, pero ha de añadirse el factor de que la longevidad de esta clase de empresas está íntimamente vinculada a su orientación a largo plazo, por lo que se entenderán por longevas aquellas que han superado con éxito varios cambios sociales, políticos, económicos y familiares mediante la adaptación de sus sistemas organizativos y la toma de decisiones estratégicas para conseguir la continuidad en el tiempo (Álvarez de Linera, 2011).

El concepto continuidad no está exento de ambigüedades pues en torno a su significado se abre una serie de interrogantes: ¿la continuidad se refiere a la empresa en sí misma, a su nombre, al sector en el que opera, a sus productos o servicios, a los mercados en los que opera? La continuidad es un constructo multidimensional y su definición en las empresas familiares multigeneracionales está abierto a interpretaciones y planteamientos alternativos. Asimismo, este significado puede tener distintas acepciones en los diferentes miembros de la familia y también puede evolucionar su sentido a lo largo del tiempo. De esta forma, es preciso que las empresas familiares articulen y transfieran un concepto de continuidad que permita evitar confusión y conflicto a la vez que se adapte a los necesarios cambios estratégicos, de forma que los

valores tradicionales de la empresa y su identidad puedan armonizarse con los futuros factores de cambio (Salvato *et al.*, 2012).

La continuidad, para algunos autores no es más que una expresión genérica de la eficacia que debe ser medida en el tiempo, pero que, indudablemente, tiene una carga subjetiva vinculada a las personas que toman las decisiones en las empresas, por lo tanto, la continuidad debe ser entendida por la maximización de los objetivos (intrínsecos y extrínsecos) de la empresa entendida como un todo homogéneo (Basco, 2006). La supervivencia, longevidad, arraigo, reputación y viabilidad son medidas empleadas para medir el resultado económico de las empresas familiares (Yu *et al.*, 2012; Colli, 2012; Stangej y Skudiene, 2013).

Ruiz *et al.* (2007) llevaron a cabo una clasificación y análisis de la literatura sobre empresa familiar en los que relacionan una serie de enfoques teóricos de la investigación de la empresa familiar y la apreciación de la continuidad de la misma.

En la empresa familiar se superponen dos realidades. Por una parte, el sistema familiar con un componente básicamente emocional, donde se cultivan la educación, la protección y el cuidado entre sus miembros, marcado por un carácter conservador, poco proclive al cambio. Por otra parte, el sistema empresarial se basa en el cumplimiento de objetivos económicos, es abierto y orientado al exterior y si quiere asegurar su supervivencia, ha de promover el cambio y garantizar la adaptación a las condiciones del entorno (Sánchez Ramade, 2010). Solo mediante el debido ajuste y equilibrio entre estas dos realidades se logrará el reto de que la empresa familiar sobreviva y se desmienta la afirmación de Ward: «mantener viva a una empresa familiar quizá sea el más arduo de los trabajos de gestión sobre la tierra».

Dicha aseveración tiene un reflejo en la realidad. En términos medios, la tasa de desaparición de empresas familiares es bastante elevada: un 60-65 % de las empresas familiares se encuentra en primera generación; un 25 %, en segunda; un 9 %, en tercera y tan solo un 6 % en cuarta o ulterior generación (Gallo y Amat, 2003). En el ámbito español, los datos ofrecidos por el IEF en 2012 son muy similares.

De esta forma, la empresa familiar, además de todas las dificultades a las que se enfrenta una empresa cualquiera —rentabilidad, competitividad, superación de las

etapas de crisis— se ve obligada a asumir otra problemática, que en gran parte viene a constituir las debilidades que se exponían en el capítulo anterior, como la aversión al riesgo, los conflictos familiares que tienen su origen en la resistencia a perder el control o poder, y cualquier mecanismo, por ejemplo, la financiación, que directa o indirectamente puede llevar a este efecto (Gallego, 2012).

Por otra parte, se plantea la cuestión de si las empresas familiares tienen una mayor o menor supervivencia que las empresas no familiares y cuáles son los factores que influyen en la misma. Los resultados de las investigaciones son ambivalentes.

En principio, las características de la empresa familiar, como mayores niveles de capital social, orientación a largo plazo, capital «paciente», eficiencia y menores costes de agencia deberían contribuir a una mayor supervivencia de la misma.

Sin embargo, otros factores pueden ser un obstáculo para esa mayor supervivencia de la empresa, relacionados como debilidades en el capítulo anterior: conflictos familiares, altruismo, desventajas de capital social, mayor aversión al riesgo y menores índices de inversión en I +D, pueden tener una influencia negativa en la continuidad de la empresa (Wilson *et al.*, 2013).

Asimismo, las discrepancias en torno a cuáles son los factores que influyen en la continuidad de la empresa familiar son notorias y la literatura en torno a la cuestión es fragmentaria. Davis *et al.* (1998) ponen de relieve que los estudios sobre la cuestión ponen su foco en la sucesión, con especial atención al hecho de si el fundador ha designado o no sucesor. Estas investigaciones se centran en la transferencia de liderazgo pero no en el proceso de continuidad del negocio.

Astrachan y Kolenko (1994), en su estudio empírico sobre 600 empresas evidencian la relación positiva entre la profesionalización de la dirección de la empresa, el gobierno de la misma, la política de recursos humanos y la supervivencia de la empresa mientras que no encuentran significación para la planificación de la sucesión.

Rienda *et al.*, (2004) proponen un marco teórico para la continuidad de la empresa familiar, tratando de establecer las bases para que las empresas familiares desarrollen medidas para conseguir dicho objetivo, especialmente en la fase de relevo generacional que es el momento en que se produce una elevada mortandad de empresas de este tipo.

El punto de partida es la separación clara y bien definida de las cuestiones empresariales y familiares, en especial la diferenciación entre patrimonio familiar y empresarial, sobre todo en la fase de madurez de la empresa. La sucesión es contemplada también como un factor relevante en la continuidad de la misma, que ha de ser planificada con anterioridad y de forma organizada para evitar los conflictos futuros que pueden incidir negativamente en la supervivencia de la empresa. Desde el punto de vista estratégico, se mantiene que la empresa debe evolucionar en paralelo con los mercados para asegurar su continuidad, mediante el fomento de la innovación y la globalización de la misma.

El valor de la confianza, la competitividad en el mercado y la sucesión son elementos que influyen en la supervivencia de la empresa familiar (Chami, 1999). Otros estudios, como el llevado a cabo por CFAR (Center for Applied Research) en 2009, mantienen que el proceso de continuidad reviste gran complejidad y su punto de partida se basa en el compromiso de mantener el negocio y la persecución de determinados objetivos particulares de la familia *behind the firm* además de los objetivos económicos. Para ello, es preciso una visión global del negocio desde la perspectiva única de la continuidad y prestar atención a las diferentes áreas del negocio, que concretan en los siguientes aspectos:

- Planificación de la sucesión.
- Utilización de la dirección estratégica como medio para preservar los valores fundamentales de la empresa, desarrollando aquellas estrategias que se adapten al entorno cambiante y al contexto organizacional.
- Desarrollar una cohesión integradora de la propiedad de forma que permita adoptar una estructura de capital que permita conjugar la estructura de propiedad y una estructura de capital que asegure los retornos adecuados a los propietarios.
- Fortalecer los mecanismos de gobierno y las habilidades de liderazgo. En las empresas familiares los accionistas tienen una influencia decisiva a la hora de configurar unos instrumentos de gobierno que definan los roles y responsabilidades de los distintos miembros y una adecuada estructuración de liderazgo.
- Desarrollar el entorno, valores y cultura para preservar la empresa familiar.

Bañegil *et al.* (2011), partiendo de la premisa de que las empresas familiares destacan por su comportamiento emprendedor, por sus valiosas relaciones sociales y por la supervivencia y la orientación a largo plazo, sostienen que también poseen características que pueden restringir dicho comportamiento como la mayor aversión al riesgo o la percepción diferente del entorno dependiendo del nivel generacional de la familia implicada. Kellermans *et al.* (2008) llevan a cabo un estudio en el que identifican la gestión profesionalizada, la formación de alianzas estratégicas y cooperación y el espíritu como factores que influyen positivamente en la continuidad de la empresa familiar. Master y Lievens (2011) consideran como factores de supervivencia de la empresa familiar el éxito de la sucesión y el establecimiento de unos adecuados órganos de gobierno de la misma.

Ward, en la conferencia pronunciada bajo el título «El arte de la continuidad de la empresa familiar. Más allá de las buenas prácticas» (2011), sostuvo que la empresa familiar tiene una serie de cualidades que la ayudan a ser más resistente y sólida y por tanto, favorecen su continuidad en el tiempo. Entre las cualidades señaladas por este autor destacan su política financiera más conservadora (menor endeudamiento, tasa de reinversión de beneficios más alta, mayores reservas de liquidez disponibles), su orientación a largo plazo y la diversificación tanto en áreas de actividad como en fuentes de financiación. De esta forma, estas características facilitan que la empresa familiar pueda abordar medidas para garantizar su existencia siendo además preciso contar con una estructura de gobierno adecuada y una visión del negocio con todos sus matices e implicaciones.

Gaona *et al.* (2015) llevan a cabo una investigación en el entorno de empresas familiares mexicanas y consideran que los tres problemas más relevantes que amenazan la supervivencia y continuidad de las mismas son la escasa compatibilidad entre familia y empresa, la ausencia de confianza entre los miembros familiares y la falta de confianza en los miembros familiares que trabajan en el negocio familiar. El estudio concluye que las empresas familiares deben implantar las estructuras básicas para asegurar la continuidad, crecimiento y supervivencia de las mismas, mediante el establecimiento de los órganos de gobierno adecuados, la profesionalización de la empresa y la formulación del Protocolo Familiar.

Existe pues la necesidad de crear unas estructuras y planes para guiar el desarrollo y para lograr satisfactoriamente el cambio cultural que llevan implícito las transiciones, evitando que estas se conviertan en periodos de alto riesgo de desaparición para las empresas familiares. La creación de estas estructuras así como el diseño de una planificación que asegure el desarrollo futuro de la empresa familiar ha de hacerse teniendo en cuenta los tres subsistemas implicados en su funcionamiento: familia, propiedad y negocio o empresa (Vallejo, 2003). De esta forma será necesario formular una planificación estratégica que incluya una debida profesionalización de la misma, la institucionalización o diseño de una estructura de gobierno que articule los diferentes intereses de las partes interesadas en la empresa, los planes de sucesión para evitar que los cambios generacionales afecten a la perdurabilidad de la empresa y la elección de una estructura financiera que permita lograr los objetivos económicos inherentes a la condición de empresa de esta clase de organizaciones.

3. LOS RECURSOS Y ESTRATEGIA COMO FACTOR DE INFLUENCIA EN LA CONTINUIDAD DE LA EMPRESA FAMILIAR

En el entorno competitivo actual, las empresas han de elegir una estrategia a seguir, y de esta elección va a depender, en gran parte, que la empresa pueda lograr los objetivos y metas propuestos. Las empresas familiares no escapan a esta necesidad, máxime cuando, además de los objetivos comunes de toda organización económica, son rasgos básicos de las mismas su voluntad de continuidad y mantenimiento de la riqueza socioeconómica a lo largo de las sucesivas generaciones.

3.1. LA DIRECCIÓN Y PLANIFICACIÓN ESTRATÉGICA DE LA EMPRESA FAMILIAR

Las decisiones estratégicas que se adopten en la empresa familiar tendrán una influencia decisiva en su capacidad de supervivencia y estarán indudablemente condicionadas por la forma de ser de dicha empresa, los valores, la visión de futuro compartido y los objetivos comunes, pero sin perder de vista la objetividad, formalismo y eficacia que requiere la elección de las directrices de comportamiento empresarial precisas para el desempeño de los objetivos trazados, así como la adaptación a los entornos en que se desarrollan las actividades y a los cambios que los mismos experimentan.

La conocida imagen de Mintzberg del «elefante-estrategia» adquiere una dimensión especial en la empresa familiar, por cuanto además de enfrentarse a la «bestia completa» y sus misterios, es preciso integrarlos en una unidad tan compleja y llena de matices como es la familia empresaria con sus procesos reflexivos propios y la confluencia de intereses interrelacionados.

La Dirección estratégica como campo independiente tiene su origen en los años 50, pero es en los años 60, a raíz de la publicación de la obra de Chandler *Strategy and Structure: Chapters in the History of American Industrial Enterprise* (1962) cuando se acuña una primera definición de Dirección estratégica como «la determinación de las metas y objetivos de una empresa a largo plazo, así como la adopción de los cursos de acción y la asignación de recursos para lograr los mismos».

A lo largo de su evolución como disciplina se han ido formulando diversas acepciones del término, a la par que se desarrollaban distintas perspectivas y aproximaciones teóricas en torno al mismo. Ronda-Pupo y Guerras (2012) llevan a cabo una profunda revisión del concepto de estrategia, desde la formulación de Chandler (1962), pasando por las construcciones teóricas desarrolladas hasta el año 2008, para poner de manifiesto que el consenso sobre dicho concepto se ha ido incrementando en los últimos años, evolucionando desde los términos «empresa», «contexto», «acción» y «recursos», hasta poner el acento en la noción de conseguir los objetivos de la empresa para mejorar su resultado. Dicho trabajo, a partir de las diferentes construcciones teóricas analizadas, acuña una definición sobre el **concepto de estrategia** como las relaciones dinámicas entre la empresa y su entorno, en virtud de las que se adoptan las acciones necesarias para conseguir los objetivos de la empresa o incrementar su resultado económico mediante el uso racional de los recursos.

Enmarcada en el ámbito de la Dirección estratégica, pero diferenciada de ella, se encuentra la **planificación estratégica**, que según definición de Serna (2002), es «el proceso mediante el que, quienes toman decisiones en una organización, obtienen y procesan la información interna y externa pertinente, para evaluar la situación presente de la empresa y su nivel de competitividad, con el propósito de anticipar y decidir sobre el direccionamiento de la institución hacia el futuro».

Las principales diferencias entre la planificación estratégica y la dirección estratégica son las siguientes (Bueno Campos, 1987; Mintzberg, 1994; Grant, 1996; García Falcón, 1995):

- a) La dirección estratégica es un proceso no estructurado de naturaleza flexible y oportunista, frente al carácter estructurado de la planificación estratégica.
- b) La dirección estratégica se refiere a un horizonte temporal que incluye el corto, el medio y el largo plazo, mientras que en la planificación estratégica el horizonte temporal es a largo plazo.
- c) La dirección estratégica está asociada con innovación y creatividad, frente a la racionalidad que caracteriza a la planificación estratégica.

La elección de una estrategia no es una ciencia exacta, pues han de combinarse diferentes perspectivas y fórmulas, a la vez que las mismas han de ser adaptadas a las necesidades concretas del momento y a las exigencias del mercado. La variedad de empresas es tan enorme que no existe un patrón único válido para todas ellas pues cada empresa, a través de sus peculiaridades y de los condicionantes externos, ha de plantear su propia estrategia y establecer los mecanismos adecuados para dotarla de flexibilidad y permitir que vaya cambiando según varían las circunstancias tanto de la empresa como del mercado, del sector en el que desarrolla su actividad e incluso del entorno nacional o internacional en el que opera.

La empresa familiar suele arrastrar una historia, una tradición, una experiencia, unos valores y una trayectoria propias. En la empresa familiar, normalmente, el papel del fundador ha sido el factor determinante de la estrategia a seguir y habitualmente, a lo largo del tiempo, los objetivos y decisiones van a estar condicionados por dicha experiencia. La implicación emocional, la existencia de una historia en común e incluso el uso de un lenguaje propio, van a facilitar la comunicación entre los distintos miembros de la familia y una adecuada transmisión del *know how* o de su manera de hacer las cosas, y este tipo de conocimiento y su gestión será una fuente de creación de valor para la empresa (Tagiuri y Davies, 1996; Torres, 2005; Bañegil *et al.*, 2013).

Estas fuentes de conocimiento y los objetivos y valores de la empresa familiar tendrán una decisiva influencia en la estrategia de la empresa, si bien la misma estará sometida a

un lógico proceso de cambio cuando se produzca un relevo generacional o una sucesión directiva. Serán los valores familiares los pilares fundamentales sobre los que se apoya la estructura de la compañía, construyéndose una pirámide en la que en una primera base se encuentra la visión de la familia-empresa y de nuevo, sobre ella, la visión de la empresa familiar. Al mismo tiempo, estas visiones desplegarán su influencia sobre las opciones estratégicas, las relaciones con los clientes y los recursos de la empresa y marcarán la estrategia corporativa, y como señala Ricart (1991), la misión de la empresa suele expresarse en la esfera de producto, de mercado, de clientes, de área geográfica y características distintivas de cada empresa (Tapies, 2009).

Como se señalaba en el capítulo anterior, el concepto de *familiness* tiene una importancia decisiva en la dirección estratégica de la empresa familiar, pues la misma ha de estar marcada por los recursos intangibles que configuran e identifican su dimensión familiar. No obstante, como señalan Bañegil *et al.* (2013), aunque la teoría de los recursos y capacidades sea el planteamiento teórico más empleado en la gestión estratégica de la empresa familiar, todavía no hay suficiente investigación empírica que haya abierto la «caja negra» para ayudar a los investigadores a entender la importancia de los recursos para el desarrollo de las capacidades (Priem y Butler, 2001; Sirmon *et al.*, 2006).

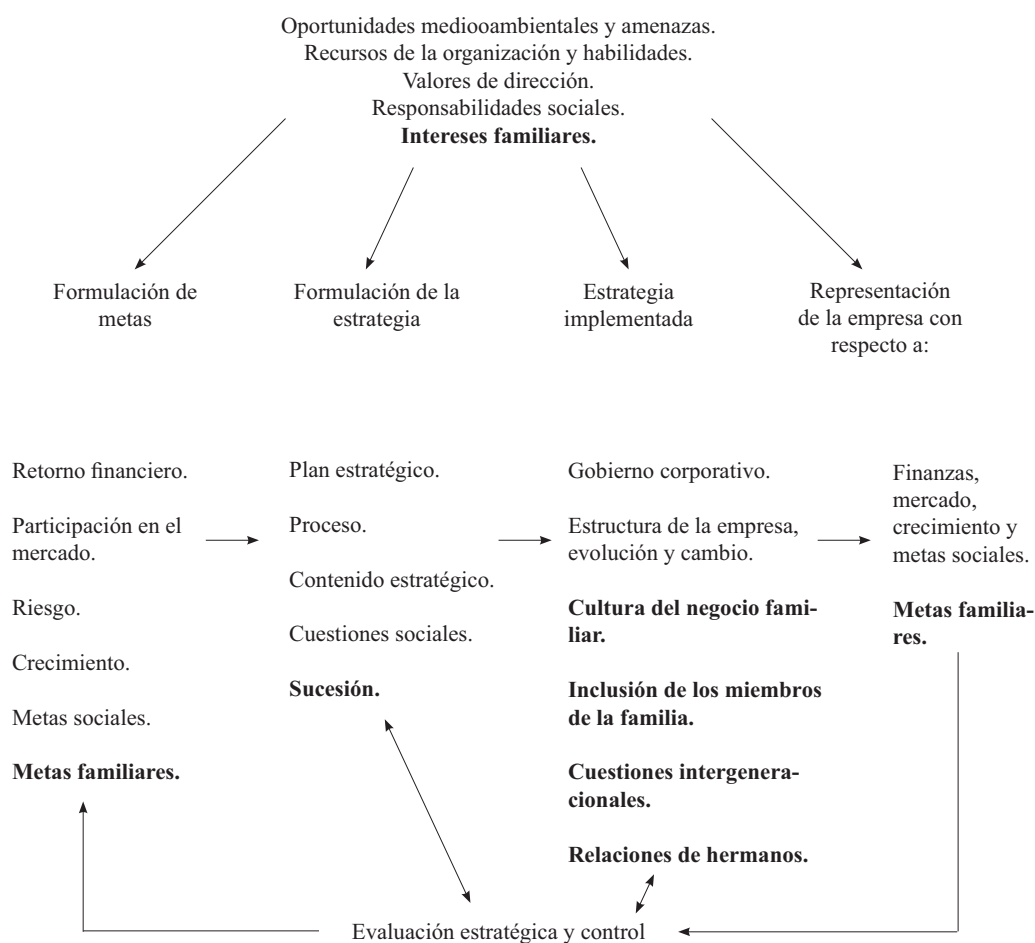
Desde el punto de vista de la teoría de sistemas, el *familiness* se ha definido como un sistema de reglas centrado en la calidad del ajuste entre familia y empresa y en sus contenidos de crecimiento, que son el resultado de resolver los problemas y manejar las situaciones de crisis de forma exitosa.

Por su parte, Cabrera y De Saá (1996) mantienen que las empresas familiares disponen de una serie de activos que no están reflejados en sus balances pero que les permiten alcanzar una ventaja competitiva sostenible, como el sentido de pertenencia a una organización, la relación de confianza.. En el mismo sentido, Barbeito (2001) incluye el vínculo familiar entre empresa y familia como una ventaja competitiva propia de este tipo de empresa.

Como señalan Sharma *et al.* (1997), las empresas familiares y no familiares tienen procesos estratégicos similares, en el sentido de que la estrategia, implícita o explícita, debe ser formulada, implementada y controlada, y las diferencias vienen marcadas por

los objetivos que se marcan unas y otras, por la forma en que se lleva a cabo el proceso estratégico y por los actores intervinientes en el mismo. El paradigma de proceso estratégico que proponen estos autores es un proceso dinámico en el que los objetivos han de estar marcados, las estrategias para conseguirlos formuladas y la estrategia elegida implementada, según se aprecia en la figura 2.1.

Figura 2.1. Proceso estratégico en la empresa familiar



Fuente: Sharma *et al.* (2009)

Entre las influencias de la familia en el proceso estratégico que se establecen en este modelo destacan las siguientes: los intereses y metas de la familia son incorporados en el conjunto de metas y objetivos de la empresa; las relaciones de la familia influyen en las estrategias consideradas, por ejemplo, la sucesión dentro de la familia puede ser uno

de los determinantes básicos de la estrategia en relación a la continuidad de la empresa, y finalmente, el papel de los directivos familiares y no familiares puede hacer más o menos constructivo el control de las decisiones y acciones (Ruiz Ortega *et al.*, 2009).

Desde esta perspectiva, las diferencias entre las empresas familiares y no familiares se centran en la forma en la que las esferas de control de la propiedad, valores e influencia de la familia intervienen en la planificación estratégica. Frente a las propuestas racionalistas que propugnan una separación entre familia y negocio por entender que son subsistemas que no pueden coexistir de forma equilibrada, otras mantienen que ha de comprenderse la importancia de ambos subsistemas y encontrar los mecanismos para integrarlos de forma adecuada.

El estudio de la literatura existente en materia de estrategia de la empresa familiar les lleva a concluir que pese a los diversos estudios llevados a cabo y a los distintos puntos de vista desde los que se ha enfocado la cuestión, quedan sin responderse los interrogantes relativos a la cuestión de cómo los objetivos, metas y estrategias y su forma de implementación mejoran los resultados de la empresa familiar. Indudablemente, la heterogeneidad de las empresas familiares impide la existencia de un único modelo de planificación, de forma que han de estudiarse las anteriores incógnitas en función de las diversas tipologías de empresa existentes y comprender las necesidades de cada una y aceptar que lo que puede ser válido para una empresa no lo sea para otra.

La mayor parte de la literatura sobre empresa familiar se ha centrado en identificar y diagnosticar los problemas genéricos, proponiendo soluciones para los mismos; sin embargo, escasean los planteamientos teóricos que profundicen tanto en los referidos problemas genéricos, como en el interrogante de cuál es la influencia de los distintos procesos de planificación estratégica en el resultado económico de la empresa familiar y en el logro de sus metas y objetivos. En definitiva, esta revisión del estado del arte pone de manifiesto que, si bien es innegable la importancia de la familia, no puede obviarse que la empresa no lo es menos y el cómo la familia influye en la operativa y estrategia de la empresa y cómo puede dirigirse hacia un objetivo de mayor productividad y rendimiento económico son temas que han de ser analizados de forma más profunda y

desde una perspectiva de dirección estratégica e incluso en análisis comparativos para llegar a conclusiones más prescriptivas que descriptivas.

Carlock y Ward (2003) realizaron una aportación fundamental al señalar que las empresas y las familias siguen ciclos vitales predecibles, y que ha de seguirse una actuación que coordine e integre las necesidades y objetivos de la empresa y la familia en una visión de futuro común que trate de mantener la supervivencia y viabilidad de la empresa, de forma que tanto los valores comunes como las capacidades de la empresa, tendrán una influencia decisiva para la estrategia de la empresa.

Gallo y Amat (2003) proponen un modelo en el que integran las diferentes combinaciones de evolución de la empresa y evolución de la familia, de modo que si la empresa apenas experimenta cambios a medida que se va transmitiendo de una generación a otra, se denomina modelo de evolución lenta, mientras que si la empresa experimenta un gran cambio en la primera generación se habla de modelo de evolución rápida. El modelo de evolución equilibrada es aquel en el que el crecimiento de la familia y la empresa se producen al mismo ritmo. Para estos autores, el modelo de evolución más adecuado es el que permite a la empresa la convivencia de varias generaciones y la diversidad de mercados y de localización geográfica (Ruzo *et al.*, 2008).

Otra vertiente de investigación sobre dirección estratégica en las empresas familiares es la que pone su foco de atención en la orientación de las empresas familiares hacia el crecimiento. Frente a la percepción general de que las empresas familiares no crecen fundamentalmente por la falta de toma de decisiones estratégicas que se adapten a las necesidades de cambio del mercado y de la industria, y en palabras de Danco (1980): «The businesses fail because more often than not these people never make the decision needed to ensure the vitality of their company in an ever changing, more complex world», surgen otras corrientes que mantienen que las empresas familiares pueden presentar mayor índice de crecimiento que las empresas no familiares, y en su catálogo de buenas prácticas para las mismas, incluyen de forma destacada la de asegurar fórmulas estratégicas «frescas» que permitan a la empresa adaptarse a los cambios que sean necesarios con rapidez y eficacia, para lo que proponen una serie de mecanismos entre los que se encuentran: promover el estudio y experimentación de estrategias

(revisando productos, mercados, canales de distribución, etc.), destinar un presupuesto para el desarrollo estratégico, asignar fondos para desarrollar ideas creativas en el marco estratégico, incentivar a los directivos internos para asumir los retos estratégicos que requiere la empresa y motivar la experiencia global para las siguientes generaciones de líderes o sucesores (Ward, 1997).

En la revisión que llevan a cabo Fuentes-Lombardo *et al.* (2008) sobre la literatura relativa al crecimiento de la empresa familiar, se indica que los trabajos que han analizado los motivos que llevan a la empresa familiar a fijar entre sus objetivos el crecimiento son escasos, y además, en su mayor parte, teóricos. Sin embargo, parecen tener en común que la búsqueda de rentabilidad no suele ser el primer objetivo de la empresa familiar y las estrategias que emplean parecen estar menos orientadas al crecimiento que las de las empresas no familiares. En su estudio empírico realizado sobre 20 empresas del sector vitivinícola con denominación de origen en el marco de Jerez, Montilla-Moriles y Rioja, ponen de manifiesto que no pueden desentrañarse los motivos que llevan a las empresas a crecer considerando solo su carácter familiar, pues se han observado diversos grados de familiaridad de las empresas y estos índices influyen en las distintas motivaciones que las animan y en consecuencia, en los diferentes planteamientos estratégicos que formulan e implementan.

El referido estudio lleva a cabo una distinción entre empresas familiares puras, mixtas y privadas. Las **empresas familiares puras** (con un mayor grado de familiaridad) tratan de crecer buscando nuevos mercados y su objetivo prioritario es la supervivencia. Las **empresas familiares mixtas** justifican su crecimiento por la necesidad de aumentar la cifra de ventas y mejorar su posición competitiva, a la vez que tratan de aumentar el número de miembros de la familia que se incorporan a la empresa. Por último, en las **empresas familiares privadas**, los argumentos para justificar el crecimiento son la diversificación y la obtención de sinergias. En definitiva, se evidencia que son razones familiares las que esgrimen las empresas con mayor grado de familiaridad, mientras que son fundamentalmente razones empresariales las que apoyan las razones de crecimiento en las empresas con menor índice de familiaridad.

La planificación estratégica de la empresa familiar es una cuestión poco estudiada en la literatura de la empresa familiar y frente al número de estudios y trabajos que se ocupan

de la planificación de la sucesión, la planificación financiera y la relativa a la organización de las fórmulas de gobierno de las empresas familiares, la forma en que las empresas familiares programan y llevan a cabo sus planes estratégicos para alcanzar sus metas y sus fines no ha sido objeto de especial atención por los autores. Más aún, pese a que la planificación estratégica en general es una materia que viene siendo objetivo central de investigación desde los años 50, solo a partir de los años 80 se encuentran trabajos que tratan la cuestión en el ámbito concreto de la empresa familiar.

El objetivo de la planificación estratégica en la empresa familiar tiene la especial particularidad de ser un instrumento que contribuya a la continuidad de la empresa familiar, asegurando el traspaso a la siguiente generación y favoreciendo el mantenimiento de la riqueza familiar. Estos rasgos propios de la empresa familiar es indudable que tendrán una influencia en la forma en que se estructurarán y planificarán las estrategias empresariales en este tipo de empresa, a la vez que esta planificación estratégica se encontrará interrelacionada con la planificación de la sucesión e indudablemente, con la planificación financiera de la empresa.

La revisión de los diferentes modelos de los planes estratégicos de las empresas familiares llevada a cabo por Ruiz Ortega *et al.* (2009) es de especial interés al sistematizar los principales modelos de planificación de la empresa familiar.

En primer lugar, el llamado **modelo de interdependencia** de planificación empresarial y de la familia propuesto por Ward (1998); en segundo lugar, el **modelo del proceso de administración estratégica** propuesto por Sharma *et al.* (1997); en tercer lugar, el **modelo de sostenibilidad** propuesto por Stafford *et al.* (1999) y al que se hará especial referencia en el siguiente capítulo; en cuarto lugar, el llamado **modelo de planificación paralela** de Carlock y Ward (2003); por último, un planteamiento más elaborado es el **modelo del proceso de gestión estratégica** de las empresas familiares de Ussman (2004).

Desde otras perspectivas teóricas, se ha mantenido la conveniencia de la planificación estratégica en la empresa familiar, de forma que el *área empresa-familia* consiga sus objetivos, no solo desde el punto de vista de la eficiencia y el rendimiento económico sino, lo que es propio de esta tipología de empresa, desde su objetivo de permanencia y continuidad de la misma.

Otra línea de investigación propone un **modelo orgánico de la empresa familiar** que incluye una perspectiva integradora de los principales elementos de la estrategia y del proceso estratégico. Este modelo propuesto por Farjoun (2002), denominado OESP (*Organization-Environment-Strategy-Performance*), permite que cohabiten las distintas dimensiones de la empresa (organización, entorno, estrategia y resultados) y los puntos básicos del proceso estratégico (formulación/implantación).

En definitiva, en el proceso orgánico de la estrategia familiar hay una tensión entre el intento de establecer una estrategia deliberada y un contexto externo que impulsa a estrategias emergentes. Así las cosas, se precisa una continua interacción entre los miembros familiares y no familiares que, además, permita la existencia de un patrón evolutivo del proceso estratégico, que permita a su vez consolidar los recursos y capacidades de la empresa para asegurar la supervivencia y desarrollo posterior de la misma (Ruiz y Ortega, 2009).

Desde otro punto de vista, existen planteamientos que se centran en la evolución de la familia o su ciclo de vida, en el que las necesidades de la empresa irán cambiando y en consecuencia, se habrán de ir adaptando y modificando las estrategias que se adopten. El modelo de Holland y Boulton (1984) distingue **cuatro fases en la vida de la empresa familiar** cuyos objetivos afectarán a su postura estratégica: 1) La etapa prefamiliar, centrada en la supervivencia y continuidad de la empresa, en la que se fijarán, generalmente de forma no deliberada, las pautas sobre las que se construirá la futura planificación estratégica de la empresa. 2) La etapa familiar, marcada por el interés en la consolidación y mantenimiento de la empresa, marcando las líneas básicas sobre las que se desarrollará el plan estratégico de la empresa. 3) La etapa adaptativa, marcada por el objetivo de mejorar el rendimiento económico y en la que se suele formular de forma definida y formal el plan estratégico necesario para llevar a cabo dichos avances. 4) La etapa posfamiliar, centrada sobre todo en las nuevas organizaciones y desarrollos, y en la que la planificación estratégica adquirirá mayor complejidad y un protagonismo esencial.

Los estudios llevados a cabo para distinguir los planteamientos estratégicos entre empresas familiares y no familiares no han permitido establecer resultados concluyentes y en cierto modo algunos son contradictorios. Así, mientras algunos autores consideran

que las estrategias y procesos estratégicos varían significativamente entre empresas familiares y no familiares (Holland, 1984; Dreux, 1990; Gallo, 1991; Leach, 1993; Harris y Ward, 1994; Ward, 1997), otros autores no encuentran diferencias significativas entre ambas (Trostel y Nichols, 1982; Daily y Dollinger, 1992; Sharma, 1997).

Por su parte, también existen diferencias entre los autores que mantienen que la escasa formalización de las estrategias en la empresa familiar favorece su flexibilidad y su mayor adaptación a los cambios (Daily y Thompson, 1996; Poza *et al.*, 1997), si bien es general la idea de que la existencia de una adecuada planificación estratégica es un beneficio indudable para las empresas familiares (Ward, 1988; Sharma *et al.*, 1997). Así, mientras se ha puesto de manifiesto que la falta de planificación en las empresas familiares ha sido uno de los factores de fracaso de las mismas, destaca la encuesta llevada a cabo por Amat en 1997, en la que se concluye que, de entre todas las empresas investigadas, solo existe un 16 % de sociedades con estrategias definidas a 3-5 años.

Jones (1982) defiende que las empresas con una adecuada planificación son más aptas para identificar las oportunidades futuras y presentan unos mayores índices de éxito; Malone (1989) incluye el nivel de planificación estratégica como uno de los factores de continuidad de este tipo de empresas (Zarhra *et al.*, 2008).

3.1.2. Las estrategias competitivas en la empresa familiar

La estrategia competitiva o de negocio se define como el conjunto de acciones para mejorar el posicionamiento competitivo de cada una de las unidades de negocio, y tratar de establecer la forma de competir en un determinado sector, con el fin de alcanzar las mejores ventajas competitivas. Para ello, los directivos de la empresa han de realizar un análisis previo de las debilidades y fortalezas de la misma, así como detectar las oportunidades y amenazas que existen en el entorno exterior (SWOT). A través del referido análisis, se contribuirá a que se formule una estrategia que permita un ajuste coherente entre los recursos de la empresa, sus capacidades y competencias, por una parte, con los requisitos del sector o industria en el que se opera, por otra (Grant, 1996; Rothaermel y Boeker, 2008).

El concepto de estrategia competitiva fue acuñado por Porter (1985) al definirla como «aquella estrategia que supone una acción ofensiva o defensiva, con el fin de crear una posición defendible frente a las cinco fuerzas competitivas, de tal modo que se obtenga un resultado superior al promedio de las empresas competidoras del sector industria».

Grant (1991) distingue tres tipos de recursos intangibles: los recursos tecnológicos, los recursos humanos y la reputación. Otros autores incluyen también como recurso intangible, la cultura familiar o los valores familiares que aparecen como identificación de una forma de ser propia (Rienda y Pertusa, 2002; Casillas, 2005).

En cuanto a los recursos tecnológicos e innovación en la empresa familiar se destaca que la misma necesita movilizar sus recursos para satisfacer sus necesidades tecnológicas y mejorar su participación en el mercado con nuevos productos, procesos o servicios o bien con innovaciones en los existentes para mejorar la competitividad.

Las formas básicas para satisfacer las necesidades tecnológicas son desarrollarlas internamente o adquirirlas de terceros, sin que pueda afirmarse que uno u otro procedimiento sea el más adecuado, pues dependerá de factores como los propios recursos de la empresa, el sector de actividad y el entorno empresarial en el que desarrolle su actividad. Además, la propia gestión empresarial produce un flujo tecnológico, bien a través de su propio *know how*, bien adquiriendo bienes o servicios que aportan tecnología incorporada. En conclusión, el cambio tecnológico afecta a la estructura de los mercados y a su forma de actuar, si bien puede ser también un factor que afecte a las barreras de entrada en el mercado y a las barreras a la movilidad que protegen a las empresas pertenecientes a un grupo estratégico (Porter, 1986).

Por todo lo anterior, la estrategia tecnológica es un elemento diferenciador. El acierto de su gestión en la empresa familiar tendrá una importancia decisiva por lo que habrá de formularse dicha estrategia en términos que le permitan integrarse en una estrategia global y al mismo nivel que otras estrategias específicas, como pueden ser la financiera o la comercial (Hidalgo, 2007), distinguiendo entre diversas estrategias que pueden llevar a cabo las empresas y que abarcan un amplio espectro, desde la estrategia innovadora ofensiva en la que la empresa actúa como líder tecnológico mediante la introducción continua de nuevos productos y la creación de nuevos mercados hasta la

estrategia tradicional, que mantiene sus procesos de forma continuada sin prestar atención a los nuevos productos y mercados.

La innovación en la empresa familiar es un tema escasamente estudiado. Así, el estudio llevado a cabo por Craig y Moores (2006) defiende que, analizado el efecto de las políticas de innovación en el resultado económico de empresas familiares y no familiares, puede concluirse que las empresas familiares muestran mayor predisposición para implementar estrategias y políticas de innovación que sus competidoras no familiares. Otros autores, sin embargo, mantienen la postura contraria pues creen que la tendencia de las empresas familiares a centralizar sus decisiones tiene un efecto negativo en su política de innovación (Damanpour, 1996; Chen y Hsu, 2009).

La revisión de la literatura llevada a cabo por Quintana (2005) sobre el ámbito de la innovación en las empresas familiares, sistematiza los resultados obtenidos en dichos trabajos, cuya conclusión muestra una menor capacidad innovadora de las empresas familiares, aunque a su vez hace un esfuerzo por encontrar las razones por las que se produce este hecho. Entre los estudios que proponen una menor capacidad innovadora de las empresas familiares, destacan como causas la de mantener estrategias más de seguidor que de liderazgo en materia tecnológica (Merino y Salas, 1993), la mayor dificultad de las empresas familiares pequeñas para realizar inversiones en I+D (Backes *et al.*, 2001), la propia estructura organizativa y los patrones de comportamiento y procesos de toma de decisiones propios de las empresas familiares (Tanewski *et al.*, 2003).

Sin embargo, esta misma revisión muestra otros estudios que evidencian la mayor capacidad innovadora de las empresas familiares por factores tales como la orientación a largo plazo, la idea de liderazgo compartido que favorece la cultura innovadora en las empresas, la flexibilidad de sus procedimientos burocráticos que favorece evitar los efectos negativos que una excesiva burocracia tiene en la innovación (Harris *et al.*, 1994). Zahra *et al.* (2007), en un estudio sobre 209 empresas familiares concluyen que el número de generaciones implicadas en la dirección de la empresa influye en las capacidades tecnológicas de la empresa.

En el ámbito español, esta recapitulación revela que, si bien es patente que las empresas familiares presentan un déficit innovador frente a las no familiares, es también un dato

relevante la existencia de una tendencia por parte de empresas familiares españolas al desarrollo de unas estrategias de innovación tecnológica con éxito a nivel mundial y que se caracterizan por una serie de rasgos comunes: la planificación a largo plazo, la capacidad innovadora condicionada por el estilo de liderazgo, el marco financiero adecuado a la política adoptada en materia estratégica, el mantenimiento del espíritu emprendedor, la gestión del talento, el nivel de profesionalización, la tradición. Rasgos todos ellos que han de ser gestionados de forma adecuada para establecer una estructura orgánica que favorezca la innovación: compromiso pero no injerencia de la familia con los proyectos de I+D, que exista un grupo de personas con formación adecuada con la misión de generar nuevas ideas, instauración de canales de comunicación fluida y que la actividad innovadora sea objeto de decisión por los más elevados niveles de gobierno corporativo.

Chrisman y Patel (2012) desarrollan un estudio empírico sobre 964 empresas familiares y no familiares para un periodo comprendido entre los años 1998 y 2007. El trabajo parte de las premisas de la teoría del *behavioral agency*, que mantiene que los rasgos de este tipo de empresas, concernientes a su interés prioritario en mantener su riqueza socioemocional y a la aversión al riesgo, pueden tener como consecuencia una menor inversión en I+D que las empresas no familiares. Las conclusiones a las que llega este estudio confirman dicha hipótesis al revelar que las empresas familiares, por regla general, invierten menos en I+D, lo que se atribuye a la decisión de los propietarios y directivos de intentar evitar la amenaza a la riqueza socioemocional de la familia, si bien existen factores que atemperan esta tendencia general, tales como que cuando los resultados económicos son menores que los objetivos marcados, existe una mayor predisposición a invertir en I+D en las empresas familiares así como que, cuando las metas de la empresa se fijan a largo plazo, la toma de decisiones está menos condicionada por el temor al riesgo y la inversión en I+D crece.

El resultado de esta investigación muestra evidencia empírica de que la fortaleza de la intención de la familia respecto al relevo transgeneracional influye en la importancia que tiene la fijación de objetivos a corto o largo plazo y esta variable afectará a comportamientos más heterogéneos en empresas familiares que en las no familiares. Asimismo, la aversión miope a las pérdidas ayuda a explicar por qué las empresas familiares tienden a gravitar en los extremos en lo que a inversión en I+D se refiere.

Frente a la común aceptación de la existencia de conflicto entre objetivos económicos y objetivos familiares, se muestran dos importantes ejemplos o situaciones en los que ambos tipos de objetivos actúan de forma congruente. Por un lado, esta coherencia aparece cuando los propietarios y los directivos dan un papel preponderante a los objetivos a largo plazo, frente a los objetivos a corto plazo, y por otro, cuando los resultados de la empresa no alcanzan las metas fijadas, por tanto, la amenaza sobre la viabilidad de la empresa pone en riesgo los objetivos familiares y económicos, y ambos objetivos tratan de actuar en consonancia para intentar mejorar los resultados y salvaguardar la riqueza emocional.

Por último, concluyen que las empresas familiares, por regla general, son más adversas al riesgo en cuanto a inversión en I+D se refiere. No obstante, en los casos en los que la empresa fija sus objetivos a largo plazo, tendrá una mayor predisposición a las inversiones, asimismo a largo plazo, incluidas las inversiones en I+D.

El estudio llevado a cabo por Lorenzo y Núñez-Cacho (2012), partiendo de las premisas de la teoría de los recursos y capacidades, el enfoque del conocimiento y las capacidades dinámicas y aplicando el modelo de las cinco fuerzas de Rumelt, analiza la influencia de la familia en las **cinco inercias que pueden frenar los procesos de innovación**: percepción distorsionada, falta de motivación, falta de respuesta creativa, barreras políticas y organizativas y acciones inconexas. Las conclusiones de este estudio indican que el *familiness* negativo puede contribuir a la aparición de inercias que dificulten la puesta en marcha de procesos de innovación. Así, el **nepotismo** es el factor que está relacionado con el mayor número de obstáculos que afectan negativamente a los procesos de innovación en las empresas familiares, ya que dificulta la percepción clara de las señales del entorno, propicia acciones inconexas y crea barreras políticas que dificultan el desarrollo de dichos procesos de innovación. También el **paternalismo**, la **dualidad empresa-familia** y las **reticencias** de las empresas familiares **para acudir a la financiación de capital externo** pueden afectar a la capacidad de respuesta creativa y a la falta de motivación para actuar. No obstante lo anterior, estos autores concluyen que, «corrigiendo estos puntos débiles, la empresa familiar se encontrará más capacitada para llevar a cabo procesos de innovación, lo que finalmente redundará en alcanzar una posición competitiva sostenible en el mercado».

Nieto (2001), en su trabajo doctoral, evidencia que la propiedad familiar no está positivamente relacionada con la inversión en I+D de la empresa y pone de relieve que, por el contrario, la propiedad familiar está negativamente relacionada con la inversión en I+D.

Entre las razones que encuentra esta autora para justificar teóricamente estos resultados empíricos están, por una parte, la limitación de recursos y las desventajas de las empresas familiares para acceder a los mercados de capital, lo que influirá en el desarrollo de determinadas estrategias como la innovación (Friedman y Friedman, 1994; Kets de Vries, 1994). Por otra parte, la aversión al riesgo y el conservadurismo de la empresa familiar motivan que la innovación sea un objetivo menos atractivo para las empresas familiares.

Los resultados como se observa son contradictorios, pues algunos autores defienden que se presta una mayor atención al I+D que en las empresas no familiares (Ward, 1997; Gudmundson *et al.*, 2003; Eddleston *et al.*, 2008). Schmid *et al.* (2014), en su reciente estudio sobre empresas familiares alemanas evidencian que la intensidad en I+D es mayor en las firmas que están dirigidas directamente por miembros familiares, sin que hallen significación en el hecho del control de la propiedad por parte de la familia. Sin embargo, este efecto positivo desaparece en los casos de opacidad de la empresa en cuanto a su estado financiero.

Los recursos humanos son una clase de activo intangible de importancia capital y las políticas sobre personal influyen en la capacidad y estructura de las empresas a la par que son un factor fundamental de la estrategia de las mismas. En todo caso, en las empresas familiares, el capital humano puede ser una fortaleza o una restricción. Por una parte, como ventajas se alegan la motivación y lealtad de los empleados, que tienen su causa en una mayor estabilidad en el empleo. Por otro lado, entre las debilidades se encuentra el hecho de que los puestos directivos los suelen ocupar los miembros de la familia, lo que se traduce en una falta de posibilidad de crecimiento para los empleados no familiares, y además, en la dificultad de atraer a profesionales cualificados no pertenecientes a la familia por razones retributivas y de limitaciones a la hora de desarrollar una carrera profesional plena (Nieto y Fernández, 2011).

Las empresas familiares han de encontrar un adecuado equilibrio entre la gestión de la sucesión, la incorporación de talento y la profesionalización de sus miembros. Las empresas familiares se enfrentan a una serie de problemas específicos en el área de los recursos humanos (selección, compensación, motivación, entrenamiento y promoción) que han de ser articulados de forma satisfactoria para el cumplimiento de sus objetivos (Lansberg, 1983).

Las primeras investigaciones en el área de recursos humanos de la empresa familiar se integraron en los trabajos relativos a la planificación de la sucesión (Welsch, 1993), marcando un hito en este campo el trabajo de Astrachan y Kolenko (1994) por sentar las primeras bases sobre las que debería plantearse la construcción de las políticas de recursos humanos en la empresa familiar. El estudio revela una relación positiva entre la política de recursos humanos y el éxito y supervivencia de la empresa familiar especialmente si además la empresa familiar cuenta con un adecuado sistema de gobierno y un plan de sucesión definido.

En el estudio llevado a cabo por Price Waterhouse (*Políticas de capital humano en la empresa familiar*, 2007), se defiende que las organizaciones deben establecer y mejorar los mecanismos internos de integración, desarrollo y optimización del talento y compromiso de los profesionales, ya que es admitida generalmente la idea de que la estrategia y gestión de los recursos humanos tienen una correlación con los resultados obtenidos. En este sentido se señala que una de las grandes diferencias entre pequeñas y medianas empresas es la inexistencia en estas últimas de un mercado laboral interno (promoción). Esta circunstancia se agudiza en las empresas familiares donde se da la circunstancia de que los miembros familiares pueden tener un mejor trato o promoción lo que dificulta la atracción de nuevo talento en la empresa. En todo caso, el capital humano es un factor crítico tanto por la incidencia que puede tener en el éxito de los proyectos a realizar, como por su capacidad para generar confianza entre los posibles integrantes del sistema (empresa + familia), existiendo **dos grandes retos** en esta área: la gestión de personas para que se integren en el proyecto empresarial-familiar y la preparación para el futuro.

En este sentido, como apunta Pérez Rodríguez *et al.* (2007), el desarrollo de una política de recursos humanos en la empresa familiar debe conjugar en todo momento tres

elementos: 1) el equilibrio entre las necesidades de la empresa-familia y las necesidades del individuo familiar/no familiar; 2) el equilibrio entre el principio de igualdad y el principio de méritos; 3) el equilibrio y diferencias entre los contratos internos y los externos.

Las empresas familiares se enfrentan a una serie de retos en materia de gestión de los recursos humanos, algunos comunes al resto de las empresas no familiares y otros específicos y que nacen de la propia naturaleza y complejidad de este tipo de organizaciones: atracción de mejores profesionales, motivación y retención de los mismos, equidad interna, competitividad externa, incrementos salariales e implantación de variables retributivas. La literatura sobre esta materia no ha sido capaz de proponer una postura ortodoxa que las empresas puedan asumir con respecto a cada una de las prácticas relativas a la política de recursos humanos, ni a cómo han de desarrollar dichas prácticas, ni al grado de aplicación diferenciado para cada tipo de empleados, familiares o no familiares.

A pesar de lo anterior, las empresas familiares muestran algunas fortalezas en el ámbito de los recursos humanos como indican Fuentes-Lombardo *et al.* (2007): conocimiento y experiencia de negocio (Donckels y Fröhlich, 1999), elevado nivel de compromiso con la empresa (Horton, 1986), lealtad y confianza (Steier, 2001).

La importancia estratégica del departamento o área de recursos humanos es indudable, pues la implantación de sus políticas, que van desde la organización de los puestos de trabajo y roles hasta la conciliación de la vida familiar y laboral, tiene consecuencias directas en los resultados de las empresas. En este sentido, las empresas familiares en su conjunto representan la línea de progresión en la importancia del departamento de recursos humanos, desde compañías de pequeña dimensión poco familiarizadas con él, hasta organizaciones internacionalizadas que basan sus estrategias en el capital humano de que disponen, si bien la evolución en materia de recursos humanos en las empresas familiares ha sido relevante en los últimos años.

La gestión adecuada de los diversos recursos humanos de que la empresa dispone, ya sean familiares o no, es esencial para evitar la generación de conflictos familiares innecesarios, para mantener una buena organización y definición del papel a desempeñar por cada actor, así como para actuar de forma totalmente profesionalizada y

ser capaz de tomar decisiones objetivas que beneficien el futuro de la compañía (Rodríguez Fornos, 2008).

Cuestión de especial trascendencia en el ámbito de los recursos humanos es el diseño del sistema retributivo en la empresa familiar, por cuanto existe la creencia generalizada de que las empresas familiares mantienen índices salariales más bajos, además de llevar a cabo una serie de prácticas discriminatorias tales como el hecho de asignar una mayor retribución a los miembros familiares (que a los no familiares) en función de los lazos afectivos existentes y al margen del desempeño laboral, que promueven la confusión entre retribución laboral y reparto de dividendos, que diseñan retribuciones «compensatorias» a los miembros de la familia no justificadas por razones laborales sino como forma de resolver otro tipo de conflictos personales o emocionales, etc.

El mencionado informe de Price Waterhouse (2007) indica que, los estudios llevados a cabo para su elaboración muestran que en la mayor parte de las empresas familiares existe todavía un alto grado de contaminación en la gestión salarial motivada por las relaciones familiares y el alto contenido emocional de las mismas. Se observa en las empresas familiares que no existe una política salarial formalizada y objetiva, salvo en las empresas familiares consolidadas y en segunda o tercera generación, con gran volumen de facturación y plantillas numerosas, en las que sí se utilizan políticas retributivas acordes con el contexto actual y con sus estructuras de negocio.

En esta materia, el estudio llevado a cabo por Sabater *et al.* (2003) sobre 451 empresas familiares y no familiares en el entorno geográfico de la provincia de Murcia, trata de analizar y contrastar empíricamente las características del diseño retributivo de la empresa familiar sobre la base de la **teoría de la agencia**. Los resultados del estudio permiten concluir que las empresas familiares analizadas mantienen unos niveles salariales inferiores a las empresas no familiares, que ofrecen un mayor número de elementos variables en el *mix* retributivo, que diseñan unos incentivos más orientados a corto plazo y dan mayor peso específico al criterio de antigüedad que las empresas no familiares. Desde otra perspectiva, este estudio empírico concluye que las empresas familiares suelen estar formadas por trabajadores con menor formación, son más adversas al riesgo y siguen estrategias menos innovadoras, etc. Todas estas características, si se trasladan a la práctica de los recursos humanos, especialmente al

diseño de los sistemas retributivos, llevan a la conclusión de que las empresas familiares tienen una orientación más tradicional que las empresas no familiares. Sin embargo, en contra de lo que cabría esperar, el estudio deja constancia de que se ofrecen mayores proporciones de retribución variable en las empresas familiares que en las no familiares, y la explicación a este dato se ha tratado de buscar en el hecho de que las empresas familiares, al precisar una mayor flexibilidad estructural, creen que pueden lograr la misma vinculando a los trabajadores con la cultura e ideales de la empresa, a través de unos incentivos que les hacen partícipes de las ganancias que se obtengan.

En cuanto a los recursos relacionales, señalar que **la reputación** es una construcción social que deriva de una experiencia acumulada, valiosa, intangible y no replicable, que es fruto de un largo proceso de inversión en imagen y que tiene referentes tanto en la empresa como en el empresario. En las empresas familiares, la mayor implicación de la familia en el negocio está íntimamente vinculada a la reputación de la propia familia y de la empresa. En la empresa familiar este recurso tiene tres rasgos fundamentales:

- 1) La reputación colectiva, influida por la familia y resultado de una relación simbiótica entre familia y empresa.
- 2) La reputación influida por el fundador, que tiene un potencial transgeneracional.
- 3) La reputación transferible entre generaciones, por la que las sucesivas generaciones tienen una motivación para invertir e intervenir en la misma (Sánchez Santos, 2011).

El hecho de que el nombre de la familia aparezca en los productos de la empresa y que exista una marca propia identificadora de la empresa familiar motiva que las empresas familiares tengan un mayor compromiso con la calidad (Davis, 1983). En el mismo sentido, Habberson *et al.* (2003) señalan que la percepción positiva por parte de los clientes en lo que respecta a la propiedad, basada en las relaciones dentro de las empresas y entre ellas, genera eficiencias de las partes interesadas, a la vez que la relación con proveedores, clientes y otros interesados externos es más sólida y está marcada por los valores (Aronoff, 1995; Lyman, 1991). Siguiendo a Habberson, es indudable que el hecho de que los clientes hablen directamente con la familia encargada

y conozcan a la persona cuyo nombre figura en su puerta es una clara ventaja para la empresa familiar (Brokaw, 1991).

Huybrechts *et al.* (2011), en su revisión sobre los intangibles de la empresa familiar, señalan que es comúnmente aceptada la creencia de que existe menor riesgo en hacer negocio con una empresa de esta naturaleza, porque la familia es normalmente la principal propietaria y en consecuencia, el fracaso tendrá un alto coste personal; si bien, también en contrapartida, las empresas familiares pueden asumir menos riesgos estratégicos precisamente por la pérdida a nivel personal que puede significar un fracaso. También la reputación de la empresa tiene influencia en su capital humano, pues existe una preferencia por parte de los empleados por trabajar en una empresa con buena reputación (Fombrun, 1996), y la buena reputación de la empresa puede interpretarse en el mercado como una ventaja competitiva y favorecer un mayor número de relaciones comerciales. La buena reputación conduce a incrementar la capacidad de crear redes, encontrar inversión y socios, así como a favorecer la formalización de alianzas estratégicas, *joint ventures*, etc.

En el estudio empírico llevado a cabo sobre 218 empresas familiares (Craig *et al.*, 2008), se indica que la identidad de la marca de la empresa familiar facilita que los productos se vendan a los clientes por razón de las cualidades asociadas a la misma y, aunque la identidad de la marca no influye directamente en el resultado económico, sí lo hace en cuanto a la ventaja competitiva en lo que se refiere a la orientación hacia el cliente. Por ello, las empresas familiares favorecen medidas estratégicas basadas en las relaciones con los clientes, más que en las transacciones mercantiles (Miller *et al.*, 2007).

Asimismo, concluyen que la promoción de la idea de propiedad familiar puede desempeñar un papel decisivo en hacer atractiva la empresa a los clientes, por transmitir los valores, beneficios y normas que generalmente se relacionan con la percepción positiva de la familia, de forma que, en ocasiones, al comparar las diversas alternativas, los clientes pueden acabar optando por aquellas que simbolizan las virtudes que tradicionalmente se asocian con las empresas familiares. Citando a Miller y Le Breton (2003): «when families are able to personify their business and this personification of

the business helps to establish a virtuous circle in which good deeds are ascribed to personal intentions.. so, much loyalty and commitment grows».

Por otra parte, como señalan Astrachan y Zellweger (2008), los recientes estudios sobre responsabilidad social y reputación de la empresa familiar arrojan luz sobre las diferencias de la cultura corporativa en las empresas familiares. Diversos autores, desde la teoría de la identidad social y la teoría de la elección vocacional, muestran que, como los empresarios familiares tienen muy complicado cambiar dinámicas en caso de que se extienda una nota negativa sobre su reputación o sobre la familia, y como, generalmente consideran a la empresa como una extensión de sí mismos, tienen una motivación especial para mantener dicha buena reputación. Y su interés en mantener la buena fama no solo se refiere a la imagen que tiene frente a los terceros ajenos a la empresa, sino también frente a los terceros integrantes de la empresa (p. ej.: los empleados). Pese a lo anterior, no existe una evidencia empírica de que índices más altos de preocupación reputacional afecten al resultado financiero de la empresa, o por el contrario, de que la excesiva preocupación por la reputación y el buen nombre pueda ser una restricción para asumir riesgos y en consecuencia tenga influencia en un menor resultado económico. Por último, el trabajo resalta que otras líneas de investigación consideran que la familia, la empresa y su integración en la comunidad pueden ser una ventaja competitiva cuando esta se produce, y no serlo cuando dicha integración es menor. La coincidencia cultural facilita la homogeneidad de los valores y favorece un lenguaje común que incrementa la capacidad de la acción colectiva y una confianza general en el entorno.

Como señala Campos (1993), la reputación corporativa incluye la responsabilidad social corporativa, la ética empresarial, las relaciones laborales, las cuestiones medioambientales y la imagen de marca. La responsabilidad social corporativa se convierte en el eje fundamental, racional y emocional de quienes pueden afectar o son afectados por las actividades de una empresa, es decir, sus *stakeholders* (inversores, empleados, proveedores, clientes, competidores y otras entidades o formas sociales que puedan tener relación directa o indirecta con la empresa). «Según aumenta el proceso de concienciación social y los ciudadanos se vuelven más exigentes, irrumpen nuevos vientos que empujan un modelo de responsabilidad social corporativa más complejo que acciones aisladas de filantropía. Se trata de un modelo que tiene que ver con la

transparencia, el buen gobierno, la buena imagen, la fidelización de los clientes, la cultura corporativa y el respeto a las leyes medioambientales, de consumo, regulatorias, laborales, etc.» (Córdoba, 2006).

Otros estudios muestran que las empresas familiares tienen comportamientos muy heterogéneos respecto a la responsabilidad social corporativa, indicando que, cuando actúan en su rol de propietarios, no muestran preocupación por la responsabilidad social corporativa, mientras que si actúan como directivos, su nivel de interés por este aspecto se incrementa. Asimismo, se aprecian diferencias en materia de responsabilidad social corporativa según se trate de empresas familiares a cuyo frente se encuentra el fundador, o sucesivas generaciones, siendo en el primer caso más escasas las iniciativas relativas a responsabilidad social corporativa, pues el interés del fundador está básicamente dirigido al crecimiento de la empresa y la mayor parte de sus estrategias están dedicadas a este esfuerzo (Déniz y Cabrera, 2005; Block *et al.*, 2010; Bingham *et al.*, 2011).

Como señalan Barrone (2007), Galve-Gorriz *et al.* (1996) y Gómez-Mejía *et al.* (2011), las empresas familiares son, por ejemplo, más sensibles a las presiones medioambientales, por el interés en proteger su riqueza socioemocional. A medida que la propiedad en manos de la familia aumenta, la familia se involucra cada vez más con la compañía y la identidad corporativa llega a ser particularmente importante. En la misma línea, dado que las estrategias sostenibles requieren un compromiso y una visión a largo plazo para obtener ventajas (Aragón-Correa y Sharma, 2003), las empresas familiares parecen dotar de ese horizonte de tiempo a la gerencia para obtener las ventajas de tales inversiones. Por ello, las innovaciones e inversiones medioambientales responden en muchas ocasiones a demandas externas, obteniendo una legitimidad y un valor social conocidos.

La gestión de la calidad en las empresas familiares se considera como un bien intrínseco que refleja sus valores éticos y representa un camino para aumentar su reputación, su bienestar económico y el de las generaciones venideras (Miller *et al.*, 2006). Ruso *et al.* (2008), en un estudio sobre la empresa familiar gallega, detectaron una influencia significativa del ciclo evolutivo de la empresa familiar sobre la adopción de políticas de gestión de la calidad, señalando que las empresas familiares de

antigüedad mayor a 20 años tendrán mayor probabilidad de realizar políticas y definir estrategias concretas para la gestión de la calidad.

Nieto (2001), en su trabajo doctoral, evidencia que la propiedad familiar no está positivamente relacionada con la inversión en activos intangibles reputacionales, como el nombre o la imagen de marca, alegando también en este caso argumentos como la mayor aversión al riesgo y una filosofía conservadora.

3.1.3. Las estrategias corporativas en la empresa familiar

La **estrategia corporativa** se ha considerado desde diversos puntos de vista, si bien la idea general es que se trata de la estrategia referida a los negocios que un grupo empresarial despliega en distintas industrias y sectores y la estrategia concreta de los negocios a desarrollar, así como el entorno geográfico en el que se desarrollan los mismos. La estrategia corporativa ha sido definida como «aquella que conceptúa cómo desea ser una empresa, en qué negocios quiere estar presente y en qué unidades de negocio se va a estructurar» (Campbell, 1990).

Nieto y Fernández (2011) incluyen en el concepto de estrategia corporativa de las empresas familiares la decisión de las mismas sobre la diversificación o entrada en nuevos negocios, así como la extensión de su ámbito de actuación fuera de las fronteras internacionales. Siguiendo la clasificación de estos autores, se distinguirán dentro de esta categoría: la diversificación de los negocios en la empresa familiar y la internacionalización de la empresa familiar.

La diversificación es una **estrategia de crecimiento**, que lleva aparejada la reducción del riesgo que supone depender de una sola línea de negocio. Con la diversificación puede generarse valor entre las diversas unidades de negocio de la compañía por distintas líneas: promoviendo sinergias, compartiendo capacidades y actividades así como recursos financieros o llevando a cabo acciones de extensión de la marca (Tapies, 2009).

Hernández y Galve (2008) defienden que, dentro de las decisiones estratégicas que han de adoptar las empresas, surgen las relativas al crecimiento de la organización y más concretamente, las relacionadas con la diversificación. A la hora de ponderar la creación

de valor con la diversificación, hay que tener en cuenta que la diversificación supone tantos beneficios como costes.

Los principales **beneficios** son el aprovechamiento de las economías de escala y alcance (Chandler, 1977), la mayor eficiencia de la redistribución de los recursos en los mercados internos de capital (Williamson), el incremento de las habilidades organizacionales para corregir los fallos de mercado y la consecución de mayor productividad (Khannah y Palepu, 1999), la creación de valor para los accionistas por la transferencia de conocimiento y experiencia de una unidad de negocio a otra y el compartir recursos tales como la marca o reputación (Bru y Crespi, 2006).

En contraposición, los principales **perjuicios** de la diversificación son la ineficiente localización de capitales entre las divisiones de las empresas diversificadas (Stulz, 1990; Rajan *et al.*, 1998), el incremento de las asimetrías de información entre la dirección central y las direcciones de las divisiones (Harris y Raviv, 1982) y el incremento de los costes de agencia (Jensen, 1986; Stein, 2000), ya que los directivos pueden seguir más su propio interés que el de los accionistas y desembocar en una destrucción del valor de la empresa.

Una visión panorámica de la literatura relativa al campo de la diversificación en la empresa familiar muestra tres líneas de investigación.

- Una primera aproximación investigadora que comprende los trabajos que contemplan la diversificación como una parte de los procesos de crecimiento de la empresa (Rosa, 1999; Iacobucci y Rosa, 2005).
- Una segunda línea teórica formada por los estudios que se centran en los riesgos y las pérdidas que puede llevar aparejada la diversificación de la empresa (Gallo *et al.*, 2004; Gómez-Mejía *et al.*, 2010;).
- En tercer lugar, los planteamientos teóricos que ponen de manifiesto los beneficios de la diversificación como creación de valor en el relevo transgeneracional de la empresa familiar (Zellweger, 2007).

No obstante lo anterior, esta revisión del estado del arte concluye que no existe un marco teórico comprensivo general sobre la diversificación en la empresa familiar y

muestra resultados contradictorios, pues, mientras algunos mantienen que la empresa familiar, por regla general, es menos favorable a la diversificación, otros afirman que su visión a largo plazo facilita la decisión estratégica de diversificación.

Gómez-Mejía *et al.* (2007), en un estudio llevado a cabo respecto a 360 empresas, familiares y no familiares, concluyen que existe evidencia empírica que apoya la idea de que ambas difieren en sus preferencias sobre diversificación, y en sus resultados muestran que las empresas familiares mantienen menores índices de diversificación como una forma de proteger su riqueza socioemocional además de por motivos de mayor aversión al riesgo.

Desde otro punto de vista, una serie de estudios empíricos ponen de relieve que la propiedad y dirección familiar influyen de forma positiva la diversificación y el crecimiento (Anderson y Reeb, 2003; Arregle *et al.*, 2007; Villalonga y Amit, 2006).

La anterior cuestión ha sido especial objeto de estudio en el ámbito de los grupos de empresas familiares, que por su dimensión, grado de evolución y crecimiento, son más tendentes a llevar a cabo actividades de diversificación.

La diversificación de las empresas familiares ha sido analizada desde el punto de vista de su relación con sus fórmulas de gobierno, en particular desde el punto de vista de la composición de su Consejo de Administración. Las peculiaridades propias de los órganos de gobierno de las empresas familiares influyen también en las decisiones de diversificación, de forma que estas pueden llevarse a cabo, bien mediante la incorporación de nuevas personas que contribuyan aportando recursos financieros o sus habilidades y capacidades como miembros del Consejo de Administración, o bien manteniendo las mismas estructuras de gobierno formadas por miembros familiares en las empresas filiales. El estudio concluye que la diversificación en los grupos de empresas familiares tiene una relación inversa al grado de apertura del Consejo de Administración, de forma que un mayor grado de diversificación relacionada coincide con una menor apertura del Consejo de Administración a miembros no pertenecientes al núcleo de la sociedad (Bru y Crespí-Cladera, 2006).

El estudio llevado por Chung y Chan (2012) sobre grupos de empresas familiares del este de Asia, concluye que la dirección y propiedad familiares son elementos decisivos

a la hora de determinar el nivel de diversificación en los grupos familiares de empresas. En concreto, la probabilidad de diversificación, tanto relacionada como no relacionada, aumenta en la medida en que aumenta el grado de propiedad piramidal, mientras que el nivel de diversificación decrece cuando la familia dominante emplea directivos familiares en las empresas filiales.

El estudio hace tres principales contribuciones al campo de la investigación de la diversificación en la empresa familiar. En primer lugar, proporciona una nueva visión sobre el crecimiento de los grupos de empresas familiares. En segundo lugar, ayuda a una mejor comprensión, desde el punto de vista de la teoría de la agencia, de las estructuras piramidales y la dirección de la empresa, poniendo de manifiesto que estas estructuras son herramientas empleadas por las empresas familiares diversificadas para alcanzar sus metas financieras y de negocio. En este sentido, indica que no son las estructuras piramidales por sí mismas o la dirección de la familia las que provocan los problemas de agencia, sino que estos conflictos pueden venir motivados por un entorno institucional donde no hay una regulación o normativa rigurosa en cuanto a la protección del accionista minoritario. Por último, el estudio ayuda a una mejor comprensión de los grupos familiares en Asia del este y sus decisiones de diversificación, lo que tiene especial trascendencia pues, salvo en Japón, los grupos de empresas familiares son el grupo dominante dentro del conjunto de los grupos de empresas, y en consecuencia, la forma en que estos grupos diversifican su actividad será la clave para favorecer la competencia de las empresas en cuanto al crecimiento.

La **internacionalización de la empresa** se enmarca en el campo de la **Dirección estratégica** y constituye la estrategia más compleja que puede adoptar una empresa. Pese a ello, la creciente globalización de los mercados obliga a las empresas a crecer en mercados exteriores.

La internacionalización de la empresa ha pasado de ser un fenómeno básicamente económico, a considerarse un compromiso de aprendizaje, basado en la acumulación de conocimientos e incremento de recursos comprometidos en mercados exteriores, siendo las formulaciones estratégicas vinculadas a la teoría de los recursos y capacidades las que mayor predicamento tienen en el momento actual en tanto que consideran la internacionalización como un proceso de búsqueda de la mejor adaptación entre

recursos y capacidades de la empresa y su objetivo de internacionalización (Casillas *et al.*, 2005; Sánchez Marín y Monreal, 2013).

Esta necesidad de expandir su actividad en entornos geográficos transnacionales afecta también a las empresas familiares, que por regla general, se mostraban más partidarias de desarrollar sus actividades en los mercados domésticos. La internacionalización de las empresas no es solo una forma de expandir un negocio, sino también una fórmula que permite a los miembros de la empresa asumir nuevos roles y asegurar la seguridad financiera de la empresa (Gallo *et al.*, 2004).

La globalización es un hecho social de carácter político y cultural, además de un fenómeno de carácter económico, de forma que se configura como un proceso multidimensional en el que juega un papel decisivo el **concepto de competitividad**, entendida como la capacidad de las empresas de penetrar en nuevos mercados, así como de participar e integrarse en el contexto del país o entorno geográfico en el que se emplazan.

La **globalización**, que tanta importancia tiene en el panorama competitivo de las empresas familiares, viene marcada por **tres elementos**. En primer lugar, el cambio de los patrones nacionales y sectoriales, de forma que el protagonismo ya no es exclusivo de los sectores industriales de los países de mayor desarrollo económico, sino que ya intervienen empresas de otros sectores y originarias de países en vías de desarrollo. En segundo lugar, la aparición de la PYME multinacional, de forma que empresas con una dimensión relativamente modesta pueden competir a nivel internacional. El tercer elemento, el grado de madurez de las empresas familiares que han incorporado la segunda o tercera generación con mayor conciencia de la necesidad e idoneidad de la internacionalización.

Tradicionalmente, las empresas familiares han mostrado cierta **reticencia** en cuanto a la expansión a otros mercados geográficos por diversos motivos, tales como el temor a la pérdida del control del negocio por parte de la familia, la falta de acceso a fuentes de financiación, la incertidumbre ante el incremento de los riesgos, la falta de preparación del personal de la empresa, la resistencia al cambio e incluso la propia cultura organizacional de la empresa familiar que puede llegar a constituir un obstáculo en la decisión de internacionalización. Sin embargo, su orientación a largo plazo les permite

posicionarse de forma ventajosa en los mercados globales (Okoroafo, 1999), ya que esa característica les permite utilizar este proceso de expansión y crecimiento (Zhara, 2003; Claver *et al.*, 2006; Barroso, 2014).

Los factores que favorecen la expansión internacional se han clasificado en dos grupos. Un primer grupo calificado como factores externos y un segundo grupo calificado como factores internos, estando ambos grupos condicionados, tanto por la presión de la competitividad de las empresas y la necesidad de adaptarse a un entorno económico cada vez más cambiante, como por el deseo de la familia de mantener el control de la misma. Los factores externos están relacionados con el contexto económico, socio-político e institucional en el que la empresa desarrolla su actividad, y los factores internos con elementos propios de cada empresa concreta en particular, tales como el tamaño de la empresa, las características del fundador, el planteamiento estratégico, el proceso de relevo generacional, etc.

La revisión de la literatura sobre internacionalización de la empresa familiar llevada a cabo por Centeno-Caffarena y Bocatto (2002), pone de relieve que se trata de un tema que ha sido poco estudiado y desde luego, que la mayor parte de los estudios llevados a cabo tienen lugar en los años 90 (33 %) y 00 (67 %), lo que resulta un claro indicador del escaso interés que esta materia había tenido en la doctrina, quizá por la idea preconcebida de que la empresa familiar es menos exportadora que la empresa no familiar.

La citada recapitulación distingue tres líneas de investigación: a) una primera que estudia el proceso de internacionalización **comparando entre empresas familiares y no familiares**; b) una segunda orientación que trata de **determinar los factores que promueven o restringen** el proceso de internacionalización, y por último, c) aquellas que estudian la internacionalización de la empresa familiar desde el punto de vista de **la implicación de la familia propietaria** en dicho proceso.

La mayoría de los estudios concluyen que la internacionalización de la empresa familiar ha de ser considerada como un proceso que puede dividirse en tres etapas: una primera **etapa preparatoria** en la que la empresa solo vende productos en el mercado doméstico; una segunda etapa, intermedia, en la que la empresa realiza exportaciones esporádicas y tiene el potencial pero no la capacidad para afrontar las demandas que

podiera recibir, y por último, la **fase avanzada** en la que la empresa se ha convertido en una exportadora regular y tiene una experiencia internacional (Cabrera Suárez *et al.*, 2006).

No obstante lo anterior y como mantiene dicho estudio, la empresa familiar entra en el proceso de internacionalización en una fase posterior respecto a las empresas no familiares debido a su aversión al riesgo o a su resistencia al cambio. La edad media en la que las empresas se incorporan a la fase avanzada es a los 38,2 años y es probable que se trate de empresas de segunda generación, en las que son más frecuentes los cambios estructurales y estratégicos.

Gallo y Sveen (1992) afirman que las empresas familiares tienden a internacionalizarse más tarde, avanzan más despacio en este proceso y tienden a dirigirse a mercados psicológicamente más próximos. Análogas conclusiones alcanzan Gómez Mejía *et al.* (2007) en su trabajo empírico sobre diversificación de las empresas familiares cuando, al tratar la materia de la internacionalización, evidencian que las empresas familiares presentan menores índices de internacionalización que las no familiares, y que cuando lo hacen tienden a establecerse en entornos geográficos culturalmente más cercanos.

Además, los trabajos empíricos que han tratado de medir en qué grado las empresas familiares son más o menos activas que las empresas no familiares en cuanto a la internacionalización, parten de la premisa de que el mayor número de datos disponibles se refieren a la actividad exportadora, no existiendo información sobre las actividades de inversión en el exterior.

Se menciona de nuevo en este punto el informe llevado a cabo por Price Waterhouse y el Instituto de Empresa Familiar (2007) sobre internacionalización y crecimiento de la empresa familiar. El referido informe establece que, en materia de exportaciones, son dos los indicadores que suelen manejarse con relación al grado de internacionalización: la propensión exportadora (proporción de empresas que desarrolla actividades exportadoras dentro de una determinada población) y la intensidad exportadora (relación entre exportaciones y volumen total de ventas de la empresa). Respecto de ambos criterios, el porcentaje de empresas familiares es menor al de las empresas no familiares (Price Waterhouse e Instituto de Empresa Familiar, 2005).

En el ámbito español y desde una perspectiva histórica, destaca el trabajo de Puig y Fernández (2008) que, partiendo del análisis de 150 empresas familiares españolas, pretende proporcionar una base empírica sólida para conocer el proceso desde los orígenes, identificar los determinantes de la salida al exterior de las empresas y analizarlos de acuerdo con la literatura sobre el tema. El estudio concluye que las empresas españolas se han internacionalizado de forma gradual y lo han hecho influidas por la dotación de recursos naturales y humanos, los patrones económicos y empresariales de cada región, la tecnología extranjera y la acción colectiva. Aunque el propio estudio manifiesta sus limitaciones por la dificultad de disponibilidad de fuentes y por el escaso número de estudios empíricos que existen a escala nacional o internacional, el mismo pone de manifiesto dos cuestiones claves.

Quintana (2007), en su investigación sobre la internacionalización de la empresa familiar española, lleva a cabo una serie de reflexiones en torno al tema. En primer lugar, que junto con las actividades de I+D, es la internacionalización la actividad que exige el máximo nivel de profesionalización. En segundo lugar, que no debe vincularse la presencia en el exterior con el tamaño de la empresa. En tercer lugar, que dado que todas las empresas familiares para sobrevivir tienen que llevar a cabo una serie de procesos que marcan su futuro a largo plazo, entre los que se encuentra la internacionalización, es preciso encontrar el escenario ideal para hacerlo o de lo contrario, se verá la cuestión abocada al fracaso. En cuarto lugar, que el binomio relevo generacional e internacionalización es un binomio que funciona de forma muy adecuada. En quinto lugar, que en aquellos casos en los que forman parte de la empresa o del Consejo de Administración miembros no familiares, han de tener una intervención más o menos directa en el proceso de internacionalización. En sexto lugar, que la estructura financiera de las empresas familiares puede suponer una limitación al crecimiento, y por tanto, a la internacionalización, aunque también puede conllevar un menor riesgo, lo que permite afrontar en mejores condiciones las situaciones de crisis económicas. Por último concluye que, ni las ayudas públicas ni las deducciones fiscales por inversiones en el exterior son determinantes en la internacionalización de las grandes empresas familiares, pero sí lo son las deducciones por reinversión de beneficios y las deducciones por amortización de fondo de comercio.

Claver *et al.* (2006), en un estudio comparativo entre empresas familiares y no familiares españolas, revelan que empresas familiares y no familiares presentan medidas de compromiso internacional similares, tanto en lo que se refiere al número de inversiones directas en el exterior como a lo que se refiere a la propensión exportadora.

López-Cozar *et al.* (2013) desarrollaron un trabajo empírico sobre empresas industriales españolas, familiares y no familiares, en el que planteaban como hipótesis una relación negativa entre el carácter familiar de la empresa y su decisión de exportar, fundamentalmente por razones de dificultad a la hora de obtener financiación para desarrollar esta estrategia de internacionalización y por su tendencia a optar por estrategias más conservadoras. No obstante, el resultado del estudio rechaza la referida hipótesis pudiendo concluirse que el carácter familiar de una empresa no influye en su decisión de exportar.

El actual contexto globalizado y el alto nivel de competitividad de las empresas obligan a las empresas familiares a adoptar la decisión de internacionalización de sus actividades. La tendencia de las empresas familiares a adoptar patrones más conservadores, su aversión al riesgo y su mayor dificultad para acceder a recursos financieros, les ha llevado a desarrollar su negocio en ámbitos geográficos más reducidos, si bien las exigencias actuales del mercado han obligado a dar un giro en este planteamiento para pasar a considerar la internacionalización como una salida necesaria para la supervivencia a largo plazo. Sin embargo, este proceso en la empresa familiar tiene una evolución más lenta, se localiza en entornos geográficos más cercanos desde el punto de vista psicológico y generalmente es llevado a cabo a través de alianzas estratégicas entre organizaciones con similares metas y patrones culturales.

4. EL GOBIERNO DE LA EMPRESA COMO FACTOR DE INFLUENCIA EN LA CONTINUIDAD DE LA EMPRESA FAMILIAR

El presente capítulo aborda el tema del gobierno y dirección de la empresa familiar, cuestión en la que adquiere especial trascendencia el modelo clásico de los tres círculos: propiedad, gestión y familia, pues solo la adecuada diferenciación de dichos sistemas y el establecimiento de mecanismos y estructuras organizativas adecuadas permitirán que se equilibren los diversos cuerpos integrados en la empresa familiar y se sienten las bases para que el resto de los factores que influyen en la continuidad encuentren su adecuado encaje, facilitando el relevo generacional, la planificación de las decisiones estratégicas y financieras que incrementen el valor de la empresa y contribuyan al objetivo de permanencia y continuidad de la empresa familiar.

En primer lugar, se analiza la cuestión básica relativa a la separación entre propiedad-control a partir de las tesis de Bearle y Means que dieron lugar a diferentes construcciones teóricas desarrolladas en torno a esta problemática, especialmente la teoría de la agencia y la teoría de la administración o *stewardship*, que han sido objeto de desarrollo en el capítulo anterior, y se estudiará la organización del gobierno de la empresa familiar.

La relación entre control y propiedad en la empresa ha sido objeto de estudio e inquietud entre los investigadores del área organizacional y de dirección. El desarrollo de los trabajos ha ido adaptándose a la evolución de la estructura de las empresas, que a lo largo del s. XX han ido transformándose de corporaciones dominadas por el marco propietarios-directores, hasta la época actual caracterizada por empresas dirigidas, en su gran mayoría, por directivos profesionales con nula o escasa participación en la propiedad de la empresa.

El punto de inflexión del estudio propiedad/control se encuentra en el trabajo de Bearle y Means (1932), *The modern corporation and private property*, en el que a partir de la investigación llevada a cabo respecto a empresas norteamericanas, se afirma que la alta concentración de capital en Estados Unidos durante las décadas anteriores había desembocado en un escenario en el que existían un número reducido de empresas que tenían en sus manos una alta cota de poder.

El planteamiento de estos autores es que, a medida que las empresas iban aumentando su tamaño, era más difícil para los propietarios originarios mantener la mayoría del accionariado y la propiedad experimentaba una dispersión entre un gran número de accionistas. La consecuencia de este cambio implicaba un incremento del poder de los directivos ajenos a la propiedad cuyos intereses personales podían no ser coincidentes con los intereses y objetivos de la sociedad. Así, se recogen en su trabajo las siguientes afirmaciones: «The dissolution of the atom of property destroys the very foundation on which the economic order of the past three centuries has rested.. The explosion of the atom of property destroys the basis of the old assumption that the quest for profits will spur the owner of industrial property to its effective use», de forma que según sus planteamientos, la separación entre propiedad y control tenía como potencial desenlace un menor rendimiento económico de la empresa.

La teoría de Berle y Means ha seguido teniendo una enorme influencia en el campo de la teoría de la organización y dirección de la empresa. Sin embargo, no han faltado voces críticas que señalan que la endogeneidad de las decisiones de los accionistas respecto a la propiedad, con el fin de salvaguardar sus intereses, podría también ser un factor de influencia negativa en el rendimiento de la empresa, con lo que la relación que se establece entre propiedad de la empresa y resultado económico de la misma presenta dimensiones e implicaciones múltiples que no pueden reducirse a ecuaciones reduccionistas ni a planteamientos hieráticos sobre la organización de la empresa (Demsetz, 1983). Los trabajos de Bearle y Means sustentaron una línea de investigación que, en un primer momento, se apoyó en estudios de carácter meramente descriptivo, para dar paso posteriormente a una mayor sistematización de los análisis, y que ha dado lugar a las construcciones teóricas de la teoría de la agencia y la teoría de la administración o *stewardship*, ya analizadas en el capítulo anterior.

Las características únicas y específicas de las empresas familiares harán que las estructuras de gobierno tengan su propia peculiaridad en un sistema en el que se superponen relaciones económicas y personales, pues si bien no puede obviarse que desde el punto de vista económico la familia es un ente que produce y organiza múltiples actividades y toma decisiones, entre los objetivos prioritarios se encuentra maximizar el bienestar de la familia.

Esa orientación hacia la priorización de los objetivos familiares puede significar ventajas y desventajas desde el punto de vista de la organización empresarial. La necesidad de coordinar la dinámica de los tres círculos: familia, propiedad y empresa, hace preciso buscar una serie de mecanismos que faciliten la gestión de la empresa familiar contribuyendo a la supervivencia de la misma. Surgen cuestiones tales como cuál es el procedimiento por el que se toman las decisiones en la empresa familiar, cómo las relaciones familiares complejas afectan a la organización de la empresa, cómo deben involucrarse las instituciones de gobierno de la empresa familiar en las cuestiones personales de sus miembros, cómo puede la empresa familiar enfrentarse al proceso de sucesión y a los cambios de estructura de propiedad a lo largo del tiempo, a la conciliación de los intereses generales y personales, a la profesionalización de la familia o al establecimiento de estructuras de gobierno que puedan actuar como elemento mediador entre los valores de la familia y su continuidad (Oliveira *et al.*, 2012).

Los sistemas de gobierno de la empresa familiar han de configurarse para el cumplimiento de objetivos y estrategias no exclusivamente económicas. Las características de propiedad en manos de la familia permiten a la empresa familiar superar los modelos tradicionales de gobierno de la empresa y facilitar que la toma de decisiones se haga de forma más efectiva y flexible. Mientras que las fórmulas de gobierno de las empresas en general se centran en establecer límites y definir la separación de poderes respecto a la toma de decisiones, las empresas familiares pueden focalizarse en establecer prácticas y procedimientos que permitan un diálogo fluido entre propietarios y directivos para intentar que los intereses de todos los intervinientes estén alineados y dicho proceso de toma de decisiones sea más efectivo.

No obstante lo anterior, y pese a las mencionadas ventajas, sí ha de establecerse un sistema de reglas que permitan un gobierno ordenado y sujeto a procedimientos, pues lo cierto es que los miembros de la familia empresaria, en muchas ocasiones, cumplen distintos «papeles», unas veces actúan como propietarios, otras como directivos, y ello puede generar un conflicto de intereses que se ha de tratar de evitar y solucionar a través de una fórmula racional y dinámica de gobierno (Steger, 2004).

Las principales investigaciones relacionadas con el gobierno de la empresa familiar se centran en comprender los equilibrios que se han de mantener entre la protección de la

familia con los intereses de los accionistas, especialmente los minoritarios, la forma en que la fórmula de gobierno de la familia afecta a su resultado, los problemas relativos a la concentración de la propiedad y gobierno y la influencia de la profesionalización de la empresa (Vilallonga *et al.*, 2006; Pérez-González, 2006; Howorth *et al.*, 2007).

Los propietarios familiares tienen como objetivo la continuidad temporal de la empresa a la que contemplan como un legado que transmitir a través de las generaciones, lo que les lleva a centrarse en horizontes temporales más largos que otros accionistas mayoritarios. A su vez, el deseo de conservar el control de la empresa motiva que haya una alta participación de los miembros de la unidad familiar en la alta dirección, lo que puede implicar una subordinación de los objetivos empresariales a los objetivos familiares, como el referido mantenimiento del control, la independencia financiera o la armonía familiar (García Ramos y García Olalla, 2009).

El necesario equilibrio entre la empresa, la propiedad y la familia obliga a que la empresa familiar deba contar con instituciones típicamente empresariales, tales como la Junta General y el Consejo de Administración, que han de adaptarse a las singularidades de este tipo de organizaciones. Es a partir de la década de los noventa cuando las empresas familiares empiezan a ser conscientes de que ha de complementarse el gobierno de la empresa con el gobierno de la familia y crean órganos e instrumentos que permitan un mejor funcionamiento del sistema de valores de la empresa familiar. Los órganos de gobierno han de servir para dirigir y encauzar las relaciones familia-empresa con el fin de garantizar la continuidad de la empresa familiar (Bañegil *et al.*, 2011).

Lo anterior ha de completarse con la idea de la profesionalización en el área de gobierno de la empresa familiar como uno de los mecanismos adecuados para equilibrar la acción entre el sistema familia y el sistema empresa. De esta forma los sistemas de dirección y gobierno son la línea fronteriza de las relaciones entre familia y empresa por lo que los órganos de gobierno han de estar «impregnados» por los valores de la empresa y son el núcleo en el que se forman las directrices estratégicas y de funcionamiento. Sin embargo, la profesionalización no ha de considerarse desde un punto de vista simplista, sino como un proceso que ha de evolucionar, no sin fisuras, desde una primera etapa de emprendimiento hasta una posterior de profesionalización, pero entendiendo estas fases como complementarias y no sustitutivas. Esta configuración de la profesionalización

como proceso y no como etapa en sí misma implica que la misma se verá sometida a los vaivenes propios de los cambios de propiedad y dirección de la empresa (Hernández-Fernández *et al.*, 2009; Schulze y Gedajovic, 2010).

Esta línea de pensamiento mantiene que cuando las relaciones basadas en la teoría de la administración prevalecen, la profesionalización se centrará en la operativa de la empresa, mientras que si la dinámica de la profesionalización se basa en la teoría de la agencia, la profesionalización estará más enfocada a establecer los mecanismos de control tendentes a minimizar los costes de agencia (Howorth *et al.*, 2010).

El gobierno de la empresa familiar se define como «el conjunto de prácticas y principios, formales o no formales, que, diseminados en el ámbito de la organización familiar, consolidan la estructura de poder y orientan el sistema de relaciones establecidas entre los individuos pertenecientes a la esfera de la familia, de la propiedad y de la gestión» (Pereira, 2010).

La adopción de los principios de gobierno corporativo permite a las empresas familiares, especialmente a aquellas de mayor dimensión, articular mecanismos que las ayuden a cumplir con sus objetivos de justicia, transparencia, contabilidad fiel y sometimiento a las normas estatutarias y disposiciones legales. Frente a las situaciones de conflicto que pueden darse en los casos de propiedad concentrada por la contraposición de intereses entre accionistas mayoritarios y minoritarios, el *entrenchement* o *atrincheramiento* de los miembros de la familia en los puestos directivos, la pasividad de los accionistas minoritarios y las asimetrías informativas, el establecimiento de un gobierno de la empresa familiar se alza como un sistema eficaz para minimizar las anteriores distorsiones facilitando una mayor profesionalización de la empresa y diseñando las líneas básicas sobre las que se apoyará un futuro proceso de sucesión (Oliveira, 2010).

La creación de estructuras de gobierno en las empresas familiares tiene una serie de ventajas que recopilan Gersick *et al.* (1997):

- 1) Facilitan el conocimiento del conjunto de derechos y deberes derivados de la propiedad y gestión de la empresa familiar.

- 2) Permiten diferenciar roles, de forma que no se produzcan interferencias entre el terreno familiar y las decisiones empresariales.
- 3) Proporcionan una estructura que permite una visión compartida de familia y empresa (Maseda *et al.*, 2009).

No obstante, desde otro punto de vista, se ha puesto de manifiesto que las prácticas más comunes de gobierno corporativo son a veces perjudiciales para las empresas familiares pudiendo llegar a perjudicar la supervivencia de la empresa o ser un obstáculo para el mantenimiento de la unidad familiar (Lane *et al.*, 2006). Barrios y Macciocchi (2014) mantiene que las estructuras de gobierno corporativo más extendidas están diseñadas para atender las demandas de las grandes empresas públicas con sistemas de propiedad dispersos, además la mayoría de estas prácticas fueron formuladas en Estados Unidos e Inglaterra y no son fácilmente exportables a las pequeñas y medianas empresas familiares de Europa continental, Latinoamérica y Asia, que agrupan empresas de accionistas con base familiar y miembros familiares «internos» activos en la gestión y el gobierno de las empresas.

A su vez, la distinción entre gobierno y dirección de la empresa es más complicada en la empresa familiar que en la no familiar ya que en las primeras, los propietarios además de participar en la Junta General de Accionistas actúan como miembros del Consejo de Administración, lo que convierte esta necesaria diferenciación entre gobierno y dirección en una de las «trampas» que ha de salvar la empresa familiar (Gallo, 2005).

Desde otra perspectiva, y en correlación con su esquema clásico de etapas de vida de la empresa familiar, Ward (2006) se ocupa de la evolución del gobierno de la empresa familiar, poniendo de manifiesto el reto que para las empresas significa adaptar sus prácticas de gobierno a lo largo del tiempo, si bien en muchas ocasiones, las empresas, más que seguir las mejores prácticas que requiere cada momento de cambio, se limitan a transformar sus prácticas de acuerdo con criterios culturales y de su propia tradición. Este autor cataloga en **cinco categorías los tipos de propietario** que emergen y cómo la familia adapta sus roles de gobierno en consonancia con los mismos:

- 1) Propietarios operativos que trabajan en la empresa y son responsables de la dirección de la misma.

- 2) Propietarios de gobierno que se contratan para dirigir el gobierno de la empresa y controlar sus operaciones.
- 3) Propietarios activos que son miembros de la familia que no trabajan en la empresa pero que su experiencia, conocimiento e implicación suponen un valor añadido para la empresa.
- 4) Propietarios inversores que son miembros de la familia especialmente preocupados del resultado financiero de la empresa, y que en función del mismo, pueden vender, mantener o comprar acciones de la misma.
- 5) Propietarios pasivos que son miembros de la empresa poco preocupados tanto por el desarrollo de la misma como por el retorno de su inversión.

Los sistemas de gobierno de la empresa pasan por sucesivas etapas y se van transformando por diversos factores como pueden ser la presión del mercado o las demandas de competitividad, con lo que las empresas familiares se enfrentan a retos a los que han de adaptarse y una de las fórmulas más frecuentes es la de crear estructuras paralelas que coexisten pero que tienen diverso contenido, como son el gobierno de la empresa familiar y el gobierno de la familia. Los sistemas de gobierno y sus prácticas no pueden ser estáticos sino que tienen una naturaleza evolutiva, que ha de ir mejorando en su desarrollo (OCDE, 1999).

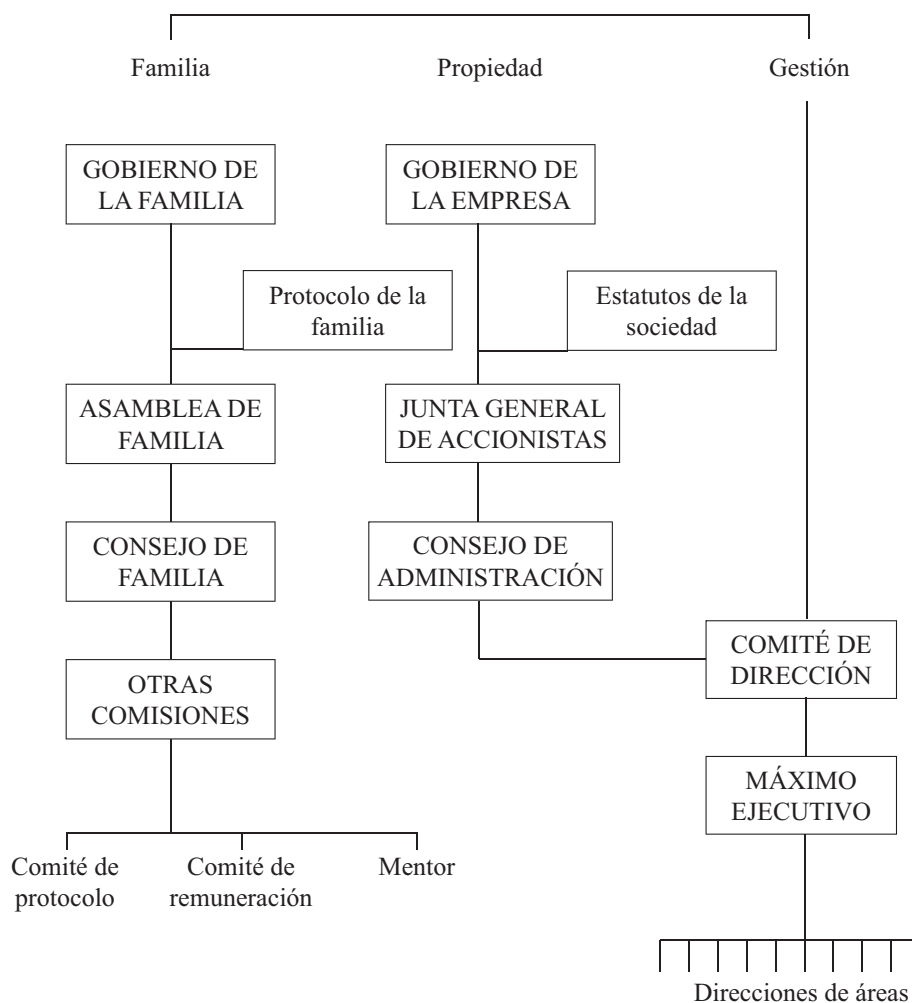
No existe, por tanto, un único modelo de gobierno corporativo que se ajuste a las múltiples necesidades que presentan las empresas familiares, que además, por su heterogeneidad, distinto contexto, historia y características culturales e institucionales, han de contar con sistemas de gobierno de muy diversa índole. Por ello, como señala Corbetta y Salvato (2004), es preciso diseñar un marco contingente que permita alinear factores exógenos y endógenos de cada organización familiar, para configurar un modelo de gobierno que responda a las necesidades de cada empresa familiar concreta. De esta forma, el acento en ocasiones se pone en el tipo de propiedad, personalidad del fundador, tamaño y etapa de la vida de la empresa (Ward y Handy, 1988), mientras que otros autores introducen un factor más como condicionante de la forma de configurar los gobiernos, tal es la trayectoria pasada y sentido de la identidad de la sociedad familiar (Huse, 1994).

En definitiva, la empresa familiar como estructura de gobierno se enfrenta a sus propios problemas derivados de la interconexión entre los sistemas familia, empresa y propiedad. La vocación de continuidad de la empresa y que la propiedad y el control descansen en un grupo de personas unidas por lazos afectivos implica una serie de ventajas (altruismo, lealtad, incentivos) pero también puede tener una serie de inconvenientes (falta de supervisión, oportunismo) que se agravan cuando va siendo traspasada de una generación a otra y surgen formas organizacionales más complejas, lo que obliga a que la empresa familiar implante y adapte ciertos órganos de gobierno, tanto para la empresa familiar como para la familia-empresa que se adapten a las especificidades de cada empresa y a su concreto momento en el ciclo evolutivo de la empresa (Galve, 2002).

La distinción básica entre el **gobierno de la empresa familiar** y el **gobierno de la familia empresaria**, según se observa en la figura 2.2 que, a su vez, diferencia sus estructuras organizativas básicas:

- Órganos de gobierno de la empresa familiar: Junta de Accionistas y Consejo de Administración.
- Órganos de gobierno de la familia empresaria: Consejo de Familia y Asamblea de Familia.

Figura 2.2. Organización del gobierno de la empresa familiar



Fuente: Maseda *et al.* (2009)

El Consejo de Administración se configura como un órgano de gobierno en la empresa familiar y ha sido objeto de estudio desde distintos puntos de vista, y en particular desde el punto de vista de su efectividad y de cómo en la misma influyen diversas variables como su composición, su tamaño, su particular proceso de toma de decisiones, la frecuencia con la que se reúnen, la forma de remuneración de sus miembros, etc. (Betinelli, 2011).

Los Consejos de Administración de las empresas familiares presentan diversa tipología, y así se han configurado diversas clasificaciones, desde la propuesta por Schwartz y

Barnes (1991), que distinguen tres categorías de lo que denominan *inside boards* en contraposición a los *outside boards*, en función del número de personas externas a la familia:

- 1) Consejo formado en su totalidad por miembros de la familia.
- 2) Consejo de dirección de la familia, del que forma parte al menos un miembro de la familia y al menos un directivo de la empresa ajeno al entorno familiar.
- 3) Cuasifamiliares en los que se integra un directivo o ejecutivo ya retirado además de los miembros familiares directivos.

Por otra parte, otras clasificaciones parten de la existencia de otros tipos de Consejo de Administración que, o bien tienen un contenido meramente simbólico o nominal, o por el contrario, concentran entre sus funciones todo el poder de la gestión de la empresa. Entre ambos extremos, se encuentran los consejos orientados a la protección de la familia, encaminados fundamentalmente a una función de control y supervisión, y por otro lado los consejos que además de la función de control, participan en la labor de dirección y en la fijación y desarrollo de la estrategia adoptada por la empresa. Un consejo de estas características ha de estar integrado tanto por propietarios como por consejeros externos e independientes (Maseda *et al.*, 2009).

La cuestión de si el Consejo de Administración ha de estar integrado por consejeros independientes o no y la influencia que esta variable tiene en el rendimiento de la empresa es una de las cuestiones que han sido objeto de investigación de diversos estudios, sin que haya podido llegarse, como hemos visto con carácter general para toda clase de empresa, a ninguna conclusión definitiva, pues en este punto, de nuevo entran en juego multitud de factores externos y la propia naturaleza y características de la empresa familiar concreta.

Durante la década de los ochenta y noventa, los estudios llevados a cabo en el ámbito de la empresa familiar tenían como objetivo analizar las implicaciones y composición del Consejo de Administración en este tipo de empresas. Las primeras conclusiones de los trabajos desarrollados parecían apuntar al hecho de que la existencia de miembros no familiares en el gobierno de una empresa familiar implicaba un detrimento en el valor de la empresa e impedía la eficacia de sus órganos, dada la falta de conocimiento que

los miembros externos tienen de la empresa, su falta de autoridad y la presión política que han de afrontar (Alderlef, 1998; Jonovic, 1989).

Los estudios posteriores marcan una orientación diferente y las conclusiones oscilan entre los autores que mantienen que la composición del Consejo de Administración tiene una escasa o nula relevancia en el resultado de la empresa, a los que defienden que la presencia de miembros externos en el Consejo de Administración ejerce una influencia positiva en la *performance* de la misma.

Fiegner *et al.* (2000) llevan a cabo un estudio empírico sobre pequeñas empresas americanas, concluyendo que las empresas con mayor grado de propiedad y participación familiar tienen menos consejeros independientes; el mismo estudio confirma que los consejeros externos son más frecuentes cuando la mayor parte del capital lo ostentan accionistas no familiares y cuando el CEO es de mayor edad y no tiene planeada una sucesión del liderazgo. Además, estas empresas tienden a incluir consejeros externos, más por adecuarse a los requerimientos de los propietarios no familiares que por una confianza en el valor y capacidades que puede aportar un externo.

Reyes Recio (2001) desarrolla un estudio empírico sobre empresas familiares y no familiares cotizadas en la Bolsa de Madrid, en el que parte del hecho de que en la empresa familiar, la concentración accionarial es mayor y los cargos directivos suelen estar ostentados por miembros familiares, por lo que los problemas de agencia entre dirección y gestión son menos significativos, si bien los efectos que en estas empresas tienen la profesionalización de la gestión, la participación accionarial de la familia y la existencia de estructuras de poder duales se manifiestan en que los conflictos entre los agentes son mayores.

El estudio evidencia que el número de consejeros en empresas familiares y no familiares es similar, y que el resultado es distinto según el tipo de empresa familiar de que se trate, de forma que en las empresas en las que los miembros de la familia ejercen el control de la empresa el número de consejeros es menor que en las empresas familiares no profesionalizadas, minoritarias e independientes en la estructura de poder. En ambos tipos el número de la proporción de internos en el Consejo es menor y el de externos, inferior.

Por otra parte, el estudio concluye que los consejeros externos influyen positiva y significativamente en el valor de la empresa, confirmando los resultados ya obtenidos por otros autores como Gallo y Cappuyns (1997), Fernández *et al.* (1998) y Melle (1998).

Vilallonga y Amit (2006), en un estudio sobre 2.808 empresas familiares norteamericanas, encuentran evidencia empírica de que la empresa familiar solo ve incrementado su valor cuando el fundador actúa como CEO o como presidente del Consejo de Administración con un CEO externo. Por otra parte, cuando los descendientes del fundador actúan como CEO, el valor de las empresas decrece. Además desde el punto de vista de los accionistas minoritarios, los problemas de agencia son tolerados cuando el CEO es el fundador pero si lo es un descendiente, consideran que su posición es más perjudicial que si estuvieran en una empresa no familiar.

Bennedsen *et al.* (2004), en un estudio sobre empresas familiares danesas, realiza una primera revisión de investigaciones previas acerca de la influencia del control de las familias sobre el resultado de las empresas y cita efectos positivos como los concluidos por Anderson y Reeb (2003), cuando los miembros de la familia actúan como CEO y resultados negativos como los encontrados por Pérez-González (2001), cuando la posición de CEO es heredada por un miembro familiar. Otros, como McConaughy *et al.* (2001), encuentran un resultado positivo cuando las firmas son dirigidas por CEO fundadores.

Las conclusiones de este estudio son que, en la muestra analizada, los CEO familiares en empresas de propiedad única son el 91 %, mientras que en empresas con más de un propietario, los CEO familiares son el 95 %. En el caso de cambio de CEO, las empresas que eligen un miembro familiar son el 24 % si son empresas de propiedad única y el 86 % si son empresas de más de un propietario. La relación del nuevo CEO familiar con el dueño también muestra resultados significativos y además se estudia el impacto del número de niños nacidos en la familia, el género de los miembros de la familia y las posibles situaciones de conflictos entre ellos (divorcios, varios matrimonios...). Así, por ejemplo, el género del primer hijo de un CEO familiar influye en que el siguiente CEO sea familiar, si es masculino frente a si es femenino. En

definitiva, las características de la familia *behind the firm* influyen en el resultado de la empresa.

El trabajo llevado a cabo por Voordeckers *et al.* (2007) respecto a 3.400 pequeñas y medianas empresas belgas, presenta evidencias empíricas respecto a que, cuando el poder del CEO es mayor en la empresa familiar, existe una menor predisposición para contratar un Consejo externo y las empresas familiares próximas a un relevo generacional son más favorables a tener un Consejo externo. Sin embargo, otras cuestiones como el nivel de educación del CEO, el hecho de ser una empresa de generación posterior o tener mayor o menor número de miembros empleados en la compañía, no parecen influir en la elección de un Consejo externo. Este estudio sustenta la idea de Corbetta *et al.* (2004), en el sentido de señalar que las variables relativas a la familia parecen tener mayor peso que las variables relativas al CEO, y que en definitiva, las características de los Consejos de Administración en las empresas familiares no son más que un reflejo de las características y objetivos de la familia, e incluso que las estructuras de la composición de los Consejos en las pequeñas y medianas empresas se explican mejor desde la perspectiva de la teoría de los recursos y capacidades que desde la teoría de la agencia.

Fernández-Ortiz *et al.* (2007), en su trabajo sobre el «papel de los *outsiders*» en la empresa familiar, señalan que el balance entre las ventajas e inconvenientes/riesgos de la incorporación de externos en el Consejo de Administración de empresas familiares es claramente positivo, y así lo indican los códigos de buen gobierno de la empresa, si bien se asegura que esta afirmación es debatida por distintas voces críticas, para lo que el estudio realiza una clasificación de las empresas familiares en cuatro grupos en función de la distribución de la propiedad y el nivel de profesionalización de las mismas: a) el primer grupo estaría formado por las empresas de propiedad concentrada y dirección no profesionalizada; b) el segundo grupo estaría formado por empresas de propiedad distribuida y dirección no profesionalizada; c) el tercer grupo estaría formado por empresas de propiedad concentrada y dirección profesionalizada y por último, d) el cuarto grupo estaría formado por empresas de propiedad distribuida y gestión profesionalizada.

Este estudio mantiene que en las empresas de los tipos a, b y c, un Consejo asesor bien seleccionado puede ser más conveniente que la incorporación de *outsiders* en un Consejo de Administración, y ello porque en las empresas de los tipos a y c, prácticamente no existen conflictos de interés entre propiedad y dirección, y en las empresas del tipo b, para incorporar *outsiders* en su Consejo, la empresa previamente debería haber alcanzado una determinada dimensión de negocios, profesionalización y estructuración adecuadas de sus órganos de gobierno internos. En las empresas del tipo c, los *outsiders* pueden aportar indudables ventajas al Consejo, tales como llevar a cabo una labor de asesoramiento, controlar la gestión realizada por el equipo directivo profesional, fortalecer la imagen externa e interna de la empresa y velar por los intereses de los *skateholders*. El estudio concluye que no se trata de importar modelos generalizados que no son válidos para todo tipo de empresa, pues en definitiva, el éxito de los mismos vendrá determinado por el entorno, la dimensión y las características organizativas internas que posea la empresa.

Arosa *et al.* (2010), en un estudio empírico llevado a cabo sobre 369 medianas y pequeñas empresas familiares españolas, con el fin de examinar la influencia de los *outsiders* en los Consejos de Administración en el resultado de las empresas, concluye que la proporción de externos en el Consejo no está relacionada con un mejor resultado en la empresa, mientras que la proporción de los directores internos que integran el Consejo sí determina un resultado positivo.

La existencia de directivos familiares tiene un impacto positivo en el resultado de la empresa familiar, pues su mayor conocimiento de la misma se traduce en una más acertada planificación estratégica, a la vez que son más aptos para procurar perspectivas alternativas, experiencia y asesoramiento.

El trabajo evidencia las diferencias entre las empresas de primera generación y las de posteriores generaciones. La presencia en el Consejo de miembros familiares e independientes tiene un resultado positivo cuando se trata de empresas de primera generación, lo que corrobora la teoría de la administración o *stewardship*, por cuanto los directivos independientes alinean sus intereses con los de la empresa, mientras que este efecto positivo no resulta significativo cuando se trata de empresas de segunda o

sucesivas generaciones, lo que confirma los resultados de Voordeckers *et al.* (2007) a los que se ha hecho referencia anteriormente.

El estudio empírico llevado a cabo por García-Ramos y Olalla (2011), relativo a la estructura del Consejo de Administración de 118 empresas familiares en España, tiene las siguientes conclusiones: en primer lugar, que, evidentemente, cada empresa ha de configurar un Consejo de Administración que se adapte a su entorno concreto; sin embargo, los resultados contradicen la creencia generalizada de que los Consejos de Administración pequeños, independientes y con una moderada participación de los consejeros en la propiedad son siempre eficientes. La incorporación de nuevos consejeros mejora las funciones de supervisión y control del Consejo, traduciéndose en una creación de valor para la empresa; no obstante, existe un tamaño óptimo a partir del cual los problemas de coordinación, control y flexibilidad en la toma de decisiones asociados a los Consejos sobredimensionados superan estos beneficios.

Este estudio también destaca el diferente papel desempeñado por la independencia del Consejo en función de la naturaleza familiar o no del último propietario. A pesar de la evidencia empírica encontrada a favor de los Consejos de Administración independientes, destacan que, en las empresas con estructura de propiedad concentrada no familiar, dicha independencia ha de tener un límite, por lo que ha de lograrse una adecuada combinación de consejeros internos-externos para lograrse una mayor creación de valor de la empresa. El estudio pone de manifiesto que la información y conocimiento que aportan los consejeros internos son decisivos para el desempeño eficaz de la función de asesoramiento.

Según se señalaba anteriormente, el gobierno familiar puede desarrollarse a través de mecanismos informales, como la reunión familiar, o más formales, como el Consejo de Familia y la Asamblea Familiar, pero cuya misión común es mantener el patrimonio, valores y cultura familiares, así como evitar y solventar los conflictos familiares, potenciar la comunicación entre los miembros de la familia y preservar la empresa familiar como legado de futuras generaciones (Gasco *et al.*, 2005).

«El Manual de Gobierno de la Empresa Familiar», publicado por The International Finance Corporation (2011), propone unas estructuras y prácticas de gobierno de las empresas familiares que les permitan afrontar los desafíos a que se enfrentan este tipo

de empresas en los diferentes países, por supuesto condicionando su aplicación a las normativas y regulaciones legales específicas.

Una estructura de gobierno de la familia-empresa que funcione de forma adecuada tendrá entre sus objetivos: comunicar los valores, la misión y la visión a largo plazo de la familia a todos sus miembros, hacerles partícipes de los principales logros, desafíos y decisiones estratégicas de la empresa, comunicar las reglas y decisiones que pudieran afectar al empleo, reparto de dividendos y otros beneficios que suelen disfrutar los miembros de la familia, establecer canales de comunicación formales que permitan el intercambio de información e ideas entre los miembros de la familia y adoptar mecanismos que permitan a la familia intervenir en la toma de decisiones.

Los principales componentes de una estructura de gobierno familiar son:

- 1) Constitución familiar o Protocolo familiar.
- 2) El establecimiento de instituciones familiares.

La Constitución familiar o Protocolo Familiar: se trata de un documento (declaración de principios) que contenga los valores fundamentales, visión y misión de la empresa, así como la definición de los roles, composición y ámbito de poder de los órganos clave de la empresa.

Las instituciones de gobierno familiar ayudan a fortalecer la armonía de la familia y las relaciones de la misma con su empresa.

El Manual de Gobierno IFC, mencionado anteriormente, propone como instituciones de gobierno familiar: la Asamblea Familiar, el Consejo Familiar, la Oficina Familiar y otras instituciones familiares, tales como: el Comité de Educación, el Comité de Redención de Acciones, el Comité de Planeamiento de Carrera, etc.

La estructura más habitual de los órganos de gobierno de la familia empresaria es la que distingue entre la Asamblea de Familia, el Consejo de Familia y otros órganos de carácter familiar, como el Comité de seguimiento del protocolo familiar, Comité de remuneraciones y el mentor (Maseda *et al.*, 2009).

En empresas familiares de reciente creación o de reducida dimensión, es habitual emplear la fórmula de la Reunión Familiar como estructura simple de organización, que

surge de forma informal y es un vehículo para comunicar los valores culturales de la empresa, para informar del desarrollo de la misma y, en definitiva, se trata de un instrumento de comunicación entre la empresa y la familia que, a medida que la empresa familiar adquiera mayor dimensión o incorpore a nuevos miembros, adquirirá un carácter más formal y desembocará en la creación de una Asamblea de Familia.

La Asamblea de Familia agrupa a todos los miembros de la familia empresaria y tiene como misión fomentar la unión, el compromiso y la concordia entre los miembros de la familia mediante un encuentro formal, que como mínimo, tendrá carácter anual y que ha de servir como foro de comunicación entre la empresa y la familia.

Las principales funciones de la Asamblea de Familia son: poner en contacto y fomentar la comunicación entre los miembros de la familia, discutiendo, analizando y decidiendo cuestiones familiares, así como promover y salvaguardar la relación de la familia y la empresa (Corona, 2005).

Los miembros de la Asamblea Familiar son, por regla general, todos los miembros de la familia si bien algunas empresas familiares prefieren establecer algunas restricciones como límites de edad mínima, de participación de familiares políticos y de derechos de voto (Manual IFC de Gobierno de Empresas Familiares, 2011).

El Consejo de Familia se define como el instrumento de planificación organizativa y estratégico de la familia. Es el órgano destinado a regular el funcionamiento de la familia empresaria, en especial las relaciones de la familia con sus actividades empresariales y extraempresariales ligadas a la empresa y al patrimonio familiar (Amat, 2001).

El Consejo de Familia normalmente se estructura en **comisiones de trabajo** a fin de ocuparse de proyectos o temas específicos y su principal misión es la de servir de vínculo entre la familia, el Consejo de Administración y la dirección de la empresa (Instituto de la Empresa Familiar, 2005).

Los miembros del Consejo Familiar generalmente son elegidos por la Asamblea Familiar, tomando en cuenta sus cualificaciones y disponibilidad para llevar a cabo las tareas del Consejo. No se establecen límites en cuanto al número de miembros que han de formar parte de él, pero lo recomendable es que lo haga un número de personas que

permita al mismo tiempo flexibilidad y operatividad. En algunas empresas familiares se establecen restricciones para formar parte de dicho Consejo, basadas en edad, experiencia, no incluir a miembros de la Junta Directiva, etc., y lo habitual es fijar límites temporales a la pertenencia al Consejo para crear sensación de equidad e igualdad de oportunidad entre sus miembros (Manual IFC de Empresas Familiares, 2011).

A pesar de la importancia del Consejo de Familia, el estudio realizado por la Red de Cátedras del Instituto de Empresa Familiar indica que solo el 25,9 % de las empresas familiares españolas de la muestra disponen de un Consejo de Familia, con una presencia algo más superior en empresas de segunda y tercera generación. Las funciones que suele cumplir este órgano son: servir de vínculo entre familia, Consejo de Administración y dirección de la empresa (en un 89,7 %), elaborar el Protocolo de familia (en un 88,9 %) y organizar actividades y celebraciones de la familia (en un 82,2 %) (Cabrera y Santana, 2002).

La Oficina Familiar o *family office* es definida como un centro de inversión y de administración que está organizado y supervisado por el Consejo Familiar y que tiene una función consultiva sobre la planificación de la inversión personal, tributaria, cobertura de seguros, gestión del patrimonio y otros temas de interés para los miembros individuales de la familia (Manual IFC de Empresas Familiares, 2011).

No obstante, el concepto de *family office* no es homogéneo pues básicamente se trata de un traje a medida para cada familia, y en realidad, se trata de un término genérico que designa una estructura que gestiona las necesidades de una familia empresaria y cada familia adapta la entidad a su propia actividad, objetivos y al momento generacional concreto (Fernández-Moya *et al.*, 2011).

En los planteamientos más modernos sobre la *family office* se mantiene que la misma no debe limitarse a ser un centro de gestión e incremento del capital financiero de la empresa, sino que debe también tener la función de que los miembros de la familia acumulen capital humano, intelectual, organizativo, social y emocional (Pindado, 2011).

El «Protocolo Familiar» o «Constitución familiar» es un instrumento de planificación estratégica capaz de captar las especialidades de la empresa familiar y reforzar la unidad

entre los miembros de la familia y su compromiso con la empresa (Gallo, 2002). Chiner (2011) lo definen como el acuerdo entre los miembros de la familia propietaria para gestionar sus derechos en la empresa familiar, gracias al establecimiento de una serie de reglas de gobierno de la organización corporativa y de la relación entre la familia y la empresa.

La formalización de un protocolo familiar se concibe como un proceso de acuerdo en el que participan tanto la familia como la empresa y la propiedad, donde se establece un marco de desarrollo y unas reglas de actuación y de relaciones entre la propia empresa familiar y su propiedad, sin que ello suponga interferir en la gestión de la empresa y su comunicación con terceros (Casado, 2003).

El Protocolo Familiar tiene como función mantener y reforzar a través de las generaciones, la unidad familiar y el compromiso hacia el éxito del negocio. El protocolo familiar fija las metas perseguidas por la familia y la empresa así como las reglas que gobiernan las relaciones entre ambos mundos (Tapies y Ceja, 2011).

Las diferentes razones por las que resulta recomendable elaborar un protocolo familiar han sido enumeradas por Fernández y Reyes (2000) y pueden sistematizarse en las siguientes:

- El protocolo mantiene la cohesión y la armonía familiar: si uno de los elementos diferenciadores más importantes entre las empresas familiares es la consideración de la familia como parte activa y necesaria, tanto en el patrimonio como también en la gestión, es necesario que el protocolo opere como instrumento de enlace necesario entre los diferentes elementos implicados en las empresas familiares.
- El protocolo recopila los objetivos de la empresa familiar.
- El protocolo ha de ser un instrumento que permita compatibilizar los intereses familiares y empresariales para lo que ha de elaborarse con plena sensibilización e intervención de todos de forma que se transmitan y se subrayen los valores, filosofía y autonomía familiar.

- El protocolo es un mecanismo esencial para la planificación de la sucesión. Este es uno de los puntos más críticos de la empresa familiar y por ello, el protocolo se convierte en un elemento clave para asegurar la continuidad de la misma.
- El protocolo es un medio para regular el patrimonio familiar, estableciendo los límites que impidan la confusión del patrimonio familiar y el patrimonio empresarial.
- El protocolo es un elemento decisivo para la gestión de la empresa.

La elaboración del protocolo familiar es un proceso complejo que debe apartarse de la uniformidad, generalización y estandarización, por cuanto es preciso que se ajuste a las necesidades, peculiaridades y valores de cada empresa particular. No obstante, los autores sí coinciden en una serie de **elementos comunes a todos los protocolos familiares**, agrupados en siete grandes bloques (Amat y Corona, 2007):

1. Misión, valores y estilo de la familia.
2. El gobierno de la familia.
3. El gobierno de la empresa.
4. La participación de la familia en la empresa.
5. Los asuntos patrimoniales como familia empresaria.
6. Las grandes directrices empresariales de la familia.
7. Otros asuntos de interés para la familia empresaria.

Corona (2005), desde un planteamiento más operativo, agrupa el contenido del protocolo familiar en tres grandes grupos:

1. Aspectos relacionados con el ámbito laboral: incorporación en la empresa, sistemas de retribución, incentivos, planificación de la jubilación, etc.
2. Aspectos relacionados con el poder: órganos de gobierno, elección de los miembros del gobierno, funciones, etc.
3. Aspectos relacionados con la cuestión económica: compra y venta de acciones, política de dividendos, fondos de liquidez.

El factor temporal en la elaboración del protocolo tiene cierta trascendencia porque va a marcar el nacimiento del protocolo y las diversas etapas de su implantación. El

calendario que se puede seguir, según Fernández y Reyes (2000), es el siguiente: 1) Toma de decisión (planteamiento de la necesidad de elaborar un protocolo familiar y establecimiento de las líneas mínimas que configurarán su contenido); 2) Fijación de etapas y calendario de redacción y entrada en vigor; 3) Revisión y modificación del protocolo familiar (la empresa es un organismo dinámico y el propio protocolo ha de contemplar las fórmulas para ser revisado y modificado siempre que sea necesario con el fin de ajustarse a las necesidades y circunstancias de cada momento).

Por tanto, se concluye que el protocolo familiar es el mecanismo de perpetuación de mayor efectividad para las empresas familiares, si se tiene en cuenta que detrás de esta herramienta las empresas familiares deben comprender y aplicar los compromisos y responsabilidades que tienen en cada uno de los tres círculos del modelo de Tagiuri y Davis (1982), (Arenas y Rico, 2014).

En todo caso y además de los elementos comunes que integran los protocolos familiares mencionados anteriormente y que afectan a las políticas empresariales y familiares, hay muchos otros elementos que dan forma al Protocolo Familiar: elementos psicológicos, económicos, jurídicos y sucesorios, planteados según la personalidad, tradición, intereses y motivaciones de cada empresa familiar en particular. Por ello, el Protocolo Familiar presenta una complejidad que no permite encuadrarlo en ningún contrato concreto. Si bien su fuerza jurídica debería ser la misma que la de cualquier otro contrato, la existencia de algunos comportamientos o compromisos familiares lo conforman como un «contrato moral» cuya importancia radica en establecer un marco de convivencia entre la familia y la empresa que garantice su continuidad a largo plazo (Arteaga, 2014).

Lansberg (2007) señalan que el protocolo familiar no cumplirá su virtualidad si su contenido no puede ser implementado, para lo que es preciso que el mismo sea el resultado de un diálogo real y una negociación abierta en la que los conflictos se resuelvan de manera directa y efectiva con el fin de contribuir a garantizar la viabilidad y continuidad de la empresa en manos de la familia propietaria (Sánchez Crespo y Marcelino, 2002; Galve, 2002).

5. LA SUCESIÓN COMO FACTOR DE INFLUENCIA EN LA CONTINUIDAD DE LA EMPRESA FAMILIAR

La sucesión es «una de las etapas más difíciles por las que debe atravesar una organización porque no solo afecta a quien o a quienes se les transfiere el mando y la propiedad, sino que también requiere de un plan adecuado de retiro para el fundador o fundadores, acorde con la importancia que han tenido en la empresa» (Lacouture, 2005).

En Norteamérica es común la expresión *From shirtsleavers to shirtsleeves in three generations*. En España, existe un refrán de similar significado, «Padre bodeguero, hijo caballero, nieto pordiosero», lo que pone de manifiesto que la regla de las tres generaciones es una creencia generalizada que se refleja en estas máximas de tradición popular (así en Brasil, *Pai rico, filho nobre, neto pobre*; en China: *Fu hu guo san dai*). La razón de la falta de supervivencia de las empresas familiares no tiene una única causa pero no cabe duda de que, el hecho de que la transición entre generaciones no se lleve a cabo de forma organizada y exitosa, es una de las más relevantes. La razón de esta quiebra del proceso sucesorio puede ser motivada por falta de preparación o compromiso de los sucesores, falta de planificación, estrategias obsoletas que no permiten la adaptación al entorno competitivo, rivalidades personales, conflictos de poder, etc. De este modo, la continuidad de la empresa familiar requiere de un «trabajo de artesanía» para facilitar el referido proceso (Poza, 1995).

Weber (1946) fue el primero en identificar la importancia que tenía la transferencia de poder del fundador al sucesor, ya que a través de la misma se podrían consolidar las estructuras administrativas y estratégicas que permitieran el desarrollo y supervivencia de la empresa y la consideró como uno de los desafíos del liderazgo. Este traspaso adquiere una dimensión única en la empresa familiar, ya que de su modo de afrontarlo va a depender, entre otras consecuencias, la continuidad de la empresa y la forma en que se van a asumir los cambios fundamentales que han de llevarse a cabo, especialmente en cuanto al establecimiento de diferentes relaciones familiares, la redistribución de los papeles de influencia clásicos y las nuevas estructuras de propiedad y dirección (Lansberg, 1988).

El proceso de **sucesión** se define como «el conjunto de las acciones, acontecimientos y desarrollos relativos a la transferencia del control de un miembro de la familia a otro»

(Sharma *et al.*, 2001). Este proceso abarca desde el tiempo en el que la «coalición dominante» en la empresa familiar toma la decisión de llevar a cabo la sucesión hasta el tiempo en que los responsables renuncian al control directivo. Desde esta perspectiva, lo que se denomina como «coalición dominante» puede ser una persona individual, normalmente el fundador, o un grupo de personas, como sucede en *sibling partnerships* o consorcios de primos (De Massis *et al.*, 2008).

Handler (1994), siguiendo a Beckhard *et al.* (1983), describe la sucesión como «el traspaso del bastón de mando del fundador-propietario a un sucesor que puede o no ser miembro de la familia». Este traspaso de mando o liderazgo lo dividen algunos autores en dos ejes, por un lado, el **traspaso de la dirección** y por otro, el **traspaso de la propiedad** (Barry, 1975).

Se pone de nuevo de relieve el carácter multidimensional de la sucesión en la empresa familiar, proceso en el que intervienen diversos implicados generalmente unidos por fuertes lazos afectivos, y en el que los intereses personales y empresariales se encuentran en un punto decisivo y, por tanto, de la forma de gestión de este conjunto de relaciones y factores dependerá en gran modo que la sucesión sea o no exitosa, y en consecuencia, condicionará en gran medida la continuidad de la empresa.

El proceso de sucesión es diferente entre las empresas familiares y las no familiares pues en estas, la sucesión viene normalmente motivada por una necesidad de renovación estratégica y organizacional. Por el contrario, en la empresa familiar la sucesión viene normalmente determinada por la necesidad de retiro del fundador y el sucesor viene seleccionado con base al criterio de supervivencia de la tradición familiar y la transferencia de poder va normalmente asociada a un traspaso de la propiedad (Haag *et al.*, 2006).

En la empresa familiar, el proceso de sucesión tiene un alto contenido emocional y no siempre se ajusta a parámetros racionales, lo que implica una complejidad que no aparece en las empresas no familiares y que requiere una preparación dilatada en el tiempo. El paso de una primera a una segunda generación no consiste solo en cambiar de un jefe ejecutivo principal al siguiente, como sucede en la empresa no familiar, sino que este cambio implica un cambio en la estructura de propiedad, en los intereses de los propietarios y en la forma de gobierno (Ruiz *et al.*, 2007).

La utilización como rasgo diferenciador para catalogar una empresa como familiar del hecho de que haya un miembro de la familia y se haya producido un relevo generacional, pone de manifiesto que la sucesión, en primer lugar, tiene una **vertiente biológica** que viene marcada por la necesidad de asegurar la supervivencia, de forma que la generación posterior suceda a la anterior, y en segundo lugar, que es una **transferencia de poder ajena al criterio de las necesidades del mercado** (Churchill y Hatten, 1997).

Desde otro punto de vista, se ha puesto el acento en la sucesión como transmisión no solo de propiedad y poder, sino también en la idea de «cultura y continuidad» en las empresas familiares, planteándose la necesidad de que los fundadores comprendan los efectos de una cultura de la empresa familiar, y como dicha cultura podría impedir o beneficiar el éxito de la sucesión intergeneracional (Dyer, 1988; Ruiz *et al.*, 2007).

En esta línea, algunos autores destacan el hecho de que el fundador ha de prestar atención tanto al negocio como a la familia, para facilitar la selección de los potenciales sucesores. Para ello, es fundamental la transmisión de valores que faciliten el gobierno de la relación entre la familia y la empresa, llegando a la afirmación de que el crecimiento futuro y el éxito del negocio pueden estar condicionados no solo por la consistencia de los valores que se traspasan sino también por la naturaleza de los valores que se transmiten (Gallo y Cappuyns, 1999; García Álvarez, 2003).

La relevancia de la sucesión en la empresa familiar tiene su traducción en la extensa literatura que existe sobre el tema, como ya se ha analizado en el capítulo primero del presente trabajo doctoral, si bien la literatura sobre sucesión en la empresa familiar es fragmentaria y no ha alcanzado conclusiones unánimes.

El punto de partida del estudio de la sucesión en la empresa familiar data de 1975 con la publicación de la obra de Danco *Beyond survival: a guide for the business owner and his family*. A partir de esta obra se han desarrollado un gran número de estudios en torno a esta cuestión que deben contemplarse desde diversas perspectivas, tales como la práctica de recursos humanos, la planificación estratégica, la profesionalización, la organización de las formas de gobierno, etc.

No obstante, si se analizan los estudios relativos a la sucesión en la empresa familiar, se observa que la mayoría de las investigaciones precisan apoyarse en un más amplio conocimiento del campo de la empresa familiar. Los primeros estudios sobre sucesión familiar se centraban en el hecho de la resistencia de los fundadores a ceder el control del negocio a la siguiente generación. Los motivos de esta resistencia se han encontrado en razones de diversa índole, tales como la idea de pérdida psicológica, la incertidumbre sobre las capacidades de los herederos, el miedo a que la empresa fracase (Firnsthahl, 1988; Brune *et al.*, 2007; Lussier y Sonfield, 2010). Así, Davies y Haverston, (1998) defienden que los trabajos en materia de sucesión familiar se centran básicamente en el hecho en sí de la sucesión, especialmente en el hecho de si el fundador ha designado un sucesor. Sin embargo, las más recientes tendencias defienden que los análisis han de evolucionar para dar un mayor protagonismo a otros aspectos, tales como la planificación de la sucesión, la transferencia del liderazgo y la continuidad de la empresa. Bird *et al.* (2002) ponen de relieve que la sucesión, las diferencias de la empresa familiar, la dirección y la estrategia y el conflicto son los temas más utilizados en las investigaciones.

Las investigaciones sobre la sucesión en la empresa familiar se han llevado a cabo en diferentes países y contextos regionales, y esta diversidad ha favorecido que los estudios hayan podido desarrollar comparaciones a nivel internacional y que hayan permitido poner de manifiesto que la sucesión ha de ser puesta en relación con otros temas básicos que afectan a la empresa familiar, como la cultura y valores familiares, el gobierno de la empresa familiar, la dirección y estrategia así como las relaciones interpersonales y conflictos que se generan entre los miembros de la empresa familiar.

Es destacable el punto de vista de Lambretch (2005), que complementó los estudios metodológicos con biografías de dinastías familiares, pues afirmaba que la historia de sus vidas complementaba o confirmaba los casos de estudio y partía de la base de que era un error considerar la sucesión como un evento puntual y no como un proceso continuo que duraba toda la vida, y lo equiparaba con entrar en una máquina del tiempo que permite a su vez entrar en todos los rincones (culturales, estratégicos, financieros y sociales) de la empresa familiar y de la familia-empresa.

Desde el punto de vista de la estrategia de crecimiento de la empresa, también hay una línea doctrinal que mantiene que los fundadores de la empresa tienen como objetivo que la empresa sea dirigida y sea propiedad de sus sucesores, con lo que es fundamental la conservación de la empresa y del legado familiar como medio para garantizar la seguridad económica y la unión de la familia (Gallo, 2004; Fuentes Lombardo *et al.*, 2008).

Estas líneas de investigación han supuesto un avance notable en este campo pero, a pesar de ello, hay una ausencia de estudios sistemáticos sobre los componentes psicológicos que caracterizan la relación de los miembros de la siguiente generación con la empresa familiar. Y este punto deviene especialmente relevante en un contexto de cambio demográfico y cultural. Teniendo en cuenta la importancia de la actitud de la nueva generación respecto a la empresa familiar, hay una necesidad de asegurar, de anclar su relación con la empresa familiar y profundizar en una mayor comprensión que profile estas actitudes.

Björnberg y Nicholson (2012) plantean, desde la perspectiva de las relaciones psicológicas entre los potenciales sucesores y la familia, dar respuesta a una serie de cuestiones tales como, ¿cuáles son los antecedentes de la relación entre los miembros de la siguiente generación y la empresa familiar?, ¿cómo afecta la dinámica familiar a esta relación?, ¿qué causas fortalecen o debilitan esta relación?, ¿qué medidas pueden tomarse para fortalecer esta relación? Con tal finalidad, desarrollan un estudio cualitativo y cuantitativo llevado a cabo en Reino Unido en el marco teórico de la supervivencia transgeneracional de la empresa familiar.

Estos autores acuñan el término *emotional ownership* para definir un concepto asociado a un sentimiento de pertenencia y apego más allá de la implicación económica del término propiedad, y en el que la familia tiene un puesto decisivo. El estudio concluye señalando que el concepto de «propiedad emocional» es viable conceptualmente, es susceptible de ser medido y tiene una trascendencia importante. Sin embargo, en el ámbito de estudio desarrollado, el de la supervivencia de la empresa familiar, se concluye que, si bien es un concepto necesario, no es condición suficiente para asegurar la continuidad de la empresa familiar. La propiedad emocional es un requisito mínimo

para asegurar la visión y el propósito de una empresa familiar, que debe ser completado con otras variables que aseguren un nivel básico de acuerdo.

Términos similares se encuentran en los estudios sobre gestión y dirección, tales como identificación social (Ashforth y Mael, 1998; Tajfel, 1982), propiedad psicológica (Pierce *et al.*, 2001) y compromiso afectivo organizacional (Meyer y Allen, 1991). En este sentido, autores como Gómez-Mejía *et al.* (2007) usan el término riqueza socioemocional para referirse a aspectos no financieros de la empresa que satisfacen necesidades familiares, tales como la identidad, la capacidad de influencia de la familia, la perpetuación de la dinastía familiar.

Una novedad metodológica en el estudio de la materia es el análisis narrativo seguido por autores como Dawson y Hjorth (2012). El análisis narrativo es importado desde las ciencias sociales y puede ofrecer a este campo de estudio una visión que va más allá de las decisiones estratégicas y organizativas, para imbuirse de las vivencias, emociones y creatividad de las relaciones familiares. El análisis narrativo puede facilitar perspectivas que ayuden a comprender algunos aspectos del proceso vitalicio y continuo que constituye la sucesión, si bien el conocimiento de cómo el negocio familiar se transmite de forma exitosa a la siguiente generación está todavía en su infancia. La memoria de la familia contiene una riqueza de historias que se transmiten a lo largo de los años y que tiene un sentido de atracción. De esta forma, las personas llegan a transformarse en lo que las historias cuentan de ellas y la identidad de la familia se construye también a través de las narraciones que hablan de ella (Jennings *et al.*, 2015).

El complemento entre las metodologías cuantitativas con nuevas vías de estudio del fenómeno de la sucesión en la empresa familiar mostrará modelos alternativos para comprender las relaciones existentes en el ámbito de la empresa familiar y, con toda seguridad, planteará otras líneas o ámbitos de estudio (Debicki *et al.*, 2009; Dyer y Sánchez, 1998; Gartner, 2007).

Cabrera *et al.* (2001) caracterizan la sucesión desde el punto de vista de la teoría de los recursos y capacidades, al considerar que este punto supone una ventaja competitiva para la empresa pues el fundamento de estos recursos y capacidades tiene relación con la transferencia del conocimiento, lo que implica una ventaja competitiva para la empresa familiar. La transferencia de este conocimiento tiene una trascendencia

fundamental en la estrategia de la empresa familiar pues la protección del mismo a través del oportuno aprendizaje por parte del sucesor puede constituir una garantía para la continuidad del negocio familiar y su competitividad.

Desde el punto de vista de esta teoría, solo si las empresas saben identificar y desarrollar sus recursos y capacidades a través de la elección de las estrategias adecuadas podrán hacer valer su ventaja competitiva y esta ventaja competitiva no debe ser puesta en peligro por una sucesión fallida o ineficaz.

Como se ha señalado anteriormente, destaca el **estudio** llevado a cabo por Miller *et al.* (2003), *Lost in time*, en el que tras llevar a cabo un estudio de los problemas asociados al fracaso de tres empresas multigeneracionales, concluyeron que los conflictos personales entre los miembros de la familia eran causa del fracaso de la sucesión en la empresa familiar y por tanto, de la desaparición o decadencia de la misma.

Asimismo, manifiestan que la sucesión en la empresa familiar difiere en términos de continuidad en estrategia, organización y gobierno en las diferentes empresas y presentan evidencia sistemática de que los errores en torno a estas dimensiones influyen en la posibilidad de que la sucesión sea fallida aunque es cierto que su estudio únicamente se ocupa de sucesiones fracasadas.

El estudio diferencia entre los diferentes modelos de sucesión, *conservadora*, *vacilante* y *rebelde*, y analiza la influencia que estos patrones de sucesión tienen en la estrategia, organización y cultura, gobierno y resultado económico de la empresa.

Los tres patrones de sucesión inefectiva identificados en su estudio son los siguientes:

- Sucesión conservadora: en este patrón, aunque el «patriarca» no se encuentre ya en la empresa, su «sombra» permanece, de forma que la empresa y sus estrategias siguen ancladas en la empresa.
- Sucesión rebelde: en este patrón, se produce una reacción contraria a los parámetros establecidos por la generación anterior, de forma que las tradiciones, valores e incluso el modelo de negocio y su «secreto del éxito» son rechazados o descartados.

- Sucesión vacilante: en este patrón, la conducta de los sucesores se caracteriza por una parálisis y falta de decisión, lo que se transforma en una incapacidad de adaptarse a la competitividad del mercado y de asumir el liderazgo.

El estudio, además, trata de analizar las causas de las sucesiones problemáticas y las sistematiza en las siguientes categorías: dinámicas familiares intergeneracionales, personalidad del fundador y su estilo directivo, contexto organizativo y contexto de mercado de la empresa. Cada uno de estos factores es puesto en relación con los diversos patrones de sucesión descritos en la investigación para concluir que, tanto la sucesión conservadora totalmente atada al pasado, como la vacilante en la que el sucesor se ve incapaz de tomar decisiones o las toma de forma arbitraria, como la sucesión rebelde en la que el sucesor es totalmente contrario a las pautas mantenidas por sus antecesores, generan conflictos y sucesiones problemáticas que solo podrían paliarse mediante unos mecanismos que facilitaran una comunicación equilibrada entre presente y futuro.

En la figura 2.3 se reflejan los referidos patrones de sucesión con los factores que determinan las sucesiones problemáticas.

Figura 2.3. Patrones de sucesión

Dinámicas familiares intergeneracionales	Idealización, servilismo	Conflicto sin resolver	Rechazo, independencia
Personalidad CEO y estilo de gestión	Conservador, riesgo adverso, obsesivo	Indeciso, suspicaz, reactivo	Dramático, proactivo, acción orientada
Contexto organizacional	Rendimiento estable, cultura y tradiciones fuertes	Politizado, dividido, fraccionado, conflictivo	Inestable, en crisis, rendimiento deteriorado
Contexto del mercado	Estable, proyecto, ligado a la tradición	Nuevos cambios o discontinuidades del mercado	Turbulento, dinámico, competitivo

Fuente: Miller *et al.* (2003)

Ante el resultado de este estudio, posteriormente estos autores en 2004 llevaron a cabo una extensa investigación en la literatura sobre sucesión en la empresa familiar y propusieron un modelo integrado para la sucesión eficaz, en el que establecen un suelo de reglas generales sobre el que se asentarían una serie de estadios que van desde la formación y desarrollo de los posibles sucesores, la selección del más adecuado y la transferencia final, tanto del poder como de la propiedad. En este modelo se contemplan y tienen en consideración en cada una de las etapas de evolución, los llamados factores externos, tales como el sector o industria en el que se mueve la empresa familiar y el contexto social y familiar en el que se desenvuelve.

En este sentido, Lam (2009) señala que uno de los puntos críticos del fracaso de la empresa familiar es el proceso sucesorio, y resalta que el efecto de la no continuidad de

las empresas familiares tiene un impacto muy negativo, por cuanto supone pérdida de empleo y de riqueza patrimonial, así como el deterioro de las relaciones familiares.

No obstante, y pese a que pudiera entenderse que se ha avanzado mucho en esta área concreta de estudio, lo cierto es que quedan muchos puntos sobre los que hay que profundizar, especialmente por la circunstancia de que, en la realidad, el proceso sucesorio en las empresas fracasa en un índice muy alto.

En la cuestión de la sucesión como proceso parece haber un acuerdo general de que el tiempo o momento en que se lleve a cabo tiene una importancia crucial. La etapa de la vida en la que se encuentren el fundador o líder y el sucesor puede agravar o facilitar el proceso, y también puede verse condicionado por la influencia de las personas allegadas a los mismos, pues según estas consideren que la sucesión puede beneficiar o perjudicar sus intereses contribuirán a facilitar u obstaculizar la misma (Davis y Tagiuri, 1996; Lansberg, 1988; Sharma, 2003).

El proceso de sucesión en la empresa familiar se ha definido «como un proceso psicológico basado en un juego de relaciones entre una serie de actores que participan en el mismo, desarrollando un rol determinado y en consecuencia, interactuando con el resto de los intervinientes, y en el que se suelen distinguir una serie de etapas que, siguiendo una sucesión lógica, supondrán una implicación creciente del sucesor, a la vez que el fundador va perdiendo protagonismo hasta que el traspaso total tiene lugar».

El proceso de sucesión en la empresa familiar está determinado por **diversas fases** que, generalmente, contienen las etapas de: iniciación/preparación en la que solo un miembro de la familia tiene el control de la empresa; integración, en la que los sucesores entran en el negocio y se implican en él; dirección compartida entre padre e hijo y por último, retiro del predecesor, donde las responsabilidades son asumidas por el sucesor (Churchill y Hatten, 1997).

La sucesión, por tanto, se configura como un proceso en el que todos los implicados han de ajustar su propio comportamiento con el fin de lograr que el periodo de transición se lleve a cabo con éxito y que va a depender de diferentes factores. La forma en que se lleve a cabo el proceso sucesorio puede determinar la viabilidad de la empresa, su continuidad y el logro del objetivo de mantenimiento del legado y riqueza familiares.

La sucesión es un proceso complejo que casi siempre se presenta como una crisis que hay que superar y en la que parece que encontrar un sucesor se considera una respuesta a algún trastorno (Ibrahim *et al.*, 2004), por lo que debería ser un proceso evolutivo y planificado pues se espera que los líderes tengan la responsabilidad durante su vida activa de identificar, formar e integrar al sucesor para preservar la continuidad de la empresa y el bienestar de la familia (Cabrera y García, 2001; Barroso, 2014).

Indudablemente existen muchos modelos y diversidad de puntos de vista desde los que se puede desarrollar un proceso sucesorio, máxime si se tiene en cuenta la heterogeneidad de las empresas familiares y las circunstancias concretas de cada una de ellas. En todo caso, todos los planteamientos y construcciones en torno al proceso sucesorio parten de la base de que la sucesión es uno de los retos más complejos a los que se enfrenta la empresa familiar y todos los modelos, pese a sus limitaciones, tratan de trazar una líneas a seguir para evitar el peligro de que este proceso, que implica tantas connotaciones emocionales y es tan complicado de llevar a la práctica, acabe frustrando la continuidad y supervivencia de la empresa.

En definitiva, la sucesión es un proceso polietápico que comienza incluso antes de que los herederos entren en la empresa y cuyos efectos se prolongan más allá del momento en que son elegidos como sucesores y en el que intervienen una serie de dinámicas de organización y comunicación entre familia y empresa (Cabrera y Martín, 2007).

En este proceso juegan un protagonismo esencial los diversos intervinientes en el mismo. Por una parte, el fundador considera la empresa como su obra, como «una extensión de sí mismo» (Levinson, 1971); en su creación ha tenido que hacer uso de un buen número de cualidades: necesidad de logro, alcance de control interno y propensión a asumir riesgos (Chell, 2008).

Desde el punto de vista del fundador son razones psicológicas las que suelen dificultar el proceso sucesorio ya que es habitual que el perfil del fundador sea una personalidad con grandes necesidades de poder y enorme resistencia a abandonar su rol de líder ya que, en parte, su satisfacción personal procede de su habilidad para ejercer poder y control sobre otros (Dyer, 1989). Son precisamente las facultades de liderazgo, asunción de poder y control que favorecieron la creación y mantenimiento de la empresa familiar las que se

convierten en el momento del relevo generacional en obstáculos para llevarlo a cabo de forma racional y fluida.

Danco (1975) habla de «eutanasia corporativa» en referencia a la acción del propietario que, voluntariamente, destruye la empresa que ama porque no es capaz de crear en vida una organización viable con una continuidad clara.

Lansberg (1983) sistematizó una serie de causas psicológicas tales como miedo a la muerte, miedo a la pérdida de su identidad, pérdida de control y poder, prejuicios contra la planificación, incapacidad para elegir entre sus sucesores inmediatos, miedo a la jubilación y celos y rivalidad. En términos casi idénticos, Leach (2011) mencionó el miedo a la muerte, la resistencia a abandonar el control y poder, la pérdida de identidad, los prejuicios contra la planificación, la incapacidad para elegir entre sus descendientes inmediatos, el miedo a la jubilación y los celos y la rivalidad.

Gallo (1998) establece tres grupos de causas por las que el fundador se resiste a la sucesión y que denomina como «motivación del poder»: temor a perder su estatus social y su posición relevante; «motivación del dinero»: temor a quedarse sin patrimonio para vivir, de verse perjudicado en su situación económica; «motivación del trabajo-amor»: temor a no saber en qué ocupar el tiempo libre y a sentirse inútil después de toda una vida trabajando.

Por otra parte, resulta interesante el estudio llevado a cabo por Sonnenfeld y Spence (1988) sobre las diversas maneras en las que los distintos tipos de fundador se retiran de sus empresas. El estilo de su partida, señala este autor, es crítico para determinar con qué eficacia se produce el relevo generacional. Categorizó los **estilos de partida** en cuatro categorías que denominó como de: monarcas, generales, embajadores y gobernadores.

- Los fundadores monarcas no abandonan su puesto hasta que no son obligados bien por la muerte, bien por una rebelión en su propia empresa.
- Los fundadores embajadores dejan su cargo con dignidad y suelen permanecer vinculados a la empresa con una función asesora.

- Los fundadores generales son obligados a abandonar su puesto pero suelen permanecer vinculados a la empresa a la que tratan de volver rápidamente para «salvar» la empresa.
- Los fundadores gobernadores dejan su cargo de forma definitiva y se desplazan totalmente de la misma para llevar a cabo otras funciones vocacionales.

Estos cuatro patrones de sucesión tienen su origen en la disfunción de las relaciones entre padres e hijos y esta dinámica se refleja en el proceso de relevo generacional. Estos modelos vienen condicionados, bien por figuras paternas impositivas que en ocasiones consideran a sus hijos como extensiones de sí mismos, lo que puede generar en sus hijos una sensación de dependencia e inseguridad que les impide llevar a cabo su propio camino. En otras ocasiones, la idealización del padre se acaba transformando en una negación total del mismo, lo que provoca un sentimiento de rebeldía que incluso puede llevar a un impulso de aniquilación de lo creado por su padre. Por último, la combinación no resuelta de idealización y oposición a la figura paterna es causa de formar personalidades vacilantes e inseguras.

Indudablemente, unas adecuadas relaciones entre fundador y sucesor incrementarán las posibilidades de que la sucesión sea eficaz pero pueden también alentarse medidas que favorezcan que el relevo generacional se gestione de forma satisfactoria, de forma que el fundador sea consciente de la importancia de la transmisión del legado de valores de los que es poseedor, tanto los que se refieren a su espíritu emprendedor como los concernientes al conocimiento de la dirección y gestión de la empresa.

En definitiva, ante los temores y angustia que la retirada produce en el predecesor, los esfuerzos han de ir dirigidos a superar estos sentimientos de desconfianza e indispensabilidad (Lansberg, 1988), mediante una disposición a la delegación que se denomina «poder social» (Peay y Dyer, 1989) o la conciencia de que el predecesor no ejerce su poder como un fin en sí mismo sino como un medio para permitir la continuidad de la empresa y de la familia (Cabrera Suárez, 2011).

Los sucesores son los otros protagonistas de este proceso sucesorio, y en relación a este punto una de las cuestiones clave es la relativa al interés de si la siguiente generación está interesada en integrarse en la empresa y si tiene la capacidad para dirigirla y cuál es

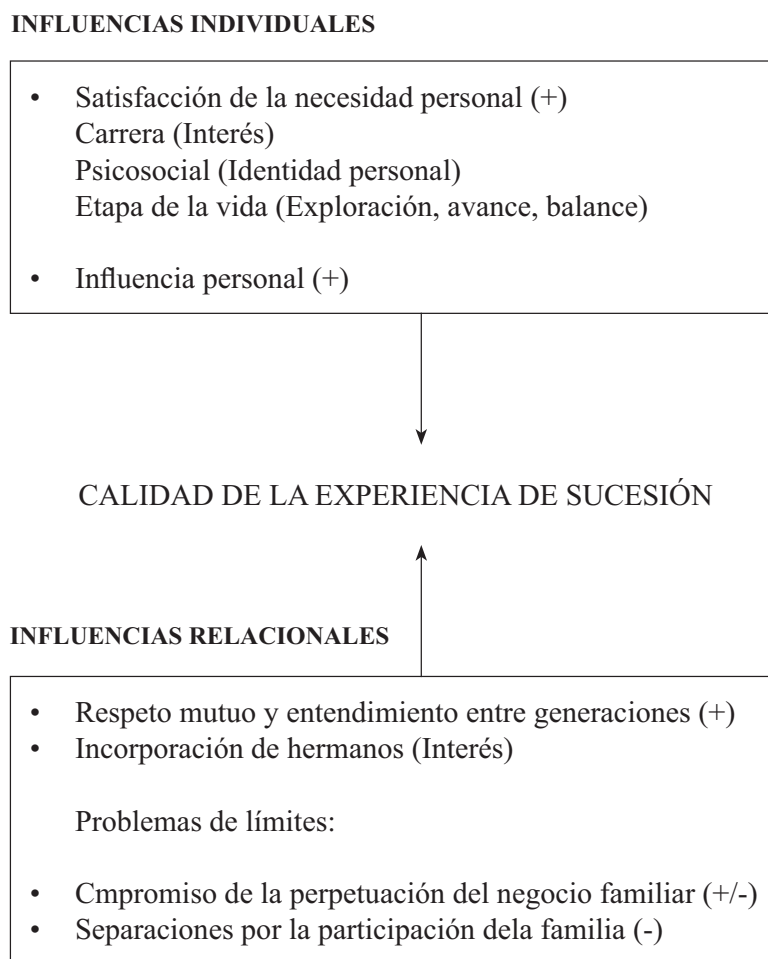
el momento idóneo tanto para la empresa como para el candidato sucesor para que tenga lugar dicha incorporación y la forma en que la misma afectará a la dinámica de la sociedad, en definitiva a su rentabilidad y desarrollo (Sharma *et al.*, 1997).

En un principio, los hijos o descendientes tienen en una empresa familiar una oportunidad para desarrollar una carrera profesional que puede ser más fructífera que la que pudiera iniciarse fuera de la misma. Como ventaja, se trata de incorporarse a una empresa ya sólida y en funcionamiento, donde pueden disfrutar de un estatus preferente, especialmente porque previsiblemente algún día llegarán a ser propietarios de, al menos, una parte de la misma. Sin embargo, junto a estas ventajas se presentan también una serie de desventajas, al sentirse presionados por el peso de la familia y la tradición o incluso pueden sentirse privados de otras oportunidades que les parecen mejores o de seguir otros intereses profesionales que perciban como más acordes con sus intereses (Barach y Ganitsy, 1995; Lansberg, 1999).

La relación personal y familiar existente entre predecesores y sucesores puede constituir una importante ventaja para este tipo de organizaciones, dada la mayor facilidad para transmitir el conocimiento tácito acumulado en la empresa desde el fundador al sucesor. Sin embargo, es preciso que el sucesor sea formado adecuadamente, así como que se le provea de un entorno adecuado para que la transferencia de conocimiento no se vea obstaculizada. Por ello, el fundador ha de tener la voluntad de enorgullecerse y apreciar los logros del sucesor y este último, tener la flexibilidad para explorar nuevos planteamientos y perspectivas (Cabrera *et al.*, 2000).

Basado en una investigación empírica sobre encuestas con 32 futuros sucesores, Handler (1990) propone el siguiente cuadro descriptivo:

Figura 2.4. Influencias en la sucesión en la empresa familiar



Fuente: Handler (1992)

El marco reflejado en la figura 2.4 se fundamenta en las siguientes observaciones:

- a) La mayor satisfacción de los miembros de la siguiente generación, de sus intereses profesionales y necesidades psicológicas en el contexto de la empresa familiar, implicará unas mayores posibilidades de que la experiencia de la sucesión sea positiva.
- b) La mayor capacidad que los miembros de la siguiente generación tengan para ejercer su influencia personal en la empresa familiar tendrá como consecuencia que los miembros de la misma consideren la experiencia sucesoria como positiva.

- c) El mayor grado de mutuo respeto y entendimiento que se produzca entre el predecesor y miembros de la siguiente generación facilitará que la experiencia sucesoria resulte positiva.
- d) El mayor índice de entendimiento y el menor grado de conflicto entre hermanos incrementa las posibilidades de que la sucesión sea positiva.
- e) El mayor compromiso de preservar la empresa familiar como un valor familiar incide en el resultado de una sucesión positiva, salvo que el compromiso se centre en los medios de la empresa más que en los fines de la misma.
- f) Las mayores tensiones de separación debido a la implicación de la familia disminuyen las posibilidades de que exista una sucesión positiva.

La elección del sucesor en las empresas familiares viene delimitada en la gran mayoría de los casos por los llamados «lazos de sangre», pues normalmente, la idea del fundador es que sean sus hijos quienes le sucedan. El dilema en este punto se plantea a la hora de decidir quién debe sucederle de entre sus hijos o descendientes. En un gran número de casos el sucesor es el primogénito en un proceso que algunos autores han identificado con el nombre de «monarquía hereditaria» (D'Arquer, 1992).

La cuestión de la elección del sucesor plantea, a su vez, dos dimensiones. En primer lugar, quién ha de designar al sucesor y en segundo lugar, quién ha de ser designado sucesor. En cuanto al primer punto, si bien es normalmente el fundador quien designa a su sucesor por cuanto es quien ostenta el poder y quien conoce mejor la empresa, en empresas de segunda o tercera generación o de grandes dimensiones se establecen mecanismos o protocolos para que la designación del sucesor o sucesores se lleve a cabo por el Consejo de Administración o incluso por consejeros externos a la empresa.

Como mantiene Leach (1999), aunque la elección del hijo primogénito elimina incertidumbres y la probabilidad de rivalidad entre los descendientes, tiene el claro inconveniente de que puede dar lugar al nombramiento de un líder que sea menos cualificado que otros aspirantes.

Ussmane (1996) y Cabrera (1998) afirman que resulta evidente que el criterio de la primogenitura ha sido, y es, un criterio cómodo que exime a los padres de la

responsabilidad de elegir al hijo más capacitado. No obstante, la elección del sucesor basada en el criterio de la primogenitura puede infrautilizar un recurso clave como pueden ser las habilidades y capacidades de otros sucesores, como por ejemplo las hijas del fundador (Barbeito *et al.*, 2004).

Respecto a la designación de hijas como sucesoras, son diversos los autores y los estudios que se han ocupado de esta cuestión, pues habitualmente el papel de sucesora ha quedado reducido a aquellos casos en los que toda la descendencia es femenina o bien porque son las primogénitas. Dumas (1989) llevó a cabo un estudio en empresas canadienses en el que analiza el papel de las hijas en el plano de la sucesión de la empresa familiar y se concluye que en la mayor parte de las empresas investigadas, las mujeres no habían sido tenidas en cuenta a la hora de pensar en un potencial sucesor, acuñando el término «sucesor invisible», pues solo habían sido incorporadas en aquellos casos en que por circunstancias sobrevenidas habían tenido que asumir ese papel. Este estudio también concluye que además del criterio de la sucesión en el heredero varón, el criterio mayoritario vigente sigue siendo el de la primogenitura.

La designación del sucesor se complica cuando además son varios los fundadores o varias las ramas familiares las que intervienen en el proceso sucesorio. El potencial de conflicto en estos casos de copropiedad es mucho mayor y obliga a adoptar criterios más sistemáticos y organizados para planificar la sucesión, incluso adoptando modelos de dirección compartida.

Los potenciales conflictos entre los candidatos a la sucesión o herederos pueden tratar de ser canalizados mediante la consideración de cada uno de los sucesores como individualidades, con sus propios intereses y capacidades, de forma que a través de este procedimiento de individualización, su rol o estereotipo preestablecido pasa a transformarse en un rol o papel concreto marcado por sus verdaderas cualidades y de esta forma también pueden arbitrarse mecanismos que a través del diálogo y el mutuo conocimiento permitan que los sentimientos de rivalidad o resentimiento se sustituyan por sentimientos de empatía y justicia (Friedman, 1991).

También se complica la cuestión en los casos de integración de parientes políticos como sucesores. Es cierto que la integración de parientes políticos comprometidos se ha visto como una posible fuente de fomento de liderazgo de la siguiente generación. Sin

embargo, la incidencia de divorcios y separaciones puede tener un fuerte impacto en la empresa familiar cuando no sea posible deslindar la situación personal y profesional (Kets de Vries, 1994).

Por último, existe una creciente línea teórica que propone que los directivos no familiares son mejores candidatos que los candidatos de la familia (Christensen, 1953; Ward, 1987). Las razones que pueden justificar que el relevo se produzca en un directivo profesional externo son diversas: no existir ningún miembro de la familia dispuesto a asumir dicho rol, no existir un sucesor idóneo, ser una fórmula para la superación de los conflictos internos que normalmente surgen en el proceso de sucesión y por último las necesidades de acometer cambios organizativos sustanciales para los que suelen estar más capacitados los directivos externos no vinculados por lazos emocionales ni comprometidos con el statu quo tradicionalmente predominante en la empresa familiar (Zúñiga-Vicente y Sacristán-Navarro, 2009).

Davies y Stern (1988) señala los diversos roles que un directivo no familiar puede jugar en el proceso de sucesión: aliado/socio, aliado/teniente, mentor, puente, evaluador, espectador, competidor y saboteador, por lo que la estrategia de sucesión ha de plantear mecanismos que motiven a estos directivos no familiares para que el progreso del sucesor no frustre sus expectativas (Barach y Ganitsky, 1995), y se articulen fórmulas de delegación de poder que permitan que intervengan en las dimensiones esenciales de la empresa (Gallo, 1991; Cabrera Suárez, 2011).

La elección del sucesor debe ser contemplada como una perspectiva más de la dirección y gestión de la empresa familiar, y por ello, el objetivo ha de ser elegir al «mejor» candidato. Lo que debe entenderse por «mejor» es una cuestión que ha de concretarse en cada supuesto concreto, pues si bien se han puesto de relieve características como una mayor sensibilización con las necesidades del fundador, paciencia y diplomacia, conocimiento de la cultura e implicaciones de la empresa, compromiso o alineación con los intereses de la empresa familiar (Lansberg, 199; Jonovic, 1999; Holland y Boulton, 1984), lo cierto es que dicha elección ha de venir marcada por los objetivos de la empresa familiar.

La elección del sucesor es un punto clave de influencia en la continuidad de una empresa y puede ser el factor detonante de la debacle financiera de la empresa y por tanto de su desaparición (Lam, 2009; Shafieyoon y Mansouri, 2014).

Los sucesores efectivos son aquellos que, además de ostentar el poder, son capaces a largo plazo de demostrar la habilidad de crear una tendencia de crecimiento y beneficios para la empresa, así como asegurar la supervivencia de la misma de forma que sea traspasada a sucesivas generaciones.

Si los objetivos de la empresa se concentran especialmente en el mantenimiento de la armonía y equilibrio familiar, el mejor candidato es aquel que por sus cualidades o habilidades tenga más garantías de asegurar dicha meta. Si los objetivos prioritarios de la empresa se centran en el crecimiento y rentabilidad de la empresa, la elección del candidato habrá de basarse en criterios diferentes y tener en cuenta las habilidades y capacidades para alcanzar dicho objetivo familiar.

La formación del potencial sucesor es uno de los hitos clave para lograr un relevo generacional exitoso. Como señalan algunos autores, Cabrera (2005), ha de proporcionarse al sucesor un entorno que le aliente a aprender de la experiencia y a aceptar sus errores, y donde pueda desarrollar la confianza en sí mismo y la autonomía directiva. Muchos autores han señalado la importancia de que el predecesor sea capaz de enseñar al sucesor, es decir, que actúe como maestro o mentor del mismo (Dyer, 1986; Danco, 1992; Goldberg, 1996). No obstante lo anterior, es generalmente aceptado que la formación académica de los sucesores ha de ser complementada con experiencia laboral fuera de la propia empresa.

La formación o entrenamiento del sucesor suele estar condicionada por el compromiso con la empresa y por la calidad de las relaciones entre predecesor y sucesor. La preparación o entrenamiento de la siguiente generación es una cuestión que ha sido objeto de reflexión por parte de la literatura en este campo. Así, algunos autores distinguen entre lo que se ha denominado «preparación remota», que se inicia desde la infancia hasta la etapa de educación superior o especializada en la que se produce una transmisión de valores y una visión positiva de la empresa y la etapa de «preparación próxima» que abarca desde la finalización de la educación superior hasta la incorporación en la empresa (Gallo, 1998).

En la formación del sucesor ha de distinguirse entre la adquisición de conocimiento sobre el negocio y la adquisición de capacidades de liderazgo, de forma que vaya adquiriendo el conocimiento explícito y tácito. El aprendizaje que ha de desarrollar el sucesor no solo ha de centrarse en las características de la empresa concreta y del sector en el que la misma opera sino que también debe adquirir habilidades directivas que le permitan influir en los demás.

De esta forma, el sucesor asimilará el llamado conocimiento explícito o codificado y además el tácito que se transmite a través del entendimiento compartido entre los individuos (Cabrera *et al.*, 2000).

Otros autores plantean que la preparación del sucesor ha de obedecer a una estrategia definida, articulada en torno a una serie de premisas: a) identificación de fortalezas y debilidades de los potenciales sucesores, b) identificación de las oportunidades y amenazas en la empresa familiar, c) definición de las necesidades de preparación y expectativas, d) desarrollo de programas para mejorar las habilidades directivas, e) revisión periódica del resultado de la preparación y f) aceptación y reconocimiento de mecanismos (Wang *et al.*, 2004). Leach (1999) marca unas pautas para una adecuada integración de los hijos en la empresa: definición de funciones, establecimiento de objetivos y valoración de resultados, y retribución económica acorde con sus funciones.

Cabrera Suárez y Martín (2007) llevaron a cabo un **estudio empírico** sobre 138 empresas familiares de Las Palmas, que habían experimentado o estaban experimentando un proceso sucesorio, y en el que se midieron determinadas variables tales como la elección del sucesor, la formación del sucesor, la calidad de la relación predecesor/sucesor, el compromiso del sucesor con la empresa y el contexto familiar.

Como conclusiones del estudio, desde el punto de vista de la elección del sucesor, existe acuerdo general de que dicho proceso se basa en la comunicación y consulta por parte del predecesor y la consideración, predisposición y existencia de acuerdo familiar sobre la persona elegida, si bien estas percepciones se registran de forma más intensa por los predecesores. La variable formación del sucesor muestra que existe una misma tendencia, entre predecesores y sucesores, a prestar la mayor importancia a aspectos relacionados con la experiencia de los mismos dentro de la misma empresa. En cuanto a la calidad de la relación predecesor/sucesor y el compromiso de estos con la empresa

familiar, el estudio pone de manifiesto que en el primer punto, las percepciones entre los actores del proceso no muestran diferencias significativas pese a que, a priori, podrían entenderse como relaciones conflictivas por dar lugar a confusión entre sentimientos personales y profesionales y lo mismo ocurre en lo que al compromiso del sucesor se refiere donde los resultados muestran que los sucesores tienen una percepción poco acentuada de presión familiar y su interés por incorporarse en la empresa tiene más relación con la dimensión afectiva del compromiso que con otro tipo de motivaciones (sentido del deber, lealtad o interés particular).

Por último, en cuanto al propio contexto familiar en el que se desarrolla el proceso sucesorio, y en particular en lo que se refiere a las dimensiones de cohesión, la calidad de la comunicación y el compromiso familiar con la empresa, se aprecian valoraciones muy altas tanto para predecesores como para sucesores.

En el proceso de formación del sucesor se ha destacado la figura del mentor como un elemento importante para que el sucesor obtenga credibilidad y legitimidad. Los líderes de las empresas familiares están cada vez más involucrados en el *mentoring* ya que se considera que dicha experiencia es fundamental para el sucesor, tanto desde el punto de vista personal como profesional, por cuanto el sucesor ha de adquirir tanto el conocimiento explícito como el tácito e incluso desarrollarlos para llevar a cabo en el futuro las funciones de dirección (Pérez Rodríguez, 2011).

La figura del mentor como instrumento indispensable, ya había sido puesta de manifiesto por algunos autores e incluso algunos autores diseñan un modelo de *consultant mentoring* que debe ser utilizado por todas las partes involucradas en el proceso de sucesión, de forma que se entienda como una relación entre padre e hijo, así como también una relación entre un miembro de la empresa familiar con un miembro externo a la misma (Boyd *et al.*, 1999; Sryme, 1999).

Handler (1989), a partir de un estudio empírico, formula una serie de principios que marcan la calidad de la sucesión desde el punto de vista de la siguiente generación, y que diferencia entre *factores individuales*: satisfacción de necesidades personales, desarrollo de una carrera, identidad personal, etapa de la vida, y *factores relacionales*: mutuo respeto y comprensión entre generaciones, armonía entre hermanos. Sin embargo, otros factores se consideran como coyunturales y pueden tener efecto positivo o

negativo en la sucesión, tales son el compromiso con la perpetuación de la familia o la tensión de la separación de la familia.

Con relación al proceso de sucesión en empresas familiares, destaca el trabajo llevado a cabo por Barbeito *et al.* (2004), que toma como base una serie de resultados obtenidos por tres tesis doctorales que tienen como objeto de estudio el proceso de sucesión de empresas gallegas, catalanas y portuguesas, y en el que parte de cuatro proposiciones:

1. La incorporación del sucesor ha tenido lugar por voluntad propia, a pesar de que se reconoce la existencia de presiones para seguir la tradición familiar.
2. La incorporación del sucesor a la empresa familiar se llevó a cabo en funciones directivas.
3. El nivel de formación del máximo responsable corresponde al de una persona con estudios universitarios medios o superiores.
4. A partir del momento en que el sucesor es nombrado futuro máximo responsable, el proceso de aprendizaje se realiza bajo la supervisión del predecesor.

Los resultados del estudio ponen de manifiesto que la primera hipótesis se cumple en las tres áreas geográficas, la segunda hipótesis se confirma para las empresas portuguesas y catalanas analizadas pero no para las gallegas. Las hipótesis tercera y cuarta también se cumplen para las empresas gallegas, portuguesas y catalanas. La conclusión de este trabajo es que pese a los aspectos característicos que pueden presentar algunas empresas familiares, que reflejan la idiosincrasia del país en el que se localizan, las similitudes en los procesos de sucesión son indudables, lo que permite configurar la sucesión de la empresa familiar como un proceso universal común independientemente de su localización geográfica.

Muchos de los autores consideran que la planificación de la sucesión es la llave del éxito de la sucesión y que si el proceso de sucesión se alinea con los valores de la familia concreta, es más probable que la misma sea exitosa (Santiago, 2000; Haag, 2006).

El término de planificación de la sucesión generalmente hace referencia al desarrollo de una estrategia definida que establezca prescripciones de cómo el relevo generacional ha

de llevarse a cabo. En concreto, Wang (2002) señala que han de ser cinco las cuestiones que se planteen al respecto: ¿qué razones impulsan a la familia a perpetuar el negocio?, ¿quién debe participar en el periodo de preparación en la transición y cómo debe llevarse a cabo?, ¿cómo se resolverán los conflictos por parte de la familia y de la empresa?, ¿cómo se planteará el otorgamiento de testamentos, la formación de Consejos de Administración y los roles de los potenciales consultores familiares?, ¿cómo se ve la familia a sí misma y a la empresa en el futuro?

La planificación de la sucesión bajo estas premisas evitará que se perjudique el potencial estratégico y el compromiso de los miembros de la familia como parte del proceso y permitirá que se pueda diseñar un fiel retrato de la empresa a los sucesores de forma que se vea claramente la dirección a la que se dirige la empresa y permita una mínima certeza de que el negocio tiene recursos para mantenerse sólido en el futuro.

El proceso sucesorio, es uno de los hitos para la continuidad y supervivencia de la empresa. Sin embargo, raras veces este proceso se produce de forma espontánea y sin conflictos o incidencias que resolver ya que, generalmente intervienen en el mismo cuestiones de índole psicológica, moral y tensiones y disputas familiares que es preciso resolver. Como señala Davies (1983), el concepto de «sucesión fluida» encierra una contradicción en sí mismo.

La importancia de la planificación en el proceso sucesorio ha sido puesta de relieve por multitud de estudios en este campo, destacando el estudio empírico llevado a cabo por Ward (1987) en el que, tras el análisis de 500 empresas familiares desde el año 1955, concluye que solo 188 habían mantenido el carácter de empresa familiar y más del 60 % habían sido vendidas, adquiridas o presentaban un descenso radical en sus resultados en los últimos 30 años. Las razones de este hecho son de diversa índole pero la causa de más peso es la incapacidad de plantear un plan estratégico para la continuidad y futuro de la empresa.

En una dirección similar, otros autores ponen el acento en la falta de un plan de sucesión como razón del fracaso de la empresa familiar, pues se trata de una cuestión que plantea posiciones encontradas dentro del propio entorno familiar. Por una parte, el temor del fundador a la pérdida del control y de su situación preeminente dentro de la empresa, y por otra parte la resistencia de los miembros de la familia a afrontar dicha

planificación por temor a la pérdida de identidad, de privacidad y lo que es más importante, de la armonía o equilibrio familiar dificultan que se lleve a cabo la tan recomendable preparación de un plan sucesorio (Lansberg, 1988; Wang, 2002).

Por ello, se ha puesto de relieve la importancia de la planificación de la sucesión, pues entre la literatura sobre la sucesión en la empresa familiar, hay una aceptación general de la idea de que la planificación es un factor condicionante del éxito de la misma (Handler, 1992; Kets de Vries, 1993; Ibrahim, 2009).

En concreto, Handler (1989) menciona la falta de un plan de sucesión como una de las mayores causas de mortalidad de la empresa familiar, a la vez que pone de manifiesto que en la mayor parte de las empresas familiares no se realiza un plan de sucesión organizado.

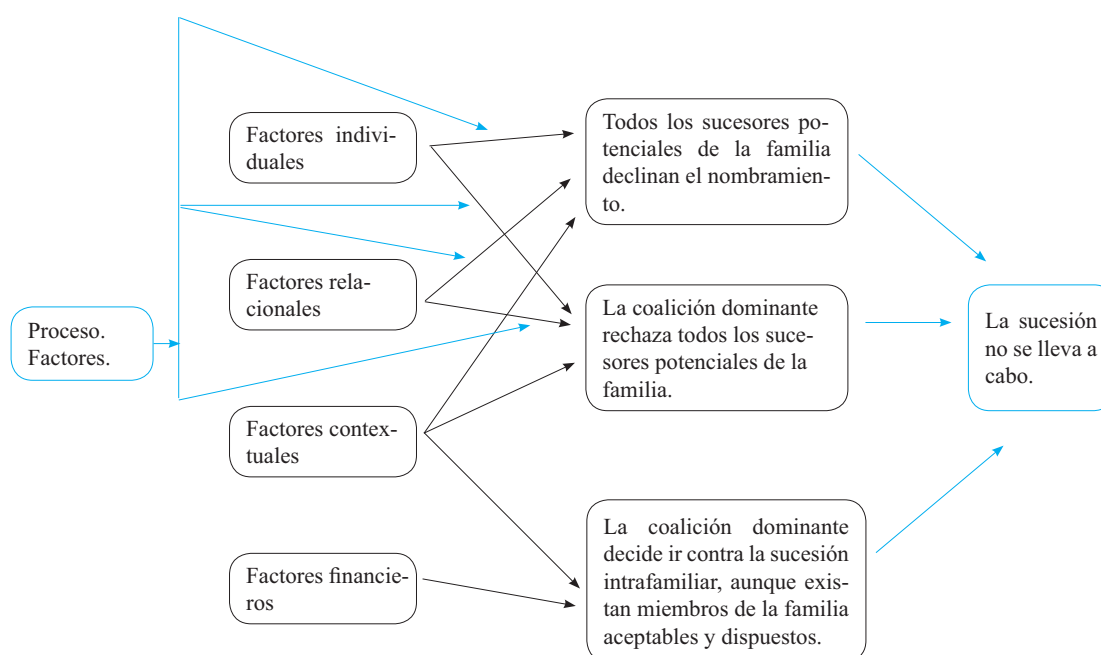
Sin embargo, otros autores, Astrachan y Kolenko (1994), tras un estudio empírico de 600 empresas norteamericanas, llegan a la conclusión de que, mientras la existencia de un Consejo de Administración, una planificación estratégica y frecuentes reuniones familiares son factores que influyen en la longevidad de la empresa familiar multigeneracional, la misma afirmación no ha sido evidenciada respecto a la planificación de la sucesión, sin que pueda constatarse que la planificación de la sucesión tiene influencia en la longevidad de la empresa.

En la práctica es frecuente que en las empresas familiares no se lleve a cabo un proceso de planificación de la sucesión y son diversas las razones que motivan su ausencia. Por una parte, las mencionadas posturas encontradas entre los diversos actores de la sucesión que temen ver perjudicado su rol o situación en la empresa familiar o se resisten a llevarla a cabo por miedo a los conflictos y problemas que pueden derivarse de su planteamiento.

Lansberg (1988) defiende que gran parte de las empresas familiares no planifican la sucesión ya que los miembros llamados a intervenir o a sufrir las consecuencias de la misma tienen sentimientos ambivalentes ante este hecho y generalmente no la afrontan hasta el fallecimiento del fundador, que es un momento tardío en muchas de las ocasiones, y además, el proceso se lleva a cabo en una situación de alta tensión y sin la perspectiva y ponderación que exige esta transición.

De Massis *et al.* (2008) llevan a cabo una sistematización de los diversos factores que evitan la planificación de la sucesión en la empresa familiar, y distinguen entre factores individuales, factores relacionales, factores financieros, factores de contexto y factores de proceso, para incluir dentro de los mismos una serie de subfactores o causas, etc. La figura 2.5 recoge la referida clasificación.

Figura 2.5. Factores que evitan la planificación de la sucesión



Fuente: De Masis *et al.* (2008)

Los autores concluyen que son factores de muy diversa índole los que influyen en el fracaso de la sucesión de la empresa familiar, incluso existiendo la intención y potenciales sucesores disponibles, e indican que es preciso tener en cuenta que las decisiones en las empresas familiares no siempre se toman bajo premisas puramente racionales ya que intervienen consideraciones psicológicas y emocionales, además de ser necesario tener en cuenta las peculiaridades y valores propios de cada empresa familiar.

Esuh Ossai-Igwe Lucky *et al.* (2011) formularon un modelo conceptual de cómo a través de un verdadero proceso sucesorio puede asegurarse la continuidad de la empresa

familiar. El marco teórico del que parten es que el fundador, el sucesor y el entorno, conjuntamente influirán en la sucesión y de cómo un proceso sucesorio real puede garantizar la continuidad de la empresa. De esta forma, la adecuada conjunción de estos elementos facilitará una sucesión eficaz e incrementará las posibilidades de supervivencia de la empresa de una generación a otra.

Otros autores, Lussier y Sonfield (2012), han realizado estudios comparativos de los diferentes niveles de planificación de la sucesión en siete países con características históricas, económicas y culturales muy diversas, abriendo un campo de estudio que hasta ese momento no se había seguido. El estudio llega a una serie de conclusiones, pero su mayor virtualidad la consigue al abrir una línea de estudio basada en un análisis comparativo que, en futuras investigaciones, podrá identificar los factores comunes y los diferenciadores atribuyendo a cada uno de ellos un valor significativo.

Otras líneas teóricas se centran en el estudio de la efectividad y éxito de los procesos de sucesión. En este sentido, consideran que el éxito en dicho proceso ha de contemplarse desde una doble perspectiva. Por un lado, la satisfacción de los miembros de la familia en cómo se desarrolla dicho proceso, y por otro lado, la efectividad, en el sentido de cómo afecta al resultado económico de la empresa el proceso de sucesión. Así, mientras el primer parámetro tiene un carácter subjetivo, el segundo parámetro tiene un carácter objetivo.

La relación entre ambas dimensiones tiene multitud de implicaciones por cuanto la falta de satisfacción en el proceso de sucesión puede derivar en conflictos que acaben convirtiendo la sucesión en ineficaz y si la sucesión no es efectiva desde del punto de vista económico existen probabilidades de que todo el proceso quede frustrado por dicha razón. En consecuencia, esta necesidad de complementar ambas variables apunta a que la relación entre ambas tiene naturaleza intertemporal, de forma que la existencia de satisfacción inicial precederá a la efectividad pues dicha percepción tendrá lugar antes de que pueda comprobarse dicha efectividad.

La cuestión será, por tanto, construir un modelo que contenga los factores que influyen en ambas dimensiones del proceso de sucesión (satisfacción y efectividad) y que con las aportaciones de diferentes autores (Barry, 1975; Davis, 1982; Babicky, 1987; Handler, 1992) podrían definirse como: la existencia de un líder que ha de ceder el poder, un

sucesor que asume el mismo, un proceso en el que se desarrolla dicho traspaso de poder, la existencia de un acuerdo entre los miembros de la familia para continuar con la empresa y por último la aceptación por cada uno de los actores de la sucesión del papel que han de desempeñar.

Morris *et al.* (1997) afirman que las transiciones en las empresas familiares se llevan a cabo de forma más eficaz cuando los sucesores cuentan con una mejor preparación, cuando las relaciones entre los miembros de la familia son más fluidas y cuando la empresa se involucra en una mayor planificación del traspaso de la riqueza o patrimonio de la misma y propone de forma gráfica un modelo conceptual en el que incluye las referidas variables.

En definitiva, cualquiera que sea el modelo de planificación de la sucesión por el que se opte, parece haber coincidencia en el hecho de que ha de tener en cuenta las evoluciones de las relaciones de los intervinientes, sin olvidar que la generación joven ha de tener la oportunidad de negociar su propio rol y forma de actuar en la empresa y todos ellos han de mantener la comunicación intergeneracional ya que, de lo contrario, se puede perder el enorme potencial que puede ofrecer la generación futura. La planificación, por tanto, ha de estar formulada de acuerdo con una serie de principios: comunicación, claridad, consistencia, flexibilidad y compromiso de forma que cada uno de los intervinientes en el proceso sucesorio tenga voz propia y su postura sea reconocida y valorada para que el diálogo que se establezca permita afrontar y solucionar los conflictos y se alcance un acuerdo que fortalezca la «alianza» entre la familia y la empresa de modo que el compromiso y vocación de continuidad sean traspasados de generación en generación y por ello, sean factores que contribuyan a favorecer el relevo generacional y por tanto, a la supervivencia de las empresas familiares.

CAPÍTULO 3. FUNDAMENTACIÓN TEÓRICA

1. INTRODUCCIÓN

La singularidad de las empresas familiares, además de condicionar sus opciones estratégicas, sus órganos de gobierno y su sucesión, también afecta a sus decisiones económicas constituyéndose en un factor más de dicha continuidad ya que las opciones de financiación, inversión, reparto de dividendos, preferencias de medios de financiación y crecimiento vendrán influidas por el deseo de mantener el control de la sociedad, la etapa o momento del ciclo evolutivo de la empresa, así como su característica orientación a largo plazo (Menéndez, 2011).

Si en los capítulos anteriores se ha diseccionado el concepto de empresa familiar y las aproximaciones teóricas al mismo así como los diversos factores que, de acuerdo con el modelo de los cinco círculos de Amat (2000), integran las diferentes áreas que lo componen y se consideran elementos de influencia en la continuidad de la misma, en este capítulo se pretende analizar la forma en que la empresa familiar logra sus objetivos a través de su rendimiento económico y cómo esta cuestión afecta a su continuidad o por el contrario, la conduce al fracaso. El interrogante del que parte este capítulo es de qué manera y cuáles son los factores que, desde un punto de vista económico financiero, influyen en que la empresa familiar perviva en el tiempo en consonancia con su meta de ser legada a sucesivas generaciones, pues si bien es cierto que la empresa familiar se caracteriza por promover unos objetivos no exclusivamente económicos, lo que se traducirá en que sus criterios de decisión financiera no sean exclusivamente económicos (Taugiri y Davis, 1996; Romano *et al.*, 2001), es también cierto que la empresa familiar no puede pervivir sin éxito financiero. La continuidad de la empresa familiar a través de su rendimiento económico es una cuestión de combinar todos los objetivos que la integran a fin de que sobreviva manteniendo tal carácter, y por ello, tras la revisión del marco teórico que sirve de escenario a las anteriores cuestiones, se plantearán las hipótesis de trabajo que serán objeto del estudio empírico desarrollado en el siguiente capítulo.

En el primer apartado se exponen los rasgos básicos definitorios de la empresa familiar desde un punto de vista económico financiero y cómo se desenvuelven en el entorno dinámico en el que las empresas compiten para asegurar su supervivencia de forma que

se hace necesario que la empresa familiar encuentre los mecanismos que potencien sus puntos fuertes y aminoren sus debilidades. Las decisiones de inversión y financiación, su rentabilidad y nivel de liquidez influyen en dichas fortalezas y puntos débiles e indirectamente sobre las posibilidades de supervivencia de estas empresas. Los referidos factores, que han sido integrados en el término «indicador financiero de perdurabilidad» (Trujillo *et al.*, 2007), son objeto de estudio en los sucesivos apartados.

El siguiente apartado se dedica a analizar la estructura financiera de la empresa familiar como factor que afecta a la supervivencia de la misma, por cuanto la forma en la que se adopten las decisiones de asignación de recursos para financiar y contribuir al desarrollo de las actividades económicas de la empresa afectarán a su valor de mercado, rentabilidad económica y consecuentemente a la continuidad de la empresa en el tiempo. A tal efecto, tras desarrollar un marco teórico general definatorio del concepto de estructura de capital, se lleva a cabo una revisión de las diferentes teorías sobre la estructura de capital de las empresas: teoría clásica, teoría de Modigliani y Miller, teoría del equilibrio estático o *trade-off*, teoría de la jerarquía de preferencias o *pecking order* para, por último incluir las implicaciones que la teoría general de la agencia tiene en la determinación de la estructura de capital de las empresas, con especial mención a las implicaciones y particularidades que las diferentes teorías sobre estructura de capital de las empresas presentan en el campo de la empresa familiar.

A continuación se lleva a cabo una revisión de los diferentes estudios desarrollados en torno a la relación de la propiedad familiar en la estructura de capital de la empresa así como se analiza la influencia que dicha estructura tiene en la continuidad o fracaso de la misma.

Los dos últimos apartados siguen una estructura similar al expuesto, relacionando la rentabilidad y liquidez con la propiedad familiar, así como la influencia que dichos factores presentan respecto a la supervivencia o muerte de las empresas familiares.

2. LAS CARACTERÍSTICAS ECONÓMICO-FINANCIERAS DE LA EMPRESA FAMILIAR COMO FACTOR DE INFLUENCIA EN LA CONTINUIDAD DE LA MISMA

La empresa familiar tiene especial interés en su supervivencia y generalmente adopta horizontes de inversión a largo plazo (James, 1999). La presencia continua de los

propietarios familiares en la misma, unida a dicha visión de futuro, hace probable por una parte, que se reduzcan los problemas de miopía directiva, y por otra, que su deseo de legar la empresa a futuras generaciones pudiera reducir los costes de agencia (Anderson *et al.*, 2003). Como indican Pindado *et al.* (2011), las anteriores circunstancias unidas a la presencia de la familia en la empresa podrían tener relación con una mayor calidad en el resultado contable (Wang, 2006). Sin embargo, y pese a que estas características deberían estar asociadas a una mayor continuidad y supervivencia, lo cierto es que las empresas familiares presentan unas muy altas tasas de mortandad, como lo revelan determinados estudios llevados a cabo tanto en Estados Unidos como en Europa que ponen en evidencia que solo sobrevive el 33 % de las empresas de primera generación y el 50 % cuando se trata de segunda o posteriores generaciones (Ward, 2001). Resultados análogos alcanzaron Daily y Dolinger (1992) quienes pusieron de manifiesto dicho dato, justificándolo en la dificultad de sobrevivir a la sucesión del fundador. Conclusiones diferentes alcanzan otros estudios (Stoy Hayward, 1992; Monreal *et al.*, 2002; Duréndez y García, 2005).

La continuidad de la empresa depende de numerosos factores de influencia como se ha analizado en el capítulo anterior y la literatura sobre empresa familiar se ha ocupado de la comprensión de los modos en los que las empresas familiares se diferencian de las no familiares en su composición organizacional y en sus capacidades de rendimiento, poniendo de relieve las características duales de la empresa familiar como fuente de beneficios y también de desventajas. Una primera visión positiva de estas empresas las ha considerado como generadoras de ventajas competitivas en el mercado y como un modelo para el éxito empresarial futuro (Aronoff y Ward, 1995; Habbershon y Williams, 1999). Sin embargo, existe un consenso general sobre la necesidad de que se incrementen los estudios empíricos que comparen la empresa familiar y la no familiar en la medición de los rasgos económicos y financieros diferenciales (Westhead y Cowling, 1997; Dyer, 2003).

La complejidad de la relación sistémica de la empresa y la familia hace difícil conectarla con criterios de rendimiento tradicionales. La literatura sobre empresa familiar todavía no ha profundizado lo suficiente en el estudio de la influencia que la familia pueda tener en el rendimiento económico de las empresas familiares, o bien se han empleado indicadores que no contemplan las peculiaridades derivadas del carácter familiar de la empresa (Rutheford *et al.*, 2008), ya que junto a elementos de medida

tales como el endeudamiento, la rentabilidad, la productividad o el crecimiento, existen otros de tipo socioemocional, pues en la empresa familiar, además del éxito competitivo, debe tenerse en cuenta el éxito familiar o resultado familiar (Basco, 2006), lo que no impide afirmar que las variables económico-financieras son un indicador apropiado para el rendimiento de las empresas familiares (Núñez-Cacho *et al.*, 2012). En todo caso, y como señalan Gómez-Mejía *et al.* (2011), el análisis de la relación existente entre la propiedad familiar y la creación de valor se ha definido como la «búsqueda del Santo Grial» en el campo de la empresa familiar.

La literatura sobre el éxito y resultado económico de la empresa familiar se ha centrado básicamente en las cuestiones relativas a la empresa, siendo frecuente la tendencia a separar las funciones y valores de la familia de las funciones y valores de la empresa (Whiteside y Brown, 1991) e incluso a enfrentar ambos sistemas de forma que la familia se considera un impedimento para el buen funcionamiento del negocio (Benson *et al.*, 1990; Merkel y Carpenter, 1987), llegando a denominarse a la empresa como el «escenario racional» y a la familia como el «escenario emocional» (Olson *et al.*, 2003). Desde otra perspectiva, se considera que la empresa y la familia han de ser contempladas como dos instituciones separadas e independientes (Ibrahim y Ellis, 1994), en el sentido de que la empresa tiene como objetivo la generación de beneficio, mientras que los fines de la familia tienen fundamentalmente una motivación emocional y social.

Frente a los anteriores planteamientos, se han propuesto diferentes modelos de sostenibilidad de la empresa familiar, destacando el propuesto por Stafford *et al.* (1999), *Sustainable Family Business Model*, que plantea que la sostenibilidad o supervivencia de la empresa familiar depende del cumplimiento tanto de los objetivos familiares como de los específicos de la empresa y de las interrelaciones entre los mismos. Este modelo tiene por objetivo identificar los recursos, limitaciones, procesos y transacciones que permiten lograr la sostenibilidad de la empresa familiar. Estos autores parten de la consideración de que tanto la familia como la empresa aportan recursos y relaciones personales, pues las familias, como sistemas sociales, también tienen objetivos y racionalidad, y siguiendo los postulados de Becker (1965), las familias para sobrevivir han de ser eficientes en el logro de la satisfacción personal de las necesidades de sus miembros, y al mismo tiempo han de ser eficientes en la consecución de beneficios económicos. La interacción de ambos sistemas implica la reacción o respuesta ante las

disfuncionalidades que pueden producirse. De esta forma, la sostenibilidad o continuidad de la empresa será una consecuencia de la confluencia del éxito de la familia, del éxito de la empresa y de que tengan lugar las reacciones adecuadas de ambos sistemas a los conflictos o perturbaciones que les afecten y que pueden proceder tanto de factores internos como externos.

La medición del éxito en este modelo se lleva a cabo mediante indicadores tanto objetivos como subjetivos. Las medidas de rendimiento económico y financiero son los índices objetivos más empleados pero también han de tenerse en cuenta otras medidas subjetivas como pueden ser las motivaciones personales, la consecución de retos y objetivos e incluso la propia percepción del éxito como tal. En este sentido, una adecuada comprensión de cómo los propietarios perciben el propio éxito de su empresa facilitará un mejor entendimiento de su forma de tomar decisiones: elección de la forma de invertir sus recursos económicos y personales, relaciones con clientes y empleados, etc. Lo relevante es que este modelo difiere de los existentes en que sitúa a la familia en un nivel análogo con el de la empresa, con la intención de obtener un resultado de permanencia o de éxito.

Dreux (1990) mantiene que las empresas familiares presentan una serie de características financieras y operacionales que las hacen diferentes al resto de las empresas. En general, las empresas familiares tienden a estar sobrecapitalizadas, a tener bajos ratios de endeudamiento y una liquidez sustancial, además de a registrar mayores índices de rentabilidad económica y márgenes operacionales, lo que en un principio debería darles una mayor ventaja de cara a su financiación.

Sin embargo, a pesar de ello, las empresas familiares, en ocasiones, tienen un menor crecimiento por cuanto para su propietario, el incremento de la utilidad del *additional dollar* puede ser negativo si ello puede implicar un coste personal o psicológico para el círculo familiar o si ello supone ceder parte del control o delegar algunas parcelas de poder por parte del propietario.

Por otra parte, la empresa familiar presenta una serie de ventajas operacionales como son la no sujeción al control de accionistas externos, lo que les permite realizar inversiones a largo plazo incluso si ello supone una desventaja económica a corto plazo, y la falta de rigidez burocrática en su toma de decisiones, lo que les permite una mayor

flexibilidad en las mismas y por tanto responder de forma más inmediata a las necesidades del mercado.

El rendimiento económico a largo plazo se considera un factor determinante para la estabilidad de la empresa y como señala Pollak (1985), la estabilidad de la familia es una fuente de fortaleza para la empresa, mientras que la inestabilidad de la misma es una fuente de debilidad y conflictos. No obstante, en ocasiones, las empresas familiares ponen un mayor énfasis en la supervivencia de la empresa que en su rendimiento económico, especialmente en las primeras etapas de vida (Gómez-Mejía *et al.*, 2011). Esta situación puede llegar incluso a la «canibalización» de los beneficios, pues se produce una priorización de los beneficios personales de los fundadores. Una de las razones por las que las empresas familiares focalizan su atención en la supervivencia es su deseo de legar la empresa a futuras generaciones (Chami, 1999), pero también influye el hecho de que los costes de quiebra son mayores para este tipo de empresas, lo que les conduce a generar el llamado *survivability capital*, que incluye también el conocimiento tácito que favorece la continuidad (Sirmon y Hitt, 2003).

Estas características implican que la empresa se considere más un activo para ser heredado que un mecanismo generador de *cash flow* y además incide en que sus políticas sean menos agresivas en cuanto a crecimiento y asunción de deuda (McCounaughy, 1999).

El deseo de mantener el control de la empresa en manos de la familia es una característica propia de las empresas familiares, y su pérdida supondría una gran merma en la concepción misma de utilidad, de forma que el mantenimiento del control familiar se convierte en un fin en sí mismo. A su vez, esta circunstancia conlleva una serie de restricciones en las opciones de la empresa a nivel operacional, como por ejemplo, el hecho de que el total del capital invertido no pueda ir más allá de la riqueza de la familia. Esta restricción singular, en determinadas circunstancias y en mercados muy competitivos, le impediría sobrevivir, salvo que la propiedad familiar ofrezca otras ventajas que compensen las anteriores limitaciones (Galve y Salas, 2005). Dichas ventajas no pueden solo consistir en las que se derivan de la concentración de la propiedad, tales como menores costes de agencia, sino que deben proceder de la llevanza de un mejor gobierno y dirección de la empresa, de un mayor compromiso con el proyecto empresarial, de la reputación misma de la familia (Lyman, 1991), y de la

orientación a largo plazo que implica un traspaso a sucesivas generaciones (Hay y Morris, 1984; James, 1999).

Desde otro punto de vista, se mantiene que la aversión al riesgo de las empresas familiares y su interés en mantener la llamada riqueza socioemocional de la empresa, les puede conducir a la toma de decisiones que limiten su desarrollo o reduzcan su resultado económico. Gómez-Mejía *et al.* (2007) afirman que este comportamiento de las empresas familiares permite diferenciar dos tipos de riesgos que se producen en las mismas. El primero de dichos riesgos al que denominan *performance hazard*, está asociado a las consecuencias negativas que puede implicar una decisión, y que en este caso se trata, o bien de la probabilidad de fracaso de la empresa, o amenaza grave de su continuidad, o bien de la posibilidad de un menor rendimiento económico de la propia empresa en comparación con su anterior rendimiento o con el rendimiento de empresas similares del mismo sector. El segundo riesgo, al que denominan *venturing risk*, implica la búsqueda por parte de la empresa de nuevas alternativas y oportunidades, cuando la empresa no está satisfecha con su situación, especialmente cuando su rendimiento económico está por debajo de los parámetros antes mencionados. Mientras que el primer riesgo se focaliza en la probabilidad de que acaezcan sucesos negativos, el segundo se centra en la búsqueda de salidas para mejorar su situación. Estos autores mantienen que las empresas familiares tienden a evitar los *venturing risks* y suelen incurrir más en los *performance hazards*, por temor al fracaso o quiebra de la empresa y por su intención de mantener dicha riqueza socioemocional.

Desde otra perspectiva, hay una línea teórica que subraya la relación que existe entre las normas culturales y el desempeño financiero de las empresas familiares. Este planteamiento sostiene que los valores culturales que caracterizan a las empresas familiares pueden llevar al fundador a renunciar a retornos financieros, a cambio de mantener y respetar las normas culturales predeterminadas en las que se integran dichos valores (Bertrand *et al.*, 2008; González *et al.*, 2011).

Westhead y Cowling (1996), al estudiar los contrastes entre el resultado económico de empresas familiares y no familiares en el Reino Unido, señalan que las empresas familiares han de compatibilizar los objetivos económicos y familiares de las mismas, pero muestran una tendencia general por hacer prevalecer la independencia financiera de la familia y de la empresa, así como una propensión a mantener los beneficios obtenidos

en esta última, lo que concuerda con su deseo de permanencia de la propiedad de la empresa en manos de la familia y no venderla ni permitir el acceso a terceros accionistas, de forma que la continuidad es tan importante para ellos como la expansión o crecimiento (Binder, 1994). En el mismo sentido, Stoy Hayward (1992) afirma que las empresas familiares sacrifican los beneficios a corto plazo a favor de la rentabilidad a largo plazo y la supervivencia de la empresa.

Las empresas familiares se caracterizan por lo que se ha venido definiendo como una «lógica financiera propia», por cuanto su principal objetivo no es solo incrementar el valor de la empresa sino preservar una tradición, ofreciendo oportunidades de trabajo a los miembros de la familia y manteniendo el **control** de la misma durante varias generaciones. Por ello y como señalan Gallo *et al.* (2000) en un estudio llevado a cabo respecto a empresas familiares españolas, el hecho de que no se hallen evidencias significativas de la influencia de algunas variables en la estructura de capital de estas empresas (sector industrial, ingresos, crecimiento y previsiones de inversión), prueba que muchas de las empresas familiares toman decisiones financieras de acuerdo con las características personales y dictados de los fundadores de la empresa. No obstante, otras empresas familiares se apartan de la denominada peculiar lógica financiera propia de este tipo de empresas, y mantienen patrones de comportamiento financiero análogos a los de las empresas no familiares.

En el ámbito de las empresas familiares francesas, Maherault (1998) puso de manifiesto la existencia de esta «lógica financiera propia», por cuanto en su comportamiento financiero se observa una tendencia por parte de estas empresas a priorizar el mantenimiento del control frente a la opción de un mayor crecimiento empresarial. Por su parte, Poutziouris (2001), en sus estudios acerca de empresas inglesas, revelan que mientras las empresas no familiares orientan sus decisiones financieras a las tendencias del mercado y a un mayor crecimiento, las empresas familiares mantienen una lucha entre el deseo de aumentar los beneficios y su objetivo de mantener el control de la sociedad.

En todo caso, el encontrar un *concepto de éxito* en la empresa familiar es una cuestión fundamental (Hienerth y Kessler, 2006), ya que la mayoría de las definiciones que se han empleado tienen un sentido ambiguo, dado que incluyen en el concepto los

objetivos financieros y no financieros que cada empresa tiene fijados (Olson *et al.*, 2003; Stafford *et al.*, 1999).

Smyrnios y Romano (1994), en un estudio llevado a cabo sobre empresas familiares, pusieron de manifiesto que los objetivos de las mismas eran incrementar el valor del negocio, aumentar la rentabilidad, acumular riqueza para la familia, facilitar la formación y empleo a los miembros de la familia y traspasar el negocio a las futuras generaciones.

Walker y Brown (2004), al analizar los factores que contribuyen al éxito de las pequeñas empresas, observan que aunque los criterios financieros son generalmente considerados los más adecuados para medir el éxito empresarial, existen otras medidas (estilo de vida flexible, orgullo por el trabajo y logro de metas personales) que se manifiestan como más relevantes que la creación de riqueza o los indicadores financieros.

El estudio llevado a cabo por Wallace (2010) sobre los determinantes que influyen en el éxito de las empresas familiares y su rentabilidad, en empresas de Estados Unidos, emplea como elementos de medida de la definición del éxito de la empresa familiar un criterio objetivo como es la rentabilidad de la empresa, y un criterio subjetivo como es la percepción del propietario/directivo del éxito de su empresa. El resultado del mismo concluye que las empresas familiares son un campo único y dinámico de estudio y sus resultados muestran como el género del dueño del negocio influye en la rentabilidad del mismo, confirmando el resultado de investigaciones anteriores (Bird *et al.*, 2002). De igual modo, los problemas asociados al negocio, como la falta de crecimiento del mismo, no solo se asocian con una menor percepción del éxito de la empresa sino también con una menor rentabilidad de la misma.

La longevidad de las empresas familiares y las razones que determinan su continuidad como entidades viables es una cuestión que no es pacífica y no ha recibido toda la atención que merece desde una perspectiva económica o financiera. Existe un consenso generalizado en la idea de que las empresas familiares registran una mayor aversión al riesgo, pero no se ha estudiado en profundidad cómo dichas empresas se enfrentan a las decisiones de riesgo y cuáles son las consecuencias que las mismas tienen en la continuidad de la empresa.

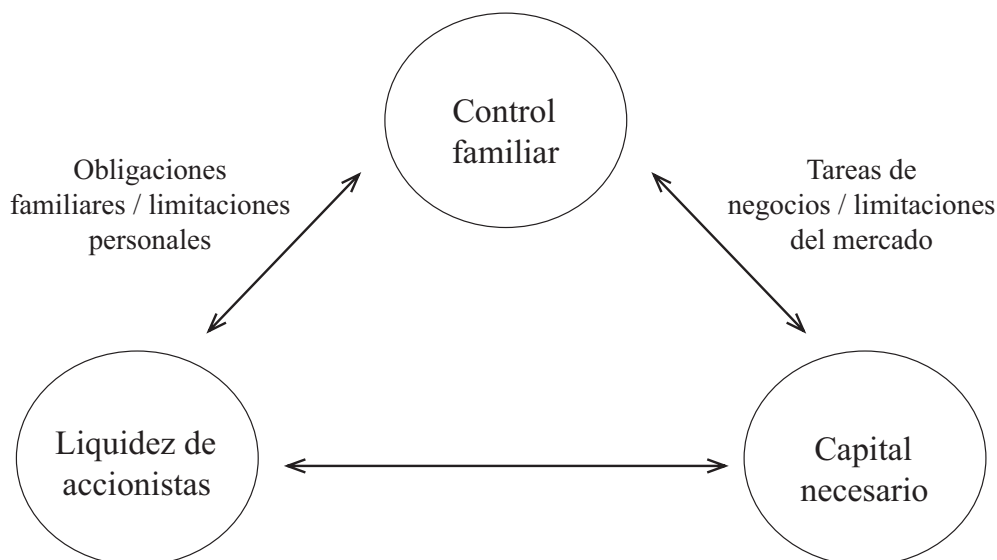
En definitiva, la empresa y la familia son dos sistemas que compiten en el seno de la empresa familiar, y la competencia incluye la asignación de los recursos financieros entre los miembros de la familia y el negocio. Esta competencia, en determinadas ocasiones, genera una serie de tensiones o conflictos que llevan a la toma de decisiones que son válidas para el corto plazo pero que perjudican la supervivencia de la familia en el largo plazo (Kaye, 1999). En especial, los problemas financieros pueden llevar aparejados comportamientos menos constructivos que acabarán afectando a la dinámica de resolución de conflictos en el seno de la empresa familiar y que, en consecuencia, podrán acabar afectando asimismo a la propia supervivencia o continuidad de la empresa familiar (Danes *et al.*, 1999).

Como señalan Meyer y Zucker (1990), muchas de las empresas familiares parecen vivir en una situación de *permanent failure*, que se caracteriza por un menor rendimiento económico, el cual se observa de forma persistente en el tiempo. La razón por la que estas empresas pueden permanecer en dicha situación sin desaparecer se halla en el anteriormente citado *survivability capital* o capital paciente, al que otras empresas no tienen acceso y que consiste en la ayuda financiera que pueden recibir de los propios accionistas familiares o de otros miembros de la familia, en la posibilidad de que los miembros familiares trabajando en la empresa rebajen sus salarios, etc.

En conclusión, disparidad de intereses, de tipo económico y no económico, a menudo resultan ser una fuente de conflictos que afectan tanto a las relaciones familiares como a la dinámica del negocio (Ward, 1987). De este modo, y como propone desde diferentes ámbitos de la teoría y de la práctica empresarial es preciso lograr un equilibrio en este campo. Desde la perspectiva de la consultoría destaca la propuesta de Smith Barney (1989), la solución a este conflicto ha de lograrse por el método de separar los objetivos de la empresa y los objetivos de la familia, mediante el denominado *The Family Business Triangle*. (Figura 3.1).

Figura 3.1. El triángulo familiar de los negocios

Equilibrar tres necesidades en un sistema de empresa familiar



Fuente: Smith Barney (1989)

El referido triángulo contempla los principales puntos de la interacción entre los intereses de los miembros de la empresa y el negocio, que son: el control, la liquidez y el capital y que serán los que determinen las distintas alternativas financieras disponibles tanto para la familia como para la empresa.

A través de este método, se trata de equilibrar la interacción entre este tipo de intereses. La empresa precisa de **capital**, sea de fuentes internas o externas, tanto para nutrirse como para seguir creciendo. Por otra parte, los miembros de la familia necesitan **ingresos y liquidez** para mantener su posición. En un plano ideal, la empresa debería ser capaz de obtener fondos para estas necesidades de liquidez pero en determinadas ocasiones, estos objetivos paralelos no pueden ser alcanzados y por ello, las distintas alternativas de financiación ajena deben ser analizadas desde la perspectiva de todos los intereses que pueden entrar en conflicto en la empresa familiar. No obstante, la elección de las diversas opciones de financiación no debe valorarse de forma aislada, sino en consonancia con las circunstancias económicas e institucionales del contexto concreto en el que se adoptan y la evolución y tendencias de los mercados de deuda y capital.

La empresa familiar, en todo caso, como entidad económica, ha de desarrollar su actividad bajo dos premisas fundamentales, obtener una rentabilidad suficiente sobre la inversión y alcanzar una solvencia o seguridad en el tiempo. El diagnóstico financiero de una empresa ha de hacerse a través del análisis de la solvencia y la rentabilidad como medidas íntimamente vinculadas y que tendrán su repercusión en la valoración de dicha empresa, en la evaluación de posibilidades de inversión y en la estructura de capital (Fondevila, 1986). En este sentido, Rivero (1992) afirma que el fin de solvencia o estabilidad de la empresa está unido al de rentabilidad por cuanto sin el primero no merece consideración el segundo y sin el segundo no es posible alcanzar el primero.

Por otra parte, para lograr el objetivo de supervivencia de una empresa, entendido en términos de estabilidad y adaptabilidad al entorno, resulta necesario alcanzar un determinado grado de crecimiento que está interrelacionado con la rentabilidad. Así, es precisa la obtención de una rentabilidad suficiente que remunere a los agentes que la financian, y que en un entorno dinámico, se traduzca en un desarrollo estable de la misma y por tanto, en la supervivencia de la empresa.

La propiedad familiar ha estado generalmente vinculada a la teoría de mayor supervivencia de la empresa, dado que su horizonte temporal a largo plazo y su capacidad de sacrificar los rendimientos actuales en aras de los futuros, contribuirán a asegurar el bienestar de la familia y la posibilidad de transmitir la empresa a sucesivas generaciones. Sin embargo, esta hipótesis queda desmentida en la práctica por la alta mortandad que presentan las empresas familiares. Los distintos estudios que han tratado de analizar los recursos o factores que contribuyen a la supervivencia de la empresa familiar se han ocupado fundamentalmente de la composición del Consejo de Administración (Fich y Slezak, 2008), el papel de los Consejos y su heterogeneidad (Wilson *et al.*, 2013), y los lazos familiares (Belenzon y Zarutskie, 2012). Sin embargo, existe escasez de estudios relativos a los factores económicos o financieros que determinan la supervivencia o continuidad de la empresa familiar.

Asimismo, los estudios sobre si las empresas familiares tienen mayores índices de fracaso o no que las no familiares evidencian resultados contradictorios. El mencionado estudio de Wilson *et al.* (2013) sobre empresas del Reino Unido pone de manifiesto que las empresas registran menores índices de fracaso. Westhead y Cowling (1997) mantienen que las empresas familiares tienen mayores probabilidades de sobrevivir

pero, en contraposición también registran menores posibilidades de seguir creciendo. Habbershon y Williams (1999) afirman que son pocos los que podrían discutir el carácter duradero de las empresas familiares, y las pruebas de sus destacadas contribuciones económicas y sociales han sido puestas de relieve por la literatura empresarial (Shanker y Astrachan, 1996). Morikawa (2013) evidencia en su estudio sobre empresas familiares en Japón, que la probabilidad de supervivencia es más alta que la de las empresas no familiares, como ya habían mostrado otros estudios en dicho país (Massayuki, 2008). Wahlquist y Narula (2014), para empresas familiares noruegas muestran el mismo resultado y Belenzon y Zarutskie (2012) para empresas de Europa Occidental.

Conclusiones contrarias alcanzan otros estudios que mantienen que la probabilidad de fracaso de las empresas familiares es mayor que la que se da en las no familiares (Ward, 2001; Gómez-Mejía *et al.*, 2007; Rojas, 2009).

La conducta de cualquier empresa se define como un ciclo ininterrumpido de generación de recursos, inversión de los mismos guiada por la estrategia, y obtención de resultados mediante un modelo que tenga en cuenta los mercados reales y financieros. Las expectativas de beneficios futuros, la valoración de los mercados financieros, junto con la financiación interna, determinan la cuantía de los fondos totales disponibles por la empresa para llevar a cabo una política de inversiones que haga viable la estrategia diseñada y la respuesta del mercado (Ventura, 1994).

Por tanto, la empresa no solo ha de diseñar una estructura financiera que le permita obtener un rendimiento conforme a su posición en el mercado y los medios empleados, sino que ha de analizar conjuntamente su capacidad para satisfacer los gastos y las obligaciones contraídas en dicho proceso. Esta situación de equilibrio financiero se alcanza cuando la empresa tenga capacidad para satisfacer sus deudas a sus respectivos vencimientos (Molina y Medina, 1999). De esta forma, la estructura financiera ha de ser coherente con el riesgo externo que la empresa soporta y sus características productivas y de comercialización, ya que de lo contrario podrá llegar a poner en peligro futuros márgenes de maniobrabilidad ante eventos inesperados de cualquier tipo, y en consecuencia, condicionar la viabilidad de la empresa (Guisado, 1991).

Las empresas desarrollan su actividad, condicionada al cumplimiento de diferentes objetivos, tales como el crecimiento económico, obtener la rentabilidad esperada de la

inversión y alcanzar una seguridad o estabilidad que les garantice su permanencia en el tiempo. En un sistema de mercado, la continuidad de la empresa, y especialmente la de carácter familiar, dado que se considera que la misma tradicionalmente ha tenido un menor número de recursos financieros, depende por un lado, de la consecución de un crecimiento estable de los ingresos, acompañado de un beneficio suficiente para remunerar a todos los agentes que intervienen en el proceso de creación de valor, y por otro lado, del mantenimiento de una adecuada estructura de endeudamiento que mantenga el equilibrio financiero de la empresa, como se ha señalado anteriormente (García Pérez de Lema *et al.*, 2008).

La figura 3.2 recoge una relación de algunos de los estudios llevados a cabo sobre la supervivencia de las empresas, en diferentes ámbitos económicos y geográficos, señalando las principales medidas empleadas en los mismos.

Figura 3.2. Revisión estudios sobre continuidad /supervivencia de la empresa

Autor	Año	Principales medidas empleadas	Ámbito	Periodo
Lang, Ofek y Stutz	1996	Endeudamiento Medidas de crecimiento Oportunidades de inversión	Grandes empresas industriales en Estados Unidos	1970-1984
Zingales	1992	Endeudamiento y eficiencia	Empresas de transporte en Estados Unidos	1980-1988
Charitou	2004	Liquidez Rentabilidad Estructura de capital	Empresas industriales en Estados Unidos	1988-1997
Farinha y Santos	2006	Endeudamiento y estructuras de activos	Empresas de nueva creación en Portugal	1985-1998
López García y Puente	2006	Estructuras de capital tamaño	Empresas españolas de todos los sectores y relación	1995-2002
Arias, Jung y Peña	2007	Endeudamiento Crecimiento Número de empleados y ventas	Empresas españolas de nueva creación	1995-2002
Arias y Quiroga	2008	Tamaño Rentabilidad Endeudamiento Tasa de crecimiento del sector Localización geográfica del sector	Pequeñas y medianas empresas de Colombia	2000-2004

Autor	Año	Principales medidas empleadas	Ámbito	Periodo
Rubio	2008	Rentabilidad Generación de recursos Solvencia/liquidez Endeudamiento Estructura económica Edad	Empresas financieras en Andalucía (España)	1997-1999
Gómez, De la Torre y Román	2008	Rentabilidad Endeudamiento Productividad Número de órganos sociales Antigüedad	Pequeñas y medianas empresas industriales en España	1998-2000
Vaknin	2010	Tamaño Industria Edad Rentabilidad Endeudamiento	Empresas familiares en Estados Unidos	2004, 2006 y 2008
Wallace	2010	Tamaño Edad Localización Endeudamiento Liquidez	Empresas familiares en Estados Unidos	1997-2000
Al Khatib y Al Horani	2012	Rentabilidad	Empresas cotizadas en bolsa en Jordania	2007-2012
Martínez Chafer, Martínez y Corma	2012	Rentabilidad económica Endeudamiento Innovación	Empresas del sector cerámico en Castellón (España)	1998-2009

Autor	Año	Principales medidas empleadas	Ámbito	Periodo
Blanco, Irimia y Oliver	2012	Endeudamiento Liquidez Rentabilidad Activos Tamaño	Pequeñas y medianas empresas de Reino Unido	1999-2008
Baltar, Fernández Vivel y Neira	2012	Innovación Rentabilidad Liquidez Apalancamiento Tamaño Edad Diversificación	223 empresas españolas	2006
Hilston	2013	Número de empleados Rentabilidad económica Liquidez Endeudamiento	Empresas minoristas en Estados Unidos	2005-2012
Gil de Albornoz y Giner	2013	Rentabilidad Rotación de existencias Endeudamiento Liquidez Crecimiento Edad Condiciones económicas generales	Empresas económicas del sector Construcción inmobiliaria en España	2005-2009
Guariglia, Spaliara y Tsoukas	2013	Solvencia Endeudamiento Rentabilidad	Empresas de Reino Unido	2000-2009

Autor	Año	Principales medidas empleadas	Ámbito	Periodo
Romero	2013	Solvencia y liquidez Rentabilidad y endeudamiento Estructura de capital	Pequeñas y medianas empresas de Colombia	2005-2011
Morikawa	2013	Productividad	Empresa familiar japonesa	1998-2004
Wilson, Wright y Scholes	2013	Consejo de Administración	Empresas familiares y no familiares en Estados Unidos	2007-2010
Nunes, Zerrasqueiro y Vindigal da Silva	2014	Edad Tamaño Liquidez Endeudamiento I+D Riesgo	Pequeñas y medianas empresas de la Unión Europea	2000-2009
Aguiar y Ruiz	2014	Rentabilidad económica Endeudamiento Tamaño Liquidez	Empresas canarias en concurso (España)	2014-2011
Walqvist y Narula	2014	Estructura de capital Rentabilidad Tangibilidad Oportunidad de crecimiento Sector Tamaño	Empresas familiares de reciente creación en Noruega	2001-2011

Autor	Año	Principales medidas empleadas	Ámbito	Periodo
Rodríguez, Piñeiro y Llano	2014	Actividad Apalancamiento Endeudamiento Estructura financiera Liquidez	Empresas gallegas (España)	1990-1997

Fuente: Elaboración propia

En los siguientes apartados van a exponerse los factores económicos y financieros que se consideran la base de la viabilidad y supervivencia de una empresa y que se presentan desde una triple funcionalidad: estructura de capital de la empresa, análisis de la rentabilidad y análisis de la liquidez o lo que, como se ha comentado previamente, algunos autores han venido denominando como el «indicador financiero de perdurabilidad» (Trujillo *et al.*, 2007).

3. LA ESTRUCTURA DE CAPITAL COMO FACTOR DE INFLUENCIA EN LA CONTINUIDAD DE LA EMPRESA FAMILIAR.

La estructura de este apartado se sistematizará de la siguiente forma. En primer lugar, se expondrá el concepto y las principales construcciones sobre la estructura de capital, con especial relevancia a las especialidades que las mismas presentan en las empresas familiares. En segundo lugar, se llevará a cabo una revisión del estado del arte en la cuestión del análisis de la influencia de la propiedad familiar en la configuración de su estructura de capital. Por último, se abordará la cuestión de la estructura de capital como factor de influencia en la continuidad de la empresa familiar.

3.1. CONCEPTO Y TEORÍAS SOBRE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL EN LA EMPRESA. IMPLICACIONES EN LA EMPRESA FAMILIAR

La estructura de capital de las empresas es la forma en la que las mismas se financian para desarrollar su actividad y tiene unas consecuencias inmediatas en la inversión real y en la creación de empleo. La estructura de capital se convierte, por tanto, en un punto clave no solo para la propia empresa que tratará de crear valor para propietarios o accionistas —*skateholders*—, sino también para la economía general, ya que en la configuración de dicha estructura y, en consecuencia, en la elección de la política financiera de cada empresa, influirán determinados factores, tanto exógenos como endógenos.

Las definiciones que se han dado sobre la estructura de capital son diversas. De esta forma, se ha descrito la estructura de capital de una empresa como «la combinación de recursos propios y ajenos utilizados por la empresa para financiar sus inversiones» (Jiménez y Palacín, 2007), es decir, la composición del lado derecho del balance de situación, o como «las fuentes de financiación utilizadas por la empresa para sus operaciones y para el logro de su objeto social» (Mejía *et al.*, 2012).

Los planteamientos teóricos que se han desarrollado en torno a esta materia son numerosos, sin que exista una explicación que dé respuesta de forma unánime al interrogante de cuál es la estructura de capital de la empresa o a los diversos elementos o factores que la configuran o determinan, por lo que estas cuestiones siguen siendo controvertidas en el estado actual de la teoría financiera. No obstante lo anterior, sí existe una coincidencia general en la idea de que la estructura de capital de las empresas

viene marcada por el entorno macroeconómico y las características de los mercados financieros en los que cada empresa o sector de empresas desarrollan sus actividades. El ámbito geográfico, el contexto institucional o legal en el que la empresa se desenvuelve tienen una trascendencia en el resultado y comportamiento de la misma, y por tanto, en las decisiones de financiación (López García y Aviar Arias, 2000; Laporta *et al.*, 2000; Hall *et al.*, 2001; Beck y Levine, 2002; Azofra *et al.*, 2005). Especialmente significativos son los estudios llevados a cabo en América Latina, dadas las peculiaridades de los contextos socio-políticos y económicos de los países de esta área (Pascale, 2002; Delfino, 2006; Franco *et al.*, 2010).

Las primeras construcciones teóricas sobre la estructura financiera se sitúan en los años 40 y tienen como punto de partida la relación entre ratio de endeudamiento y coste de capital, de forma que la combinación óptima de dichos ratios será la que maximice el valor de la empresa. De esta forma, el nivel óptimo de endeudamiento se alcanzará cuando se igualen los valores obtenidos por el aumento de uso de deuda con el aumento de uso del coste de los recursos propios.

En esta línea teórica que ha venido a denominarse como **teoría tradicional o clásica**, destaca el trabajo de Durand (1952), *Cost of Debt and Equity funds for business: Trends and Problems of Measurement*, que parte de la hipótesis de la existencia de mercados perfectos e inexistencia de incertidumbre y propone un uso «moderado de la deuda» para evitar el riesgo de insolvencia.

Esta teoría mantiene que cuando una empresa empieza a introducir deuda en su estructura de capital, el coste de endeudamiento es, en un principio, menor que el de los fondos propios, pero que este coste va aumentando cuando hay un aumento de endeudamiento en la empresa. De esta forma, defienden que el coste del apalancamiento es decreciente en un primer momento, pero este comienza a aumentar cuando se incrementan los niveles de deuda y ello tiene como consecuencia el aumento del riesgo financiero de la empresa (Graham y Dood, 1940; Guthman y Dougal, 1955; Schawtz, 1959).

Las críticas a esta teoría tradicional se centraron en que parte de escenarios de certidumbre y muestra una incapacidad para encontrar una estructura de capital óptima, así como que la mayor parte de sus trabajos son básicamente descriptivos y carecen de un sustento teórico sólido.

No obstante, el gran hito, desde el punto de vista teórico, sobre la estructura de capital de las empresas, lo marca el **artículo de Modigliani y Miller de 1958** «The cost of capital, corporation finance and the theory of investment». El citado artículo mantiene que la política financiera de una empresa —entendida como la financiación de los activos en parte con deuda y en parte con capital propio— no tiene impacto en el valor de la empresa.

La **teoría de Modigliani y Miller** parte de las siguientes hipótesis que se enumeran a continuación:

- Los mercados de capitales son perfectos. No hay costes de transacción, no hay asimetría de la información y los agentes no pueden influir en la formación de los precios en el mercado.
- Los dueños del capital tienen una conducta racional: esperan maximizar su riqueza pero se muestran indiferentes a si esta se logra por el aumento de los dividendos o por el precio de las acciones.
- Las empresas operan sin impuestos.
- La utilidad operacional esperada para periodos futuros de todos los inversores de la firma es la misma para cada uno de ellos y permanece constante en el tiempo.
- La empresa no tiene crecimiento en los activos empresariales.
- El rendimiento esperado para un determinado nivel de riesgo es el criterio de agrupamiento homogéneo de las empresas, siendo perfectamente sustitutas las acciones de las firmas agrupadas en un mismo nivel de riesgo.
- El riesgo económico permanece constante.

Su teoría parte de tres proposiciones, íntimamente vinculadas entre sí, y que se enuncian en el propio título del artículo, el coste del capital, el valor de mercado de la empresa y la teoría de la inversión. La primera proposición, conocida como la de la irrelevancia del endeudamiento en el valor de mercado de una empresa, sostiene que el valor de mercado de una empresa es independiente de su estructura de capital y viene dado por la capitalización de la renta esperada. Lo anterior significa que dos empresas idénticas en

sus elecciones reales de tecnología, mano de obra e inversión, siempre tendrán el mismo valor en bolsa, cualquiera que sea la estrategia financiera o el nivel de apalancamiento de cada una de ellas (Varian, 1987; Mondragón, 2011). La segunda proposición plantea que el coste del capital propio es una función lineal del endeudamiento, pero dejará de serlo cuando el coste de la deuda aumente por la presión ejercida por los prestamistas ante un incremento de deuda. La proposición tercera defiende que la tasa de retorno de un proyecto de inversión es independiente de la forma en la que se financie, es decir, que el valor de mercado de la empresa, en una situación ideal de mercados, viene determinado por las inversiones, o más exactamente por el tamaño y riesgos de los flujos de caja que generaban los activos de la empresa (Zambrano *et al.*, 2001).

La tesis de Modigliani y Miller ha sido objeto de gran debate en el terreno teórico y práctico, además de suponer un referente en la teoría moderna de las finanzas. Es indudable que los resultados de la teoría de la irrelevancia de Modigliani y Miller tienen una potencia intelectual enorme ya que, desde el paradigma que construyen estos autores y que se convirtió en dominante en la doctrina, se sostiene que, en ausencia de impuestos, la estructura financiera o el flujo de caja no establecerían diferencias respecto al nivel de inversión. Es irónico que precisamente una teoría que propugnaba que no había que prestar atención a la estructura financiera —que la estructura financiera es irrelevante— haya tenido un impacto tan trascendente en la teoría financiera (Stiglitz, 2009).

Las críticas a esta teoría se centran en que la cuestión no es tanto si estos supuestos son o no realistas, sino bajo qué circunstancias la modificación de dichos supuestos lleva a situaciones en las que la estructura financiera sí es relevante. En realidad, el tema fiscal precisa un análisis dinámico completo de la estructura financiera de la empresa, que incluya tanto los impuestos personales como los de la empresa, y que tenga en cuenta de forma explícita las asimetrías de la legislación tributaria.

Posteriormente, en 1963, Modigliani y Miller publicaron un artículo en el que matizaban las conclusiones de su tesis anterior reconociendo que habían infravalorado la ventaja fiscal que implica el uso de la deuda, dado que los intereses son deducibles sobre el impuesto de sociedades.

La teoría de Modigliani y Miller, como se ha señalado, pese a las críticas y revisiones posteriores, supuso el punto de partida de la moderna teoría de las finanzas, y a partir de

ella, se desarrollaron otras teorías cuyos principales fundamentos tienen como objetivo identificar las premisas bajo las que la teoría de la irrelevancia no se mantiene e identificar las imperfecciones de los mercados financieros.

«La teoría del equilibrio estático» o del *Static Trade-Off*, también denominada teoría del equilibrio de la estructura de capital, tuvo su culminación en la obra de Myers (1977), *Determinants of corporate borrowing*, en la que se propugna que las empresas optimizan su valor cuando existe un *trade-off* o equilibrio entre las ventajas fiscales de la deuda y las desventajas del aumento de la posibilidad de quiebra.

Esta teoría se fundamenta en los estudios anteriores sobre el efecto fiscal positivo de la deuda y también sobre sus posibles efectos negativos, de forma que se concluye que cada empresa tiene una estructura de capital óptima que se consigue cuando existe un equilibrio entre los referidos efectos positivos y negativos, de forma que se maximiza el valor de la empresa y se consigue una perfecta combinación entre recursos propios y ajenos en su financiación (Tresierra, 2008; Mejía Amaya y Porras, 2013). La «teoría del equilibrio estático» contempla la deducibilidad del coste de la deuda en el impuesto de sociedades, los costes de la insolvencia y los costes de agencia, y defiende que el uso de la deuda aporta ventajas e inconvenientes a las empresas (Acedo, 2012).

La teoría del *pecking order* o «jerarquía de preferencias» surge como una evolución de la teoría del equilibrio estático a partir del trabajo de Myers (1984), en el que reajusta su planteamiento inicial al tener que incluir en la estructura de capital las asimetrías de información y los problemas de la teoría de la agencia.

La construcción definitiva de esta teoría tiene lugar en la obra *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have* (Myers y Majluf, 1984), que mantiene que las empresas no tienen una estructura de capital óptima objetiva sino que siguen una escala de jerarquías —*pecking order*— en la medida en que necesitan financiar proyectos de inversión.

Este planteamiento nace en un contexto de mercados imperfectos y reconoce que las deficiencias del mercado pueden influir en las decisiones de los agentes, y por tanto, en las consecuencias de dichas decisiones. Una característica básica de las imperfecciones del mercado es la asimetría de la información, donde son los directivos de las empresas los agentes que gozan de mayores ventajas para acceder a ella, lo que genera dos

distorsiones básicas, la primera relacionada con la selección adversa y la segunda con el riesgo moral. La selección adversa se produce cuando uno de los agentes que participa en un proceso de contratación, previo al cierre de la transacción, oculta información que posteriormente podría representar beneficios o perjuicios para la operación económica. El riesgo moral se manifiesta cuando, con carácter posterior a la transacción, surge la posibilidad de que uno de los agentes incumpla los acuerdos alcanzados en el contrato (Fama y French, 2002; Medina, 2011).

La hipótesis inicial de esta teoría parte de que no existe una estructura de capital óptima y es cada empresa la que ajusta sus decisiones de financiación a una jerarquía, en la que eligen, en primer lugar, las fuentes de financiación interna, especialmente a través de utilidades retenidas, si estas están disponibles, por cuanto no están afectadas por asimetrías de información y no están sujetas a las disciplinas de mercado. Solo cuando las fuentes de financiación interna no están disponibles, se recurre a la financiación ajena, si bien algunos aseguran que prefieren deuda a largo plazo y solo como última opción recurrirán a una emisión de acciones o de deuda (Franco *et al.*, 2010). Y los hay que mantienen que prefieren, en primera instancia la deuda, y en segunda, la emisión de acciones (Frank y Goyal, 2003). El nivel de deuda es residual respecto de los beneficios retenidos, los dividendos y las decisiones de inversión a lo largo del tiempo (Nuri y Archer, 2001).

La «teoría de la jerarquía de preferencias» tiene gran predicamento en la doctrina por cuanto las empresas en muchas ocasiones no tratan de obtener la estructura óptima entre deuda y capital, sino que tienen como objetivo financiar sus inversiones y proyectos con recursos propios, tanto por su temor a situaciones adversas en el mercado como porque la información existente no ofrece plena certeza para realizar dicha inversión. Son muchos los estudios empíricos que ponen de relieve el cumplimiento de la teoría de la jerarquía de las preferencias en la estructura de capital de las empresas (Shyam y Myers, 1999; Tenjo *et al.*, 2006; Vendrell, 2008; Wadnigar *et al.*, 2008), y especialmente, que el cumplimiento de los paradigmas de esta teoría tendrá lugar en las pequeñas empresas (Holmes y Kent, 1991; Watson y Williams, 2002; Aybar *et al.*, 2004).

La estructura financiera de la empresa se ha explicado también desde el punto de vista de la teoría de la agencia, al considerar que aquella comprende una serie de contratos entre los diversos grupos de interés de una empresa y estas relaciones van a generar una

serie de conflictos entre los intervinientes que son los llamados costes de agencia (Ross, 1977; Kim *et al.*, 1986).

Toda relación de agencia se fundamenta en la existencia de unos determinados problemas o conflictos:

- Conflictos entre los intervinientes en la relación de agencia.
- Asimetrías de la información.

Jensen y Meckling (1976) sistematizaron los diversos conflictos que pueden aparecer entre socios, directivos y acreedores en los siguientes:

- Conflictos de intereses entre accionistas y directivos, que tienen trascendencia especialmente cuando los directivos gozan de la facultad de asignar los flujos de caja libre, de forma que podrían hacerlo por motivaciones de interés personal en vez de por motivaciones de procurar mayor valor a la empresa.

Los conflictos entre accionistas y directivos pueden resumirse en los siguientes: a) el problema de la sobreinversión, b) el problema del consumo extra de beneficios no pecuniarios y c) la renuncia a liquidar la empresa (Jensen y Meckling, 1976; Jensen, 1986; Harris y Raviv, 1990).

- Conflictos de intereses entre accionistas y acreedores, que se materializan en el problema de sustitución de activos, que tiene lugar por la transferencia de riqueza a prestamistas o accionistas o cuando se aumenta el grado de endeudamiento afectando a los acreedores más antiguos.

Los conflictos entre accionistas y acreedores pueden resumirse en los siguientes: a) el problema de la sustitución de activos, b) los problemas de subinversión y c) la renuncia a liquidar la empresa (Jensen y Meckling, 1976; Myers, 1977; Harris y Raviv, 1990).

Los conflictos de agencia tienen importancia en la determinación de la estructura de capital pues la existencia de información asimétrica puede ocasionar que el equilibrio no exista (Spence, 1973; Stiglitz y Weiss, 1981).

La asimetría de la información se manifiesta de diversas formas, siendo las principales las siguientes:

1. Selección adversa. La selección adversa tiene lugar cuando el agente dispone de información privada relevante al inicio de la relación y que no es conocida por el principal.
2. Efecto señalización. Este efecto consiste en el interés que el agente tiene antes de firmar el contrato, en señalar alguna de las características relevantes en la relación y que le beneficia.
3. Riesgo moral. Este riesgo tiene lugar por la realización, después de la firma del contrato, de acciones ocultas por el agente que le beneficien en perjuicio del principal.

La incertidumbre acerca de las posibilidades de comportamiento oportunista por parte de los directivos, y la «incompletitud» de los contratos financieros se traducen en problemas de «observabilidad» e información asimétrica que influyen sobre las decisiones de endeudamiento y reparto de dividendos y por tanto, sobre el valor de la empresa, y esto es debido, bien a que los sistemas de incentivos incorporados a las relaciones contractuales financieras no inducen a la dirección de la empresa a adoptar actitudes frente al riesgo similares a las de los aportantes de fondos, o bien a la dificultad de transmitir al mercado información creíble acerca de las expectativas de la empresa, información necesaria para la valoración de esta por aquella (Azofra *et al.*, 2007).

Jensen y Meckling (1976) mantienen que es posible una estructura de capital óptima que disminuya los costes de agencia y maximice el valor de la empresa cuando se consigue compensar los costes de la deuda con los beneficios de la misma.

Por otra parte, los estudios acerca de los factores que determinan la estructura de capital de una empresa son muy variados, ya que paralelamente a las teorías antes mencionadas para analizar la estructura de capital de la empresa, se han desarrollado líneas de estudio que pretenden definir los factores que la determinan y el alcance de los mismos. Los trabajos abarcan diversas perspectivas y metodología, sin que exista una conclusión unánime sobre cuáles son y cuál es el peso específico de los mismos en las decisiones financieras.

Los trabajos que se consideran referentes en esta materia son los trabajos de Titman y Wessels (1988), Harris y Raviv (1991) y Frank y Goyal (2004), aunque existen otros

autores que plantean otras hipótesis y, utilizando distintos planteamientos metodológicos, llegan a resultados diferentes.

Titman y Wessels (1988) consideran que los factores determinantes de la estructura de capital son: garantías colaterales, cargas impositivas, crecimiento, exclusividad, sector de actividad, volatilidad y rentabilidad.

En su trabajo, Harris y Raviv (1991) realizan un exhaustivo análisis de la literatura sobre la identificación de los factores determinantes de la estructura de capital. La conclusión es que, aunque los diversos estudios y modelos identifican un importante número de potenciales factores determinantes de la estructura de capital, sin embargo, no existe un criterio válido que permita señalar cuáles de ellos son válidos en los diferentes contextos que pueden presentarse. Una de las razones de la disparidad de resultados tiene su razón de ser en la forma de definir las variables, pues puede no existir una única manera de conceptualizar un factor y además cada uno de ellos suele estar relacionado con otro factor también estudiado o considerado.

Estos autores enuncian como factores determinantes en el nivel de deuda: la tangibilidad, los escudos fiscales alternativos a la deuda, el nivel de inversión, el tamaño de la empresa, la volatilidad de los beneficios, las oportunidades de inversión, los gastos en *marketing*, la rentabilidad y la probabilidad de quiebra, siendo la influencia de estos factores en unos casos de signo positivo y en otros de signo negativo.

Frank y Goyal (2003) desarrollan un estudio empírico para empresas americanas en el periodo comprendido entre los años 1950-2000, en el que tratan de establecer cuáles son los factores decisivos para configurar la estructura de capital de las empresas. El propósito del trabajo es tratar de establecer un estándar común o una sistematización de lo que denominan *what we already know*, dada la disparidad de criterios de los diversos estudios. Por último, tratan de encontrar evidencia empírica respecto de las diversas teorías que se han formulado en torno a la cuestión del endeudamiento.

Como cierre del referido trabajo, estos autores diseñan un modelo que presenta siete variables o factores determinantes y que son los siguientes:

I. Sector de la actividad; II. Valor en libros de la empresa; III. Garantías colaterales; IV. Rentabilidad; V. Reparto de dividendos; VI. Tamaño; VII. Inflación.

Wiwattanakatang (1999), en un estudio empírico sobre empresas tailandesas, señala como factores determinantes de la estructura de capital de las empresas familiares, los escudos fiscales alternativos, la tangibilidad, la rentabilidad, el riesgo del negocio, el tamaño, e incluye otras variables tales como tipo de accionista dominante (familia, gobierno, inversionista institucional o extranjero), edad de la firma, tamaño de la junta directiva, propiedad gerencial y grado de concentración de la propiedad.

3.2. LA PROPIEDAD FAMILIAR Y LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

Los planteamientos teóricos expuestos sobre la estructura de capital en la empresa tienen implicaciones a la hora de analizar la estructura financiera de las empresas familiares, ya que, como se ha visto anteriormente, su carácter familiar y las especiales características de la relación familia-empresa supondrán que también en la configuración de su estructura financiera existirán una serie de cualidades diferenciadoras (Duréndez y Mariño, 2013).

La determinación de la estructura de capital de la empresa familiar desde el punto de vista de la teoría de la agencia presenta dos diferentes visiones. Una primera perspectiva que considera que el carácter familiar de la firma reduce los costes de agencia y una segunda que mantiene que los mismos se pueden ver incrementados precisamente por el carácter familiar de la empresa (Chua *et al.*, 2009).

Desde el primer punto de vista, se considera que el instinto de supervivencia de las empresas familiares y su deseo de perpetuarse en las sucesivas generaciones incrementa su necesidad de minimizar el riesgo y alinear los intereses de todos los *skateholders*, favoreciendo aquellas decisiones financieras que faciliten el bienestar y reputación de la familia, más que aquellas que supongan una mayor rentabilidad en términos económicos, por lo que se considera que existen menos conflictos de agencia (Fama y Jensen, 1983; Jensen y Meckling, 1976).

Otra perspectiva de la teoría de la agencia considera que los anteriores argumentos no pueden mantenerse y que, por el contrario, el carácter familiar de la empresa puede incrementar los costes de agencia. En este sentido, esta segunda visión considera que el carácter familiar puede influir negativamente en la estructura financiera, pues en ocasiones, la empresa familiar emplea más deuda para satisfacer todos los intereses

personales y económicos de los miembros de la familia. También el altruismo puede tener unas consecuencias negativas pues pueden utilizarse los recursos de la empresa para obtener beneficios laborales y privilegios que exceden las posibilidades de la empresa. Estas situaciones pueden ser disuasorias para los acreedores pues dichos comportamientos ineficientes son contrarios a los intereses de los prestamistas de deuda o acreedores (Daily y Dolinger, 1992).

Por ello, la deuda puede actuar como limitador de los problemas de los miembros de la familia (comportamiento que algunos han denominado como *free riding* o aprovechamiento en interés personal de los beneficios o méritos de otra persona) (Schulze *et al.*, 2001; Dugal y Dinh, 2010), más que para frenar los intereses de los directivos de la empresa (Setia-Atmaja *et al.*, 2009).

Uno de los principales problemas de agencia que se producen en la empresa familiar es el conflicto de intereses entre accionistas mayoritarios y minoritarios que, en ocasiones, es de mayor entidad que el que se produce entre propietarios y directivos. Las divergencias vienen motivadas porque mientras que los accionistas minoritarios tendrán tendencia a optar por las decisiones financieras que favorezcan el crecimiento, los accionistas mayoritarios preferirán opciones financieras que no pongan en riesgo su patrimonio personal invertido en la empresa (Schulze *et al.*, 2001).

Anderson *et al.* (2003), en su trabajo empírico, evidencian que las empresas familiares tienen menores costes de deuda dada su especial estructura, que reduce los problemas de agencia. Además, su aversión al riesgo, su interés en legar la empresa a sus herederos y su deseo de mantener íntegra la reputación de la empresa, provocan que la familia tenga una importante presencia en la misma, de modo que los bancos desarrollan una relación más personal y una mayor confianza con los directivos familiares, incidiendo esta circunstancia de manera clara en el hecho de que los costes de acceso a la deuda serán menores y habrá una mayor posibilidad de acceder al crédito. Kim y Sorensen (1986) interpretan el mayor endeudamiento de las empresas familiares como un resultado de los menores costes de agencia entre proveedores de deuda y accionistas.

En este sentido, Schulze *et al.* (2001), en un estudio empírico, señalan que los problemas de altruismo en las empresas familiares pueden alejarlas de los mecanismos de control de los mercados externos, tales como el control corporativo y del mercado laboral, con lo que los problemas de agencia podrían ser un factor que afectara de forma

decisiva a la estructura financiera de la empresa. Conclusiones similares alcanza el estudio empírico llevado a cabo por Gómez-Mejía *et al.* (2001) para empresas familiares españolas entre los años 1966-1993, que pone de manifiesto que uno de los motivos de la falta de continuidad de las empresas familiares es la no adecuada resolución de los conflictos entre empresa y familia, lo que podría tratar de paliarse mediante el establecimiento de los adecuados mecanismos de supervisión.

Matthews *et al.* (2004) presentan un enfoque intermedio que propone un modelo teórico en el que el endeudamiento se ve condicionado por la actitud del propietario de la empresa ante la deuda, y por las circunstancias concretas del entorno. Según estos autores, la deuda es una función que viene influida por la perspectiva del propietario, su objetivo de mantener el control, la tendencia al riesgo, la experiencia, los patrones sociales de comportamiento y la riqueza personal.

Desde la perspectiva de la teoría del equilibrio estático o *trade-off*, existen determinados aspectos que influyen en la opción del nivel de endeudamiento de una empresa, tales como los incentivos fiscales, la aversión al riesgo y los efectos del *entrenchment*, concepto que en palabras de Weisbach (1988) «ocurre cuando los directivos adquieren tanto poder que son capaces de usar la compañía para promover sus propios intereses en vez de los intereses de los accionistas».

Si se mantiene la hipótesis de que en las empresas familiares los problemas de agencia están minimizados, la alta concentración de la propiedad y los intereses alineados deberían influir en la estructura de capital de la empresa. Por el contrario, la aversión al riesgo que también caracteriza a las empresas familiares podría también tener el efecto de reducir el endeudamiento por debajo del nivel óptimo.

Los miembros de la familia disfrutan de una serie de beneficios manteniendo el control de la sociedad y estos se pueden ver perjudicados en el caso de quiebra o crisis financiera. Además, los propietarios familiares se sienten especialmente amenazados por las dificultades financieras dada la poca diversificación de la propiedad de la sociedad. Dado que el aumento de deuda incrementa la posibilidad de que existan problemas financieros, las empresas tenderán a reducir su endeudamiento (Anderson *et al.*, 2003; Andrés, 2008) y se verán impulsadas a mantener una posición financiera conservadora. Esta aversión al endeudamiento puede significar una renuncia a las posibilidades de crecimiento (Mishra, 1999).

En un trabajo llevado a cabo para empresas belgas por Bauweraets y Colot (2012), se concluye que la teoría del equilibrio estático tiene mayor influencia en las empresas familiares. Las mismas conclusiones alcanzan Graham y Harvey (2001) y Bancel y Mitou (2004) en sus trabajos, que evidencian el seguimiento de los paradigmas de la teoría del equilibrio estático para empresas norteamericanas y empresas de 16 países europeos.

Zerrasqueiro *et al.* (2011), en su trabajo relativo a empresas portuguesas, evidencian el cumplimiento de las predicciones de la teoría del equilibrio estático por parte de las empresas familiares en determinados supuestos, mientras que las empresas no familiares siguen las predicciones de la teoría de la jerarquía de las preferencias.

El desarrollo financiero de las empresas familiares está determinado por lo que algunos autores denominan *the keep it in the family tradition* y en consecuencia, se adhieren a los postulados de la *teoría de la jerarquía de las preferencias*, y eso abarca incluso a empresas familiares de mayor tamaño que son poco partidarias de la incorporación de terceros ajenos en su capital. Las principales fuentes de financiación de las empresas familiares son los fondos generados internamente y los créditos a corto plazo (Poutziouris, 2011). En el mismo sentido: Hirigoyen, 1982; Ward, 1988; Michaelas *et al.*, 1998; Romano *et al.*, 2000; López-Gracia y Sánchez-Andujar, 2007.

Por ello, la continuidad familiar en la empresa genera un orden de preferencias de financiación en función del riesgo de pérdida de control que presenta una de las opciones, utilizando más la emisión de deuda que la ampliación de capital, acudiendo a esta última opción solo como último recurso (Maherault, 2000).

Gran número de estudios empíricos han mostrado una coincidencia entre la estructura financiera de la empresa familiar y los planteamientos de la teoría de la jerarquía de preferencias (Coleman y Carsky., 1999; Esparza *et al.*, 2010). E incluso dichos paradigmas se evidencian en pequeñas empresas familiares (Holmes y Kent, 1991; Barton y Matthews, 1989). Blanco Mazagatos *et al.* (2009), para un estudio llevado a cabo en empresas familiares de Castilla-La Mancha, evidencian que las empresas en primeras generaciones siguen los planteamientos de la teoría de la jerarquía de las preferencias.

Romano *et al.* (2000), en un estudio empírico, analizan la estructura financiera de las medianas y pequeñas empresas familiares australianas y concluyen que el nivel de endeudamiento de las mismas está relacionado con el tamaño de la empresa, control de la familia, planificación del negocio y objetivos empresariales, así como con una mayor coincidencia con la teoría de la jerarquía de las preferencias. En otro estudio empírico llevado a cabo para empresas portuguesas se concluye que las empresas familiares se muestran sensibles al coste de la deuda y a la situación de crisis económica, con lo que en aquellos momentos en los que el coste de la deuda se eleva, las empresas tienden a evitar esta forma de financiación, lo que se adhiere a los postulados de la teoría de la jerarquía de las preferencias (Vieira, 2013).

En definitiva, ni la teoría de la jerarquía de las preferencias ni la del equilibrio estático, aisladamente contempladas, pueden explicar la estructura financiera de las empresas familiares. Por el contrario, la evidencia empírica apunta a que los menores problemas de información asimétrica y la subinversión, debidos a la concentración de la propiedad en la familia, pueden determinar la estructura de capital de la empresa familiar y que las decisiones se adopten según los postulados de la teoría del equilibrio estático, y no solo según la de la jerarquía de preferencias. Tampoco a partir de la teoría de la agencia se puede explicar de forma conclusiva la influencia del carácter familiar de la empresa sobre la estructura de capital, por cuanto, si bien puede reducir los costes de agencia por una menor probabilidad de oportunismo de los directivos, mayor aversión al riesgo y orientación a largo plazo, también el altruismo asimétrico, el «afianzamiento» y los objetivos no estrictamente económicos pueden incrementar dichos costes de agencia (Chua *et al.*, 2010).

En definitiva, los estudios empíricos no muestran unanimidad respecto a la influencia del carácter familiar sobre la estructura financiera, lo cual no debe interpretarse como que la implicación de la familia no tiene influencia sobre la misma, pues existen factores específicamente familiares que sí tienen un peso específico —por ejemplo, el deseo de mantener el control de la empresa— en sus decisiones financieras. La falta de evidencias empíricas tiene más bien su causa en la falta de homogeneidad de las empresas familiares y en los distintos contextos legales e institucionales en que desarrollan su actividad las mismas. Asimismo, incluso los diversos conceptos de empresa familiar y los diversos grados de implicación de la familia en la dirección y

gestión de la misma, afectan a las diversas opciones que pueden adoptarse a la hora de enfrentarse al *capital structure puzzle* (Myers *et al.*, 1984; Pernsteiner y Dick, 2013).

El control de la propiedad en la empresa familiar va a ser un elemento que influya en la estructura de capital de la misma. Precisamente, el objetivo de mantener dicho control y la aversión a la dilución del capital familiar llevarán a la empresa a tratar de impedir que entren en ella accionistas externos (Habberson y Williams, 1999) y, al mismo tiempo, la llevarán a asumir el riesgo que conlleva la utilización de la deuda para poder atender todas las necesidades de inversión (Hamilton y Fox, 1998).

El valor de la empresa familiar no solo depende de los recursos de que dispone sino también de los lazos que vinculan a sus miembros, ya que las empresas familiares mantienen un *trade-off* que cambia con la sucesión generacional. En particular, durante la primera generación, el establecimiento de relaciones eficientes entre los propietarios de los recursos permite obtener una reducción de los costes de agencia que compensa la restricción que ocasiona el deseo de mantener el control familiar sobre la financiación de la empresa.

Sin embargo, con el cambio generacional, la dispersión de la propiedad y el distanciamiento de los lazos familiares van a erosionar la ventaja en los costes de agencia y solo van a sobrevivir aquellas empresas familiares que hayan desarrollado su estructura de recursos hasta equipararla con la de las empresas con las que compite (Blanco *et al.*, 2009).

Especialmente relevante es el estudio de Schulze *et al.* (2003) que concluye que la propiedad de una familia puede presentar tres grados diferentes de dispersión: a) en la fase inicial de la empresa hay un fundador propietario «controlador» que es el único dueño; b) en la fase de sociedad de hermanos, las acciones están divididas de forma bastante proporcional entre los miembros de una sola generación; c) por último, el consorcio de primos, en el que la propiedad está muy fraccionada e intervienen miembros de tercera generación o posteriores.

Estos autores mantienen que en la primera etapa, los propietarios serán partidarios de acudir al endeudamiento para asumir sus inversiones, con lo que su índice de endeudamiento será elevado. La visión a largo plazo de la inversión, que es característica de la forma de actuar del propietario fundador, no tiene necesariamente

que coincidir con el resto de la familia. La preocupación del propietario controlador es elegir las alternativas de inversión más favorables de acuerdo con las demandas del mercado. Sin embargo, los conflictos de agencia ya empiezan a aparecer en esa fase pues el propietario controlador puede confundir qué incentivos maximizan el valor de la empresa y cuáles maximizan su utilidad personal.

En la fase de sociedad de hermanos, el endeudamiento empieza a declinar por el aumento de los problemas de agencia pero, todavía en esta fase, lo habitual es que el CEO sea el principal accionista. En la fase de consorcio de primos, el CEO no es la persona que ostenta el liderazgo «biológico» de la familia, lo que suele desembocar en una pérdida de autoridad, que a su vez tendrá una consecuencia en las opciones de financiación de la empresa, pues mantendrán opiniones diferentes al respecto en función de sus respectivos intereses. Y como añaden estos autores, puede incluso llegarse a una situación de parálisis en cuanto a la toma de decisiones financieras, tales como una mayor predisposición al reparto de dividendos y una menor tendencia al endeudamiento o un mayor interés por el endeudamiento como fórmula para incentivar el crecimiento de la empresa.

De esta forma, concluye este trabajo señalando que el endeudamiento será mayor cuando la propiedad esté concentrada en manos de un único dueño como sucede en la fase de «propietario controlador» o cuando exista una gran dispersión de la propiedad en la fase de «consorcio de primos».

Las evidencias mostradas en este estudio confirman las siguientes hipótesis:

- La relación del endeudamiento de la empresa y la dispersión de la propiedad en las empresas familiares es curvilínea.
- Existe un riesgo de que los miembros de la familia que trabajan en la empresa se vean motivados a acudir a la emisión de capital para limitar el poder del propietario controlador.
- En las empresas familiares, los accionistas familiares que no trabajan en la empresa prefieren las opciones dirigidas al reparto de dividendos frente a las que favorecen la inversión, especialmente cuando la propiedad es más dispersa.

En un estudio empírico para empresas de Japón, Alouche *et al.* (2008) mantuvieron como hipótesis que el nivel de control de la propiedad familiar afecta a la rentabilidad y a la estructura financiera de las empresas, estableciendo como conclusión una relación positiva en ambas comparaciones.

En otros estudios se indica que la concentración de la propiedad propia de las empresas de familia tiene incidencia directa o indirecta en la estructura de capital de las empresas, en el sentido de que aunque no pueda establecerse una significación clara, sí puede hacerse con respecto al hecho de que las decisiones financieras se adoptan bajo unos criterios de prudencia y racionalidad (Suto, 2003; King y Sator, 2008; Nadaraja *et al.*, 2011).

Dugall *et al.* (2010), en el ya mencionado estudio llevado a cabo para empresas familiares suecas, concluyeron que no se encontró una evidencia empírica de la relación entre la concentración familiar y el endeudamiento y confirmaron los postulados de Schulze *et al.* (2003) respecto al nivel de endeudamiento y fases de concentración de la propiedad en las empresas familiares.

King y Sator (2008), en un estudio llevado a cabo para empresas canadienses, documentan que las empresas familiares en las que exclusivamente existe una familia accionista tienen mayores índices de endeudamiento y un índice de rentabilidad económica mayor que las empresas no familiares, mientras que las empresas familiares con accionariado dual —familia y externos— registran resultados similares a las no familiares. Las empresas con alta participación en la propiedad de los denominados *insiders*, *internos*, como gerentes y miembros de la junta directiva, pueden emitir más deuda buscando evitar los costes de financiación con capital externo.

Masulis *et al.* (2011), en un estudio empírico, evidenciaron las ventajas financieras asociadas con determinadas estructuras organizacionales. Así, en particular, y por lo que a los grupos familiares se refiere, se presentan importantes beneficios al reducir su necesidad de acudir a financiación externa más cara. En el mismo sentido, Almeida y Wolfenzon (2006) plantean un modelo teórico que permite establecer las razones por las que los grupos de empresas familiares utilizan las pirámides como estructuras de propiedad, pues a través de esta estructura las familias pueden extraer beneficios privados de las empresas que controlan, además de poder fundar nuevas empresas a lo largo del tiempo. Esta forma de propiedad piramidal en las nuevas firmas que se

incorporan a la empresa familiar permite a los miembros de la familia utilizar las utilidades retenidas de la empresa original, aun cuando sean compartidas con otros accionistas, y aumentar el control que tienen sobre recursos financieros y empresas.

Desde otra perspectiva, diversos planteamientos relacionan la financiación de la empresa familiar y el ciclo de vida ya que, la diferente generación en la que se encuentre la empresa familiar afecta a los más diversos aspectos de la misma, tales como crecimiento, inversiones, activos, forma de dirección (McConaughy *et al.*, 1999; Coleman y Carsky, 1999). Romano *et al.* (2000), al analizar la forma de financiarse las pequeñas empresas familiares y su ciclo de vida, ponen de manifiesto que, en sus inicios, básicamente utilizan los préstamos externos de los miembros familiares y solo en las fases más avanzadas de su crecimiento acuden a la financiación externa. La utilización por parte de las empresas familiares, en primeras etapas, de los beneficios no distribuidos para financiarse, y solo recurrir a la financiación externa en ciclos más avanzados de su vida, ha sido puesta de relieve por diversos autores (Gallo *et al.*, 1996; Poutziouris, 1998; Bhattachayra *et al.*, 2001; Laveren *et al.*, 2004; De la Fuente *et al.*, 2007; Blanco *et al.*, 2009; Molly *et al.*, 2010).

Por el contrario, resultados mixtos se evidencian en el trabajo llevado a cabo para empresas alemanas por Ampenberger *et al.* (2013), que concluye que el nivel de endeudamiento es menor en las empresas familiares en la etapa fundacional y las razones de tal resultado encuentran su explicación en los costes de agencia, aunque también se atribuye a otras razones, como puede ser la percepción que en esta primera etapa de la empresa familiar se tiene de los costes y beneficios de la deuda, pues la empresa familiar muestra una mayor preocupación por el riesgo de impago. Otra explicación se puede fundamentar en el hecho de que la mayor rentabilidad de las empresas familiares les permite una mayor capacidad para generar recursos internos y flujos de caja. Asimismo, otro argumento explicativo puede ser la motivación de no perder el control de la empresa y evitar la monitorización de los bancos, así como el menor acceso al crédito de las empresas familiares.

Algunos estudios empíricos muestran que la relación entre edad de la empresa y endeudamiento es negativa dada la mayor facilidad que las empresas más antiguas tienen para generar recursos propios (Vilabella *et al.*, 1997; Sogorb-Mira y López-Gracia, 2003). En el mismo sentido se pronuncian Duggal *et al.* (2010), que evidencian

en su estudio una relación negativa entre edad de la empresa y endeudamiento, lo que se explica por el hecho de que según transcurre el tiempo, las empresas familiares en su esquema de financiación, optan por reducir su nivel de endeudamiento.

Por el contrario, las conclusiones a las que llega un estudio llevado a cabo por Viera (2013) con empresas portuguesas ponen de manifiesto que existe una relación positiva entre la edad de la empresa y su endeudamiento, cuya explicación puede encontrarse en que los propietarios más antiguos presentan menores índices de financiación a través del capital (Romano *et al.*, 2000). En el mismo sentido, Gallo y Vilaseca (1998), Romano *et al.* (2000), Schulze *et al.* (2003).

La cuestión sobre si las empresas familiares se endeudan más o menos que las empresas no familiares es un tema que ha sido objeto de estudio en la literatura sobre empresa familiar sin que se hayan alcanzado resultados unánimes al respecto. Asimismo, este interrogante aparecerá vinculado a otras cuestiones, tales como si estas empresas experimentan una mayor restricción o facilidad en el acceso al crédito y las formas y medios de financiación que emplearán las mismas y su política de reparto de dividendos.

Kim y Sorensen (1986) encuentran que las empresas con alta participación de los *insiders* (internos como gerentes y miembros de las juntas directivas) tienen índices de endeudamientos más altos que las empresas con baja participación en la propiedad por parte de los mismos. Wiwattanakantang (1999), en su estudio empírico sobre empresas tailandesas, encuentra evidencias de que las empresas familiares en las que los accionistas están involucrados en la dirección de la empresa presentan altos niveles de deuda. En el mismo sentido, Short *et al.* (2009).

Por otra parte, el trabajo de Harijono (2005) revela que las empresas familiares, como media, tienen un ratio de endeudamiento superior en un 20 % respecto a las empresas no familiares. Ellul (2008), en un estudio empírico que abarca compañías de 36 países, evidencia que el temor a la pérdida de control induce a las empresas familiares a acudir a la financiación externa y a evitar la entrada de nuevos accionistas en su capital, poniendo de manifiesto una relación positiva entre empresas familiares con propiedad familiar mayoritaria y endeudamiento. La explicación se encuentra en el hecho de que los accionistas familiares que ostentan la mayoría temen la pérdida de control que significaría la entrada de nuevos accionistas en el capital, de forma que acudir al

endeudamiento es una fórmula válida para evitar la dilución de dicho capital (Mira, 2005; Vieira, 2013).

King y Santor (2008) mantienen que las empresas familiares presentan mayores ratios de endeudamiento siempre que, en la empresa, los derechos de propiedad y control sean iguales. Santana y Cabrera (2004) evidencian un mayor endeudamiento de las empresas familiares españolas cotizadas.

Gallizo y Vázquez (2013), en su estudio sobre empresas catalanas durante el periodo 2007-2011, ponen de manifiesto que las empresas familiares mantienen el mismo nivel de endeudamiento en todo el periodo analizado, ya que ni siquiera en los años de menor beneficio, las empresas familiares se ven obligadas a incrementar el endeudamiento bancario. Por otra parte, registran un patrimonio neto suficiente como para mantener una posición estable a lo largo de los años de estudio.

Sin embargo, las conclusiones de dichos estudios han sido puestas en entredicho por otras investigaciones empíricas. Una parte de los trabajos dedicados a esta cuestión revelan que la empresa familiar mantiene índices de endeudamiento mayores que la empresa no familiar (Poutziorius *et al.*, 2002; Schtulz, 1998; Dreux, 1990; Harris y Raviv, 1990; López-Gracia y Aybar-Arias, 2000; Zhou, 2012).

Las empresas familiares tienen un endeudamiento significativamente menor por término medio que las no familiares, independientemente del tamaño (Sonnenfeld y Spence, 1989; Gallo y Vilaseca, 1998; Casado y Menéndez, 2008; Menéndez, 2011). La aversión al riesgo de las empresas familiares es otra de las razones manifestadas por otras líneas de investigación que evidencian menores niveles de endeudamiento por dicha razón (Daily y Dolinger, 1992; Mishra *et al.*, 1999; Gallo *et al.*, 2004).

Sonnenfeld *et al.* (1989) consideran que las empresas familiares tienen menor nivel de deuda por el temor a perderlo todo en el caso de impago de los préstamos y para evitar dañar la reputación de la familia y poner en peligro las garantías personales aportadas. Albarrán *et al.* (2000) señalan que las empresas dirigidas por su propietario tienen un menor ratio de endeudamiento.

Mishra y McConaughy (1999), en su estudio sobre empresas norteamericanas, encontraron que las empresas familiares tenían un nivel de endeudamiento significativamente menor, y su causa la hallan no tanto en razones de dirección por

parte de los propietarios sino por las peculiaridades de la familia fundadora, en particular por los efectos negativos que la asunción de deuda puede llevar aparejada, como pueden ser el incremento del riesgo financiero y el temor a la pérdida de control de la empresa. También para empresas norteamericanas, Agrawal *et al.* (1990) evidencian que las empresas familiares generalmente presentan menores ratios de endeudamiento y poseen niveles de liquidez más favorables que las no familiares. Alcalde *et al.* (2001), en su estudio sobre la gran empresa familiar española cotizada en bolsa, encuentran menores tasas de endeudamiento de las empresas familiares españolas. Similares resultados para empresas americanas concluye la investigación llevada a cabo por McCounaghy *et al.* (2001).

El estudio llevado a cabo por Gallo *et al.* (2004) muestra que el endeudamiento es menor en las empresas familiares que en las no familiares. Además de la aversión al riesgo, se consideran como razones de este menor endeudamiento, la resistencia de los bancos y entidades financieras a conceder créditos a las pequeñas y medianas empresas familiares, así como los problemas burocráticos que implica el otorgamiento de este tipo de financiación externa. Dada la concentración de propiedad en las empresas familiares, se propone por una parte, que esta circunstancia puede favorecer el incremento de su endeudamiento perjudicando su situación financiera, mientras que otra línea de pensamiento defiende que el afianzamiento de los propietarios les induce a acudir a la financiación de capital para evitar riesgos (King *et al.*, 2008; Duggal *et al.*, 2010).

Gregory *et al.* (2005), en un estudio realizado con pequeñas y medianas empresas de Estados Unidos, concluyeron que las pequeñas empresas familiares tienen más dificultades para acceder al crédito, por lo que han de acudir a la financiación interna —personal o familiares—, antes que aceptar el alto coste de la deuda y además tienden a emplear alternativas de financiación a corto plazo.

Wu *et al.* (2007) ponen de manifiesto que la financiación de pequeñas empresas familiares es potencialmente diferente a las demás por razón de las economías de escala en las que la empresa se desenvuelve, de los mecanismos de control, de los costes de agencia y de la participación de la familia dentro de la dirección de estos negocios.

Por último, una tercera línea de trabajos empíricos concluye que no existen diferencias en el nivel de endeudamiento entre empresas familiares y no familiares o que las que se dan no son significativas.

Anderson y Reeb (2003) aprecian niveles similares de deuda entre empresas familiares y no familiares. Análoga conclusión alcanzan Duggal y Dinh (2010) en un estudio para empresas suecas, y no encuentran resultados significativos al respecto. En el mismo sentido, Brau (2002) no aprecia relación significativa entre el carácter familiar de la empresa y su nivel de endeudamiento. Similares conclusiones se alcanzan para empresas mexicanas del sector turístico (Esparza *et al.*, 2010).

Respecto a la cuestión de cómo se financian las empresas familiares, una primera aproximación permite señalar que el deseo de mantener el control de la sociedad y la aversión al riesgo motivarán que exista una resistencia inicial a la intervención de terceros en la sociedad, lo que provocará una mayor retención de beneficios para financiar las inversiones (Stein, 1989; Barton *et al.*, 1989; Ward, 1987; Poutziouris, 2001). Solo cuando esta autofinanciación no sea suficiente se acudirá a la financiación ajena, preferentemente bancaria (Ontiveros y Ruiz, 2005).

Por otra parte, el racionamiento del crédito a las empresas familiares, supone un condicionante a la hora de que la empresa familiar decida sobre su estructura financiera y ello, por regla general, conduce a la misma opción de autofinanciación.

Son diversos los estudios que evidencian esta preferencia por la autofinanciación, y es prácticamente unánime la conclusión de que esta decisión financiera tiene su causa en el objetivo de mantener el control de la sociedad.

Barton y Matthews (1989) pusieron de manifiesto que las empresas familiares se financian en mayor medida con beneficios no distribuidos, en lugar de acudir a las fuentes de financiación externa o permitir la entrada de nuevos capitales en la empresa. De esta forma, para seguir manteniendo el control, eliminan el pago de dividendos y reinvierten las utilidades en la empresa (Allouche y Amman, 1998; Ward, 1987; Poutziouris, 2001; Blanco-Mazagatos *et al.*, 2007).

Hussain *et al.* (2006), en un estudio comparativo entre pequeñas y medianas empresas familiares en Reino Unido y China, concluían que las empresas inglesas mostraban una preferencia por financiarse con fondos bancarios y en menor medida utilizaban sus propios recursos, mientras que las empresas familiares chinas lo hacían de forma inversa. En otros países como Turquía, la preferencia de las pequeñas y medianas

empresas familiares era por la financiación propia, dado el elevado coste de los mercados externos (Cemil *et al.*, 2006).

Hamilton y Fox (1998) han constatado que en el caso de las pequeñas empresas, ni siquiera se planifica la obtención de un ratio óptimo entre recursos ajenos y propios, por el citado miedo a perder el control del negocio, y establecen un orden de prioridades de las empresas familiares a la hora de obtener financiación: 1) recursos propios; 2) deuda a corto plazo; 3) deuda a largo plazo; 4) nuevos accionistas. López- Gracia y Sánchez-Andujar (2007) confirman, con empresas familiares españolas, que estas siguen una política financiera basada en la generación de financiación propia, aun renunciando al crecimiento con el fin de garantizar el control de la empresa.

Galve y Salas (2003) documentan que las empresas familiares pueden tener restricciones de crecimiento cuando se financian con recursos externos para salvaguardar su viabilidad. La emisión de acciones implicaría tener que compatibilizar los objetivos de la familia con los de los nuevos accionistas, mientras que la emisión de deuda hace más probable la pérdida del control y la gestión de la empresa cuando esta no pudiera atender los compromisos financieros.

Las ampliaciones de capital dirigidas a los miembros familiares también presentan problemas pues, o bien ya tienen vinculado su patrimonio personal en la empresa (directa o indirectamente como garantías) —situación propia de la primera generación—, o bien se encuentra en sucesivas generaciones donde hay un mayor interés en obtener el reparto de dividendos y no en invertir en la empresa familiar cuya propiedad es cada vez más dispersa.

Por ello, en muchas ocasiones la empresa opta por la autofinanciación procedente de reinversión de beneficios, lo que plantea también una serie de limitaciones al crecimiento de la empresa, en el que influyen factores tales como enfrentamientos entre socios familiares que son trabajadores activos y los que no lo son, e incluso distribuciones de dividendos que no sean racionales ni ortodoxas y hagan peligrar la viabilidad de la empresa (Dorta y Pérez, 2001).

La autofinanciación o utilización de fondos propios para financiarse, entronca directamente con la cuestión anteriormente señalada del reparto de dividendos en la empresa familiar. La política de reparto de dividendos en las empresas familiares no

obedece, en ocasiones, a criterios de mercado, sino a otro tipo de criterios no objetivos lo que implica que en muchas ocasiones los miembros de la familia que no trabajan en la sociedad opten por vender sus acciones o surjan conflictos con los gerentes de la misma (Gallo *et al.*, 2009). Numerosos estudios ponen de manifiesto que las empresas familiares mantienen políticas de distribución de dividendos más conservadoras que las empresas no familiares (Romano *et al.*, 2000; Barton y Matthews, 1989).

Las empresas familiares presentan menores tasas de distribución de beneficios que las empresas no familiares, por tres razones fundamentales: a) deseo de mantenimiento de su independencia y control; b) temor al riesgo financiero ya que la mayor parte del patrimonio de los propietarios directivos está invertido en la empresa; c) el reparto de dividendos disminuye el *free cash flow* que permite a los propietarios disponer libremente y sin control por parte de los accionistas minoritarios de algunas prebendas y pagos no pecuniarios (Poutziouris, 2001; Hirigoyen, 1985; Navarrete, 2012).

No obstante lo anterior, la distribución de beneficios en muchas ocasiones, o bien actúa como mitigador de los conflictos de agencia mediante el pago de dividendos más altos para evitar problemas con los accionistas minoritarios, o bien puede ser un barómetro de las preferencias de los miembros de la familia que, especialmente en las generaciones no fundadoras, exigen el pago de dividendos para su «consumo» personal, *clientele effect* y, en consecuencia, esta distribución de dividendos sirve para evitar o solucionar los conflictos entre los accionistas (De Angelo *et al.*, 2009; Pernsteiner y Dick, 2013).

En sentido contrario se manifiestan Carney y Gedajlovic (2002), quienes manifiestan que las empresas familiares, al utilizar de forma más eficiente los recursos financieros, tienen mayor liquidez y distribuyen mayores dividendos que las no familiares.

Una alternativa a la autofinanciación y a las ampliaciones de capital que presenta interés para la empresa familiar es la posibilidad de emitir acciones sin derecho a voto o mediante el acceso a los mercados de capital, lo que no debe considerarse como la culminación de una trayectoria o el acceso a una fase biológica superior, sino una decisión exclusivamente financiera, aunque sus implicaciones tienen una mayor incidencia que la mayor parte de las decisiones que se adoptan en este ámbito. Las motivaciones que suelen conducir a las empresas familiares a la emisión de acciones en el mercado de capital son, bien la de afianzar procesos de expansión de la empresa, sortear restricciones financieras o recuperar la inversión mantenida por el grupo

familiar, bien garantizar una mayor diversificación, o bien, obtener la liquidez derivada de la desinversión (Ontiveros y Ruiz 2005).

Helwege y Packer (2009), en un estudio llevado a cabo para empresas norteamericanas, tratan de determinar por qué las empresas familiares evitan emitir acciones en bolsa. El estudio pone de manifiesto que la razón no se encuentra en las mayores o menores oportunidades de crecimiento, ni en la mayor o menor rentabilidad, ni en las estructuras de gobierno corporativo, sino que la causa se encuentra en el interés por mantener el control de la misma por parte de la familia.

Algunos autores han argumentado que acudir al mercado de capitales por parte de la empresa familiar pudiera considerarse como la única opción que hiciera viable la empresa más allá de su capacidad de autofinanciación sin poner en peligro la supervivencia de la misma debido a unos niveles de endeudamiento demasiado elevados (Maherault, 2000; Álvarez, 2001).

Por último, la **financiación ajena** se diferencia de la propia en que ha de ser devuelta al vencimiento fijado y lleva aparejada unos costes financieros. En este sentido, la financiación ajena genera un riesgo financiero asociado al compromiso de pago, frente a la financiación propia que no tiene un coste explícito, pero sí un coste de oportunidad que viene representado por la rentabilidad que podría conseguirse en alternativas de inversión con un riesgo comparable (Menéndez, 2011).

La cuestión de la financiación ajena se encuentra íntimamente ligada a la cuestión antes señalada de si el carácter familiar de la empresa supone una ventaja o una restricción para la obtención de crédito. Los estudios empíricos que tienen por objeto dicha cuestión también evidencian resultados contradictorios.

Una primera aproximación parte de la premisa de la existencia de una dificultad de acceso a la financiación de las empresas familiares motivada, por una parte, por su escaso interés por utilizar mecanismos de financiación que puedan causar dilución de la propiedad y por otra, por el racionamiento del crédito debido a las asimetrías informativas que se dan entre el prestamista y el prestatario, fenómeno que se agrava en las empresas familiares de menor tamaño.

La opacidad informativa que presentan las pequeñas empresas familiares es una de las razones por las que los prestamistas tienen una desconfianza a la hora de financiarlas

por temor al riesgo moral y la selección adversa y esta desconfianza conlleva que exijan mayores garantías tanto aportadas por la empresa como por los propietarios de la empresa. La fuerte identificación entre familia y empresa se considera un factor de riesgo a la hora de financiar estas empresas ya que aumenta la posibilidad de incurrir en los costes de quiebra.

Los bancos e instituciones financieras tampoco adoptan una política que favorezca el que se lleve a cabo una diferenciación entre familia y empresa dado que su análisis no se centra en valorar la capacidad de la empresa de cumplir con el pago a vencimiento, sino que va a seguir tomando como baremo la riqueza personal de los propietarios, lo que genera que, aunque la empresa tenga amplios márgenes de beneficio, los niveles de endeudamiento se mantengan, porque la concesión del crédito suele estar sujeta a la formalización de avales personales que sirven como garantía para la devolución de los créditos (Navarrete, 2012).

El estudio llevado a cabo en EE. UU. con una muestra de empresas del mismo tamaño y sector concluye que las empresas familiares tienen menos posibilidades de endeudarse debido a la incertidumbre en la refinanciación, las mayores tasas de interés y el riesgo de no poder renovar la deuda (Mishra *et al.*, 1999).

Por el contrario, existe una serie de circunstancias que favorecen la obtención de crédito por parte de las empresas familiares. El *compromiso personal* y la *vocación de continuidad* del negocio actúan como elementos facilitadores de este acceso al crédito. También factores tales como la *reputación o fama de la empresa* actúan como elemento de confianza para las entidades financieras, por cuanto la relación que se establece entre prestamista y prestatario se basa en la confianza, en el historial de la empresa y en un recíproco interés: obtener un cliente con una orientación a largo plazo por parte de la entidad financiera, y obtener mejores condiciones cuando se acude a la financiación bancaria por parte de la empresa familiar (James, 1999; Pérez, 2002; Anderson *et al.*, 2003), especialmente si en la decisión de financiar por parte del banco o proveedor puede influir de forma decisiva la llamada *soft information* o «información blanda» que es una información construida a partir de una relación duradera entre ambas partes, y que se basa fundamentalmente en la reputación, confianza de pago de obligaciones o posibilidad de quiebra (Martín y Crespi, 2012).

En principio, estas ventajas podrían tener como consecuencia una reducción del coste del crédito para la empresa familiar. De nuevo se encuentran en este punto resultados divergentes entre quienes ponen de manifiesto que las empresas familiares presentan un menor coste de financiación que las empresas no familiares, extrayendo una relación positiva entre compromiso personal y obtención de crédito (Anderson y Reeb, 2003; Gallizo y Vázquez, 2013), y quienes lo limitan exclusivamente a los casos en los que existe una vinculación con los bancos de tipo relacional, es decir, cuando tienen una relación a largo plazo con un único banco en la confianza de tener una contrapartida de extracción de rentas en momentos de expansión (Martín y Crespi, 2012).

En sentido contrario, los trabajos de Brau (2002) ponen de manifiesto que el carácter familiar de la empresa no tiene implicaciones en la reducción del coste del crédito. García-Borbolla *et al.* (2004), en su estudio empírico llevado a cabo sobre empresas familiares andaluzas, revelan que el carácter familiar de la empresa cliente no resultó ser un factor, ni reductor del coste financiero, ni facilitador del acceso al crédito bancario y, por ende, influyó de manera directa en la mayor exigencia de avales en las operaciones crediticias de este tipo de empresas y, de igual modo, fueron penalizadas aquellas empresas donde el gerente participaba en el capital de la empresa. Conclusiones similares se confirman en los estudios llevados a cabo por Voodeckers y Steijvers, 2006 y Sánchez Pulido y Vendrell, 2013.

El estudio llevado a cabo con empresas portuguesas por Vieira (2013) evidencia diferencias entre empresas familiares y no familiares desde el punto de vista de la tangibilidad y concluye que las empresas familiares con más garantías o colaterales usan menos deuda. En sentido análogo Rajan *et al.* (1995) y López-Gracia y Sánchez-Andujar (2003).

La composición de la financiación externa en las empresas familiares también presenta disparidad de resultados en los diferentes trabajos empíricos. En principio, la definición de un modelo de la composición de la financiación externa resulta complicado pues no existe un criterio único para identificar sus determinantes. Por regla general, la financiación bancaria a largo plazo se considera un indicador de la calidad de la misma, pues denota una mayor confianza por parte de las entidades crediticias y no implica una obligación de renegociación continua de las condiciones de la financiación,

circunstancia que de producirse, implicaría, necesariamente, una mayor incertidumbre de los costes financieros futuros.

En el mencionado estudio llevado a cabo por Martín y Crespi (2012), relativo a la financiación externa de las empresas familiares, se concluye que no existe evidencia de que demanden un mayor volumen de deuda por «unidad de output» en comparación con las no familiares, ni en el periodo de expansión ni durante la etapa de crisis, pero sí revela que la proporción de deuda bancaria a largo plazo sobre el total de financiación es mayor en las empresas familiares que en las no familiares. McConaughy *et al.* (2001) observan un menor índice de deuda a corto plazo en las empresas familiares.

Zerrasqueiro *et al.* (2011) testimonian, para una muestra de empresas portuguesas, que cuando la financiación interna es insuficiente, las empresas familiares prefieren acudir a la deuda a largo plazo que a la deuda a corto plazo frente a las empresas no familiares que manifiestan una preferencia por la deuda a corto plazo. En resumen, con el fin de poder mantener el control de la empresa en el seno de la familia, las empresas preferirán la financiación externa a largo plazo, antes que aumentar el capital.

En un reciente estudio sobre empresas familiares españolas, se constata que estas siguen eligiendo para financiar su crecimiento la financiación bancaria y el uso de fondos propios, siendo estas elecciones las más comunes en España y en Europa. En concreto el 31 % de las empresas españolas dicen recurrir al endeudamiento, frente al 36 % de las empresas europeas, y es el 30 % de los encuestados en España y el 37 % en Europa quienes declaran hacer uso de fondos propios. La mayor diferencia entre el panorama europeo y el español se aprecia en los mercados alternativos. Un 7 % de las empresas familiares españolas los consideran opciones atractivas, mientras que solo el 1 % de las empresas europeas comparten esta apreciación (2.º Barómetro Europeo de la Empresa Familiar, KPMG, 2014).

Frente a la alternativa tradicional existente en la que la fórmula de obtener financiación por parte de la empresa familiar para satisfacer las necesidades de liquidez era, o bien vender la empresa, o bien posibilitar el acceso de nuevos accionistas, existen otras alternativas de financiación que además permiten no perturbar el objetivo de no perder el control que es básico en las empresas familiares. Dichas alternativas son: la recapitalización, el capital riesgo, *joint ventures*, sociedades de garantía recíproca, préstamos participativos, *angel bussiness*, etc. (Mason y Harrison, 2002; Sánchez

Andújar, 2004; Colomer y Espinet, 2009), si bien por regla general, las empresas familiares, en las decisiones gerenciales en el área de financiación, o están menos profesionalizadas o se apoyan menos en las opiniones de sus directores financieros que las empresas no familiares, con lo que suelen estar menos informadas de las fuentes financieras alternativas a las tradicionales (Caselli *et al.*, 2011; Duréndez y Mariño, 2013).

Como señalan estos autores, la identificación de una estructura de capital y una jerarquía financiera diferenciada en las empresas familiares permite afirmar que existe una cultura financiera propia de estas empresas que parte de las diferencias culturales financieras que les son propias y que vienen determinadas por la propia forma de ser de cada empresa y por los objetivos que la familia tiene en la misma.

3.3. LA ESTRUCTURA DE CAPITAL COMO FACTOR DE INFLUENCIA EN LA CONTINUIDAD DE LA EMPRESA FAMILIAR

Analizada la cuestión de cómo se articula la estructura de capital en la empresa, y sus implicaciones en la empresa familiar, a continuación se analizará cómo la configuración de aquella estructura influye de manera clara en la supervivencia o continuidad de la empresa, tanto desde una perspectiva general, como desde las implicaciones que la cuestión revela en la empresa familiar. Como señalan Melgarejo *et al.* (2007), la cuestión de la relación entre la estructura de capital y la supervivencia de la empresa no ha sido objeto de especial interés para la teoría financiera, y generalmente, cuando ha sido analizada, lo ha sido en el seno de las investigaciones relativas a la predicción de la quiebra o insolvencia de la empresa (Lizárraga, 1997; Ferrando y Blanco, 1998; Gandía *et al.*, 1995; Somoza, 2001; Mures y García, 2004; Pozuelo *et al.*, 2008, Castaño, 2013).

No obstante lo anterior, existe consenso general en la idea de que la combinación y acceso a las fuentes de financiación no es neutral en términos de desarrollo de una empresa (Arias *et al.*, 2007), ya que generalmente el alto nivel de endeudamiento ha sido identificado con mayores probabilidades de mortandad de la misma.

La mayoría de los estudios que se han ocupado de los factores determinantes de la supervivencia o mortandad de las empresas pueden clasificarse en dos grupos: los que se ocupan de los factores microeconómicos: relacionados con causas endógenas a la propia empresa, y los que se ocupan de factores macroeconómicos: relacionados con

causas exógenas a la misma y que guardan relación con la coyuntura económica general.

En esta línea, López García y Puente (2006) llevan a cabo un trabajo empírico sobre empresas españolas para tratar de determinar los factores por los que las empresas fracasan o no continúan, y distinguen entre causas que afectan a la empresa en particular, y causas relacionadas con el sector de la actividad en el que opera. Dentro del primer grupo de causas, destacan entre otras, la estructura de capital y las limitaciones financieras como factores de influencia, para acabar poniendo de manifiesto que el endeudamiento de las empresas tiene un efecto positivo en la continuidad de las mismas, hasta un determinado punto o nivel. A partir de dicho nivel, el mayor endeudamiento de la empresa tiene un efecto negativo en la supervivencia de la misma. Una de las posibles interpretaciones de este hecho podría venir determinada por la imperfección de los mercados, ya que en un mercado perfecto, la continuidad de una empresa dependería exclusivamente de su rentabilidad y de la estructura de capital por la que hubiera optado y que habría permitido asegurar dicha rentabilidad.

Desde otro punto de vista, Guariglia *et al.* (2013), en un estudio llevado a cabo para analizar el efecto de la carga de intereses de la deuda sobre la supervivencia de la empresa, y tomando como muestra compañías inglesas para el periodo 2000-2009, ponen de manifiesto que existe una relación directa entre el coste de la deuda asumida y la supervivencia de la empresa, y tales resultados se constatan en mayor grado en la continuidad de empresas de menor edad, que no exportan y que tienen relación de dependencia con un único banco. El estudio reafirma los resultados ya alcanzados por otros trabajos (Zingales, 1998; Farinha y Santos, 2006) que mantenían que empresas con mayores niveles de endeudamiento tienen mayores posibilidades de no sobrevivir, lo que se explica porque los altos índices de deuda incrementan el denominado *moral hazard* así como los problemas de información asimétrica.

El estudio llevado a cabo por Gil de Albornoz y Giner (2013) en los sectores de construcción e inmobiliario españoles corroboran que, en ambos sectores, el efecto del nivel de endeudamiento influye en el fracaso empresarial de las empresas analizadas. El mismo resultado arroja el estudio sobre la supervivencia de empresas constructoras e inmobiliarias españolas llevado a cabo por Ganga *et al.* (2014), que pone de manifiesto la importancia del endeudamiento en la supervivencia de este tipo de empresas,

especialmente marcado por la dependencia de estos sectores del mercado financiero para financiar sus inversiones y pagar sus obligaciones.

Charitou *et al.* (2004), en el estudio empírico llevado a cabo sobre compañías inglesas, confirmaron la importancia que el factor endeudamiento tiene para la supervivencia de la empresa, al concluir que una de las principales causas por las que esta fracasa es por su incapacidad de asumir las cargas de deuda contraída. En el mismo ámbito geográfico y para pequeñas y medianas empresas se confirmó la relación positiva entre nivel de endeudamiento y fracaso de la empresa.

Hilston (2013) lleva a cabo un estudio sobre empresas minoristas de Estados Unidos para el periodo 2005-2012 y concluye que las empresas con menos liquidez, menor rentabilidad y con mayor nivel de endeudamiento tienen más posibilidades de no continuar su actividad. Por el contrario, las empresas con un ratio de endeudamiento reducido tienen mayores oportunidades de supervivencia, ya que la financiación a través de fondos propios es un mecanismo que disminuye los problemas de subinversión asociados a la financiación con deuda (Lang *et al.*, 1996; Alonso, 2000).

La relación entre el nivel de endeudamiento y la continuidad de la pequeña y mediana empresa ha sido objeto de especial interés por parte de la literatura sobre fracaso empresarial, ya que la dificultad que tienen este tipo de empresas para acceder a la financiación influye en su supervivencia (Arias y Quiroga, 2008). La falta de recursos financieros, fuentes inadecuadas de financiación y alto endeudamiento son factores que se consideran como mayor riesgo de su no continuidad en el mercado (Peña, 2002). Por su parte, Esparza *et al.* (2012), para pequeñas empresas mexicanas de una determinada área geográfica, defienden que existe una estructura óptima de capital de las empresas que les permite sobrevivir más tiempo, lo que coincide con la hipótesis de la teoría de Modigliani y Miller (1963) y Miller (1977).

Romero Espinosa (2013), en un estudio sobre pequeña y mediana empresa de Colombia, pone de manifiesto que las empresas con mayor grado de apalancamiento a largo plazo, un pasivo total alto, y una baja concentración de activos líquidos en relación a su activo total, determinan una menor supervivencia de las mismas, de forma que el alto endeudamiento y la falta de liquidez motiva su fracaso o desaparición. En el mismo sentido, Bradley y Rubach (1999) mantienen que la falta de recursos financieros

y las fuentes limitadas de capital son una de las causas más frecuentes de la no continuidad de las pequeñas empresas.

El estudio llevado a cabo por Arias *et al.* (2008) para nuevas empresas españolas que nacieron entre 1995 y 2002, pone de relieve que las empresas que nacen con una proporción mayor de fondos propios tienden a sobrevivir durante un plazo mayor. Análogas conclusiones se alcanzan en el estudio de Arias y Quiroga (2008) para pequeñas y medianas empresas colombianas en el que constatan que, a más endeudamiento, menores serán las posibilidades de supervivencia de la empresa. De esta forma, en los primeros años de vida, la empresa asumirá su crecimiento con un amplio nivel de apalancamiento en la financiación ajena, pero es posible que un cálculo erróneo de la dimensión del negocio, o el propio endeudamiento excesivo, pudiera motivar que la empresa no consiga despegar de forma equilibrada, poniendo en peligro su continuidad en el mercado.

Rodríguez *et al.* (2014), en un estudio sobre pequeñas y medianas empresas gallegas, ofrecen evidencias de que la relación entre rentabilidad y flujo de caja acaba influyendo en el nivel de endeudamiento de la empresa, ya que las empresas en dificultades, al tener problemas para generar recursos financieros, registran un mayor grado de apalancamiento, lo que las conduce a una situación de presión creciente sobre los ingresos, a la erosión del capital social y finalmente, a la quiebra y desaparición.

Por el contrario, numerosos estudios revelan que las empresas grandes tienen un mayor acceso a fuentes de financiación externa y ello determina que tengan mayores posibilidades de supervivencia o continuidad (Dunne *et al.*, 1988; Mata y Portugal, 1994 y Pérez *et al.*, 2004, para empresas norteamericanas, portuguesas y españolas, respectivamente). Bridges y Guariglia (2008), para empresas inglesas, pusieron de manifiesto que las compañías exportadoras tenían mayor acceso a los mercados financieros y mayor probabilidad de continuidad. Análogos resultados alcanzan Gorg y Spaliara (2009) para empresas francesas e inglesas.

Vaknin (2010) pone de relieve en su estudio empírico que no existen diferencias significativas entre la estructura de capital de las empresas familiares y no familiares, si bien las primeras presentan estructuras más conservadoras y una mayor «salud financiera», lo que se traduce en un menor índice de empresas familiares en quiebra o situación de insolvencia.

Gómez *et al.* (2008), para pequeñas y medianas empresas familiares, confirman que los mayores niveles de endeudamiento implican una mayor probabilidad de fracaso o no continuidad, al poner de manifiesto que a medida que el coste del endeudamiento incrementa, la probabilidad de insolvencia será mayor, pues se reduce la capacidad de obtener recursos para cumplir con las obligaciones de devolución de la financiación ajena y disminuye el efecto apalancamiento financiero, con la consiguiente repercusión en el rendimiento de los fondos propios.

Wallace (2010), en su estudio sobre empresas familiares americanas, propone como hipótesis de trabajo que las empresas con mayores niveles de endeudamiento experimentarán menor éxito empresarial y menor rentabilidad, y confirma que se dan dichas proposiciones en la muestra estudiada.

Por su parte, Wahlquist y Narula (2014), en su estudio sobre empresas noruegas, evidencian que las empresas familiares con mayores tasas de endeudamiento tienen menores índices de supervivencia. Dicho estudio revela que las empresas familiares están inicialmente financiadas con mayor nivel de deuda, especialmente deuda a largo plazo y registran una alta concentración de propiedad. La inclusión de accionistas minoritarios tiene lugar en un momento posterior del ciclo de vida en las empresas familiares respecto a las empresas no familiares, especialmente si el CEO es un miembro familiar. Asimismo, concluyen que las empresas familiares tienden a sobrevivir más que las no familiares, salvo en el caso de que presenten grandes niveles de endeudamiento.

Todos los anteriores planteamientos permiten formular la siguiente hipótesis:

H1: Se espera que un incremento del nivel de endeudamiento haga más probable la no continuidad de la empresa familiar.

4. LA RENTABILIDAD COMO FACTOR DE INFLUENCIA EN LA CONTINUIDAD DE LA EMPRESA FAMILIAR

Este apartado sigue una estructura similar al anterior, de forma que tras una exposición del concepto de rentabilidad, tanto económica como financiera, como medida de eficiencia de la empresa, se ocupará de la revisión de la literatura sobre la influencia de la propiedad familiar en la rentabilidad de la empresa. Por último, se llevará a cabo un análisis de la rentabilidad como factor de influencia en la continuidad de la empresa familiar.

4.1. LA RENTABILIDAD COMO MEDIDA DE EFICIENCIA DE LA EMPRESA. PLANTEAMIENTO GENERAL

Con carácter general, la rentabilidad es una noción que se aplica a toda acción económica en la que se movilizan unos medios materiales, humanos y financieros, con el fin de obtener unos resultados. Son diversas las fórmulas que tratan de definir el término rentabilidad, pero una primera aproximación a las mismas permite identificarlo como la medida del rendimiento que, en un determinado periodo de tiempo, producen los capitales utilizados en el mismo, partiendo de la premisa de la comparación entre la renta generada y los medios utilizados para obtenerla, con el fin de que pueda optarse entre varias alternativas o valorar la eficacia de las acciones realizadas, según el análisis se realice a priori o a posteriori (Sánchez, 2002).

Una definición amplia de rentabilidad la configura como la capacidad de la empresa para generar resultados a partir de la adecuada aplicación, en la actividad empresarial, de una serie de recursos (Dyer, 2006; García Pérez de Lema *et al.*, 2001). La rentabilidad, de esta forma, se constituye como una variable esencial para la continuidad o supervivencia a largo plazo de la organización, que determina de manera directa su propia capacidad competitiva (García de la Borbolla *et al.*, 2007).

Cortés *et al.* (2011) exponen que la teoría financiera ha construido dos fundamentales líneas teóricas para determinar los factores que afectan a la rentabilidad de una empresa. Por una parte, desde la perspectiva de la organización industrial se mantiene que la rentabilidad de una empresa dependerá de las características estructurales del sector en el que la firma opera (Scherer y Ross, 1990), y por otra parte, desde la perspectiva de

los recursos y capacidades se predica que la rentabilidad de cada empresa viene marcada por sus recursos y capacidades propios (Barney, 1991).

Por otra parte, son numerosos los estudios que se han desarrollado para tratar de explicar los factores que contribuyen a explicar la rentabilidad empresarial, diferenciándose entre estudios descriptivos en los que se emplea una metodología tradicional para el análisis financiero de los datos contables y los estudios empíricos que pretenden por una parte, la identificación de los factores que diferencian las empresas rentables de las no rentables y por otra, la identificación de la rentabilidad como variable explicativa fundamental de la solvencia y crecimiento de la empresa (Pérez González *et al.*, 2002), destacando entre los segundos los llevados a cabo para empresas españolas (Antón *et al.*, 1990; Fernández y García Olalla, 1991; Fernández *et al.*, 1996).

La rentabilidad como categoría general se descompone, a su vez, en dos conceptos básicos: la rentabilidad económica y la rentabilidad financiera. Asimismo, la relación entre ambos tipos de rentabilidad vendrá influida por el concepto de apalancamiento financiero, que actuará como amplificador de la rentabilidad financiera respecto a la económica si esta última es superior al coste medio de la deuda, y como reductor en caso contrario. Las rentabilidades económica y financiera se consideran como factores de máxima utilidad a la hora de valorar los procesos de inversión y gestión de la empresa (Acedo *et al.*, 2005) y la interrelación entre ambas ha sido puesta de manifiesto por gran número de estudios, concluyéndose que si varía una, varía la otra (Sánchez, 1994).

La rentabilidad económica o de inversión es una medida del rendimiento de los activos de una empresa con independencia de cómo estos hayan sido financiados, y dicha medición se realiza referida a un determinado periodo de tiempo. Esta medida se convierte en un indicador básico para juzgar la eficiencia de la gestión empresarial, pues el comportamiento de los activos, aislado de su forma de financiación, determinará si una empresa es o no rentable en términos económicos. Representa, desde una perspectiva económica, el rendimiento de la totalidad de la inversión de la empresa.

La rentabilidad financiera o de fondos propios es una medida del rendimiento obtenido por esos capitales propios, generalmente con independencia de la distribución del resultado y dicha medición es referida a un determinado periodo de tiempo. La rentabilidad financiera expresa el porcentaje de rendimiento obtenido sobre los fondos

propios (Rivero, 1998). Esta medida se convierte en una categoría de rentabilidad más cercana a los accionistas o propietarios y suele considerarse el indicador que los directivos buscan maximizar en interés de los propietarios y accionistas. Representa, desde un punto de vista económico, la tasa con la que se remunera a los recursos propios de la empresa.

Por otra parte, una rentabilidad financiera insuficiente supone una restricción a nuevos fondos propios en un doble sentido. Por una parte, porque es indicativa de los fondos generados internamente por la empresa y por otra, porque puede ser una restricción de la financiación externa (García *et al.*, 2008).

Las variables económico-financieras son los factores explicativos por excelencia del rendimiento empresarial ya que, con independencia de sus limitaciones, ofrecen una información objetiva y comparable de la situación de la empresa (Núñez-Cacho *et al.*, 2012). Las rentabilidades económica y financiera son algunas de las medidas más frecuentemente utilizadas, tanto en la práctica como a nivel teórico, para valorar los proyectos de inversión, la gestión de una empresa, el establecimiento de incentivos para los empleados y la maximización del valor de mercado de la empresa (Acedo *et al.*, 2005). Nicholson y Kiel (2003), tras una revisión de la literatura sobre el resultado económico de las empresas, mantienen que la rentabilidad económica es el factor más empleado para la medición del mismo. La mayoría de los estudios sobre el rendimiento económico de las empresas utilizan los índices de ROA, la «Q de Tobin» y el crecimiento de las ventas (Kowaleski *et al.*, 2010; Sciascia y Mazzola, 2008; Machek *et al.*, 2013).

La eficiencia de la empresa puede ser medida de acuerdo con indicadores financieros y no financieros, como se ha expuesto anteriormente. Sin embargo, la eficiencia económica, que es la que interesa poner de relieve en este punto, ha de ser medida como el resultado de valorar el efecto de las políticas y la dinámica operacional financiera de la empresa, basándola en los resultados «monetarios» de la misma.

La rentabilidad es, por tanto, un indicador básico de la marcha de la empresa y se configura como una condición necesaria para lograr el crecimiento a medio y largo plazo, puesto que en un sistema de mercado la continuidad o supervivencia de la empresa depende de la consecución de un beneficio suficiente para remunerar a todos los agentes que intervienen en la misma. La rentabilidad es un factor clave de la eficacia

pues cualquier aspecto relevante de la actividad empresarial se traduce en ella (García *et al.*, 2008).

4.2. LA PROPIEDAD FAMILIAR Y LA RENTABILIDAD DE LA EMPRESA

Los anteriores argumentos pueden extrapolarse a la empresa familiar. Las medidas de rendimiento económico empresarial, rentabilidad económica, rentabilidad financiera y endeudamiento, son las más empleadas para determinar el resultado económico de las empresas familiares (Barontini y Caprio, 2005; Bhagat y Bolton, 2008; Navarro y Sacristán, 2011; Sabanci, 2012). Rutheford *et al.* (2008) llevaron a cabo una revisión sobre los estudios que medían el rendimiento en la empresa familiar, analizando los indicadores empleados con más frecuencia en los mismos, y concluyendo que la rentabilidad económica y la rentabilidad financiera eran empleados en el 31 % de dichas investigaciones (Núñez-Cacho *et al.*, 2012).

En todo caso, pese a la relevancia de las empresas familiares en toda la economía mundial, la literatura sobre la influencia que dicho carácter familiar tiene en el rendimiento de la misma es escasa (Pindado *et al.*, 2011), de forma que, como señalan Yu *et al.* (2012), la cuestión de cómo la empresa familiar logra sus objetivos a través de los resultados económicos es una materia que merece una mayor atención por parte de los investigadores.

La forma en que la estructura de propiedad de la empresa influye en sus niveles de rentabilidad y eficiencia se ha venido explicando básicamente desde los marcos teóricos de la teoría de la agencia y los costes de transacción. Una primera interpretación desde estos planteamientos podría llevar a la conclusión de que las empresas familiares deberían presentar niveles de rentabilidad comparativamente superiores por la confusión de los roles de principal y agente (Aronoff y Ward, 1995; Daily y Dollinger, 1992; Camisón 2001; Reyes y Sacristán, 2003), y que los menores costes de agencia deberían traducirse en una mayor eficiencia en su rendimiento (Maury, 2006; Cabrera-Suárez *et al.*, 2001).

Siguiendo dicha línea argumental, podría mantenerse que la concentración de la propiedad puede mejorar el control de la dirección de la empresa, pues la riqueza de la familia está unida al resultado económico de la misma, y por otra parte, podría motivar que se tomen decisiones de inversión que tengan en cuenta más el largo plazo que el

corto plazo (James, 1999). Las empresas familiares tienen mayores incentivos que las no familiares para usar los recursos de forma más eficiente dando lugar a que obtengan una mayor rentabilidad que las empresas no familiares (Harvey, 1999; McConaughy *et al.*, 1998). La supervivencia de la empresa familiar viene marcada por la interacción del propietario y la empresa, lo que implica un mayor grado de conocimiento, un sistema más eficaz de toma de decisiones, y en consecuencia, un mayor resultado económico de la empresa (King y Santor, 2008).

En conclusión, y desde esta perspectiva, la disminución de los costes de agencia tendría su justificación en tres efectos simultáneos: a) la alineación de intereses haría menos necesario el control del agente, con la consiguiente reducción de los costes de supervisión; b) la confusión de los roles principal y agente reduciría los comportamientos oportunistas y c) las actuaciones de los intervinientes de la empresa irían encaminadas a la maximización de la función de utilidad, en este caso del principal, minimizándose, por tanto, los costes residuales (Pertusa y Rienda, 2003; Sánchez *et al.*, 2009). En términos análogos, otros trabajos sistematizan los factores que explican un mayor rendimiento de la empresa familiar en los siguientes: a) la reducción de los costes de agencia; b) la orientación a largo plazo propia de la empresa familiar; c) la consistencia del sistema de valores compartidos entre los miembros de la empresa familiar; d) la peculiar conexión de la familia y la empresa definida a través de la denominada *familiness* y e) el limitado recurso de las empresas familiares a la deuda (Allouche *et al.*, 2008).

Sin embargo, esta primera reflexión ha de ponerse en entredicho ya que existen numerosos trabajos que ponen de manifiesto que la naturaleza familiar de la empresa tiene una influencia negativa en sus niveles de rentabilidad, desmintiendo que la concentración entre propiedad y control y la confusión de roles antes mencionada eviten o atenúen los conflictos de agencia y los problemas de asimetría informativa. La propiedad de la familia puede significar que la empresa presente menores niveles de eficiencia por distintos motivos, tales como el hecho de que se usen los recursos para satisfacer intereses particulares, se renuncie a oportunidades de crecimiento y se produzcan conflictos de agencia con los accionistas no familiares (Fama y Jensen, 1983; Shleifer y Vishny, 1997).

King y Sator (2007) llevan a cabo una sistematización de las razones por las que la concentración de la propiedad puede conducir a un efecto negativo en el resultado económico de la empresa. En primer lugar, los altos niveles de concentración de la propiedad incrementan los conflictos de agencia entre accionistas controladores y accionistas minoritarios. En segundo lugar, los directivos o accionistas mayoritarios pueden promover actuaciones que maximicen su utilidad personal a costa de adoptar medidas que suboptimicen los recursos de la empresa (por ejemplo, mediante la consumición de los beneficios o el pago de compensaciones excesivas a los directivos miembros de la familia). En tercer lugar, la concentración de la riqueza o patrimonio de la familia en la empresa y el objetivo de mantenerla como legado, puede significar una excesiva aversión al riesgo y una renuncia a estrategias de expansión rentables o incluso a alianzas y fusiones que podrían incrementar el rendimiento de la empresa. Por último, el establecimiento de mecanismos que separen las diferentes categorías de voto debilitan la alineación de intereses entre accionistas controladores y accionistas minoritarios y favorecen la posibilidad de que los accionistas mayoritarios expropien los beneficios de los minoritarios (De Angelo *et al.*, 1985; Johnson *et al.*, 2000).

Asimismo, en el referido estudio, King y Sator (2008) continúan indicando que la concentración de la propiedad puede no tener influencia en la rentabilidad de la empresa debido a los problemas de endogeneidad que conlleva, ya que los resultados económicos variarán teniendo en cuenta cada empresa, el sector en el que opera y el sistema institucional en el que se desarrolla. De esta forma, afirman que mercados eficientes tendrán como consecuencia mejores estructuras de propiedad, y empresas con estructuras de propiedad ineficientes llevarán aparejada la no continuidad de la empresa en el tiempo y, por consiguiente, la estructura de propiedad no será un factor determinante del resultado económico de la empresa (Demsetz y Lehn, 1985; Kole y Lehn, 1997).

En definitiva, la propiedad de la familia puede tener resultados positivos y negativos en el funcionamiento económico de la empresa. Numerosas investigaciones empíricas concluyen que no existe una relación lineal entre concentración de la propiedad y rendimiento económico en las empresas familiares (Thomsen y Pedersen, 2000; Anderson y Reeb, 2003; Maury, 2006; Pindado *et al.*, 2008). En este sentido, se mantiene que, cuando la propiedad es menos concentrada, hay un efecto positivo en el resultado económico, al existir un mayor control. Sin embargo, mayores grados de

concentración de la propiedad tienen un efecto negativo, por la hipótesis de la posibilidad de expropiación de los beneficios de la sociedad por parte de los accionistas mayoritarios en detrimento de los derechos de los minoritarios.

Todos los anteriores planteamientos tienen su reflejo en los estudios llevados a cabo para medir el rendimiento o rentabilidad de las empresas familiares, de forma que los resultados entre unos y otros muestran evidencias contradictorias, tanto en los resultados empíricos como en los argumentos teóricos (Van Essen *et al.*, 2012). Las predicciones teóricas del impacto de la propiedad familiar en la rentabilidad de la empresa no son unidireccionales (Donnelley, 1964).

A continuación, se llevará a cabo una revisión de los trabajos llevados a cabo en el campo de la literatura sobre empresa familiar, en los que se compara la rentabilidad de las empresas familiares y no familiares y en los que se han utilizado como variables la rentabilidad económica y la rentabilidad financiera, aisladamente o en combinación con otras variables. La revisión de la literatura se realizará exponiendo en primer lugar los estudios que concluyen que el carácter familiar de la empresa influye positivamente en la rentabilidad o rendimiento de la misma. Un segundo bloque estará formado por la relación de trabajos que muestran como resultado el signo negativo de la anterior relación y por último, un tercer grupo en el que se incluyen los estudios que concluyen con resultados mixtos o que no evidencian ninguna relación significativa entre el carácter familiar de la empresa y su rentabilidad.

El primero de los estudios que pone de manifiesto la relación positiva entre rentabilidad y empresa familiar es el que Daily y Dolinger (1992) realizaron sobre empresas de menos de 500 trabajadores en el sector industrial, comparando entre empresas familiares y no familiares y tomando como medidas el tamaño de la empresa, el crecimiento, el margen de beneficio y la rentabilidad, para concluir que las empresas familiares registraban un mayor índice de crecimiento de ventas, mayor margen de beneficio y por tanto, mayor rentabilidad que las empresas no familiares.

McCounaghy *et al.* (2001) desarrollaron un estudio sobre 219 empresas norteamericanas del mismo tamaño y sector de actividad, concluyendo que las empresas familiares presentaban mayores niveles de rentabilidad, mayor capital circulante, mayores tasas de crecimiento y menores niveles de endeudamiento. Estos resultados coinciden con lo evidenciado en estudios anteriores en los que se había demostrado la

mayor rentabilidad de la empresa familiar por los menores costes de agencia que han de soportar (McCounaghy *et al.*, 1998; McCounaghy y Philips, 1999).

En el ámbito de la gran empresa americana, Anderson y Reeb (2003), sobre una muestra de 403 empresas norteamericanas en el periodo comprendido entre 1992-1999, concluyeron que la rentabilidad de las grandes empresas americanas en las que existía presencia de la familia fundadora o presencia de miembros familiares en el Consejo de Administración, era mayor que en las empresas no familiares. El planteamiento teórico parte de la premisa de que la empresa familiar presentará menor rentabilidad por los conflictos de agencia y oportunismo que pueden aparecer en el seno de la misma, y pese a la evidencia empírica, introducen una matización en sus resultados, indicando que los niveles de concentración de la propiedad en manos de la familia alcanzarán un determinado punto de inflexión en el que la tendencia variará de sentido y el incremento de dicha concentración afectará negativamente a la rentabilidad (Herrero, 2011).

Lee (2004 y 2006) desarrolla dos estudios en torno a la cuestión, tomando como medidas la rentabilidad económica, la rentabilidad financiera, los márgenes de beneficio, y la «Q de Tobin». El planteamiento de este autor tiene como punto de partida la idea de que las características únicas de la empresa familiar y sus elevados niveles de confianza y compromiso influirán en la mayor eficiencia de las mismas respecto a las empresas no familiares, si bien los conflictos que pudieran existir entre la familia y la empresa podrían afectar a dicha eficiencia. La evidencia empírica de sus trabajos lleva a la conclusión de que las empresas familiares crecen más rápidamente y son más rentables e incluso, que dicha rentabilidad puede verse incrementada si los miembros fundadores familiares intervienen en la dirección de la empresa. Asimismo, el estudio desarrollado en el año 2006 por este autor en el que se contemplan los efectos de la recesión del año 2001, pone de manifiesto que las empresas familiares, en momentos de crisis económicas, presentan mayores niveles de estabilidad en el empleo y continuidad.

El estudio empírico desarrollado por Maury (2006) toma como muestra 1.672 empresas no financieras de Europa Occidental para examinar la influencia del control familiar en su rendimiento, medido en términos de rentabilidad económica, rentabilidad financiera y «Q de Tobin». Los resultados muestran que el control activo de la familia está asociado a un mayor nivel de rentabilidad de la empresa, mientras que si dicho control

de la familia no es activo, no tiene efectos en la rentabilidad de la empresa. Las conclusiones del trabajo confirman que el control de la familia en la empresa reduce los costes de agencia entre directivos y propietarios pero puede agravar los conflictos entre la familia y los accionistas minoritarios, especialmente si el sistema legal no establece las debidas medidas de protección para estos últimos. En similares términos, Barontini y Caprio (2006) constatan que el control familiar conduce a un mejor resultado corporativo en los países de Europa Occidental para una muestra de 675 empresas y el periodo comprendido entre 1999-2001, si bien dicha desventaja desaparece cuando en la siguiente generación el CEO es familiar. En análogo sentido y para una amplia muestra de empresas de Europa Occidental, concluye el estudio llevado a cabo por Belenzon y Zarutskie (2012). Bauwraerts y Colot (2013), en su estudio sobre empresas belgas en el periodo de crisis 2002-2011, evidencia que las empresas familiares presentan mayores niveles de rendimiento económico.

Sraer y Thesmar (2007) llevan a cabo un estudio sobre empresas familiares francesas cotizadas en bolsa para el periodo 1994-2000, evidenciando que presentan mayores índices de rentabilidad y valor de cotización de mercado que las empresas no familiares, especialmente en aquellos casos en que la empresa familiar está dirigida por un directivo profesional.

Allouche *et al.* (2008), en su estudio empírico sobre empresas japonesas y tomando como medidas de eficiencia la rentabilidad económica, la rentabilidad financiera y el ratio ROIC, llevan a cabo una comparación entre empresas familiares y no familiares. El marco teórico del que parten estos autores es que los menores costes de agencia de la empresa familiar y el horizonte a largo plazo de los directivos familiares deberían influir en una mayor rentabilidad de las empresas familiares. Las premisas formuladas quedan contrastadas por el resultado del trabajo que demuestra una mayor rentabilidad de las empresas familiares japonesas frente a las no familiares, confirmando las conclusiones alcanzadas en otros estudios para una muestra similar (Kurashina, 2003).

Miralles *et al.* (2012), en un estudio dirigido a analizar las diferencias de rentabilidad entre las empresas familiares y no familiares cotizadas en la bolsa española para el periodo 1999-2008, dejan constancia de que las empresas familiares de reducido tamaño obtienen una rentabilidad significativamente superior a la obtenida por las empresas no familiares cotizadas en el mercado español.

El amplio estudio empírico llevado a cabo por Cruz y Núñez (2012) sobre una muestra de 2.423 empresas cotizadas en el ámbito europeo (38 países), para el periodo 2001-2010, concluye que las empresas familiares europeas cotizadas han generado un mayor valor para sus accionistas durante el periodo analizado, y este no solo se refleja en sus mayores índices de rentabilidad económica y rentabilidad financiera sino también en una mayor rentabilidad bursátil. De forma que, el «efecto familia» para el conjunto de empresas analizadas y el periodo considerado tiene un efecto positivo que contrarresta los efectos negativos derivados del posible conflicto de intereses entre la consecución de objetivos no monetarios y los objetivos económicos, del que generalmente se predica que lleva aparejada una expropiación de los derechos de los accionistas minoritarios por parte de los propietarios familiares (Morck y Yeung, 2003).

Santana y Cabrera (2001), en un estudio sobre el comportamiento y resultado de 115 empresas no familiares cotizadas y no cotizadas en el mercado español, evidencian resultados positivos en la rentabilidad financiera y económica de las empresas familiares, lo que se interpreta como confirmación de que las empresas familiares experimentan unos menores costes de agencia, si bien en el desarrollo de sus conclusiones, matizan la anterior afirmación teniendo en cuenta que el efecto reductor de dichos costes de agencia puede venir potenciado por la disciplina que exige el mercado bursátil.

Como se indicaba anteriormente, el segundo bloque está formado por los trabajos que concluyen que la propiedad familiar implica una relación negativa con la rentabilidad de la misma y que, a continuación, se relacionan sin ánimo de exhaustividad.

Morck *et al.* (1998), en un estudio de 500 empresas canadienses y tomando como medidas la rentabilidad económica, financiera y la «Q de Tobin», concluyen que las empresas familiares no presentan mayor rendimiento que las empresas no familiares.

Smith y Amoako-Adu (1999) llevan a cabo un estudio empírico sobre 124 empresas familiares canadienses en las que ha tenido lugar un proceso de sucesión y tomando como referencia el indicador ROA, evidencian una menor rentabilidad económica y menor valor de cotización en las empresas familiares, cuando la dirección está encomendada a un miembro familiar. En términos similares, Pérez-González (2006) desarrolla un estudio empírico en el que tras el proceso de sucesión, la designación de un CEO familiar influye en la menor rentabilidad de la empresa, frente a las empresas

que designan un CEO no familiar, que no experimentan cambios negativos en cuanto a su resultado económico. Lauterbach y Vaninsky (1999), en un estudio de 280 empresas en Israel, evidencian que las empresas dirigidas por los propietarios, incluyendo las empresas familiares, presentan menos rendimiento que las empresas dirigidas por directivos profesionales.

Molly *et al.* (2010), en su estudio empírico con una muestra de 2.500 empresas flamencas, no llegan a resultados significativos en el resultado económico de las empresas en las que se ha desarrollado un proceso sucesorio. Schulze *et al.* (2001) desarrollan un estudio empírico en base al cual, partiendo de la teoría de la agencia, mantienen que la concentración de la propiedad en la familia exacerba los problemas de oportunismo de los propietarios, lo que afecta negativamente al rendimiento económico de la empresa familiar. Por su parte, Faccio *et al.* (2001) proporcionan evidencia empírica de que la propiedad familiar podría ser perjudicial para los accionistas minoritarios cuando la protección de los inversores es débil.

En el ámbito de estudios de empresas familiares del norte de Europa, destacan los estudios llevados a cabo en empresas suecas, noruegas y danesas. Respecto a las primeras, Cronquist y Nilsson (2003) desarrollan un estudio sobre 309 empresas durante el periodo 1991-1997, en el que revelan una menor rentabilidad de las empresas familiares, especialmente para aquellas en las que existe un mayor grado de concentración del voto. Análogas conclusiones evidencia el estudio llevado a cabo por Barth *et al.* (2005), tomando como muestra empresas familiares y no familiares noruegas. Respecto a las empresas danesas, Bennedsen *et al.* (2006) investigan el impacto de las características familiares en la toma de decisiones de la empresa, y las consecuencias de dichas decisiones en el resultado económico de la misma. La sucesión en la persona del CEO revela un impacto negativo en la rentabilidad de la empresa familiar, especialmente en empresas pertenecientes a sectores de gran crecimiento y empresas grandes.

Sciascia y Mazzola (2008), en su estudio empírico sobre pequeñas y medianas empresas italianas, evidenciaron la menor rentabilidad de las empresas familiares pese a que la hipótesis planteada pretendía hallar una relación positiva entre la influencia familiar y el rendimiento de la empresa. Los autores mantienen que los beneficios derivados de las características de la empresa familiar —orientación a largo plazo y capital «paciente»—

se ven contrarrestados por otras circunstancias tales como los salarios excesivos a los miembros de la familia, la política de reparto de dividendos, el nepotismo y los conflictos entre accionistas.

Ibrahim y Samad (2011) llevaron a cabo un estudio para analizar la relación entre los mecanismos de gobierno corporativo y el rendimiento económico entre empresas familiares y no familiares en Malasia, en el periodo 1999-2005, tomando como elementos de medida la rentabilidad económica, la rentabilidad financiera y la tasa «Q de Tobin». Los resultados pusieron de manifiesto que los valores de rentabilidad económica y «Q de Tobin» eran menores en las empresas familiares que en las no familiares.

Sacristán Navarro *et al.* (2011), en su estudio empírico sobre 118 empresas en el ámbito geográfico español para el periodo 2002-2008, y tomando como medida la rentabilidad económica, concluyen que la propiedad familiar no tiene una influencia positiva sobre el rendimiento de la empresa. Lins *et al.* (2012), en un amplio estudio sobre 8.854 empresas en 35 países diferentes, evidencian que, en contradicción con el resultado esperado, durante la crisis financiera de 2008-2009, las empresas familiares presentaron un menor rendimiento económico.

Por último, se expondrán a continuación los principales estudios cuyo resultado es que la propiedad familiar no tiene significación en la rentabilidad de la empresa o que concluyen que la influencia será positiva o negativa en función de determinadas premisas o circunstancias.

Galve y Salas (1996) desarrollan un estudio empírico sobre 81 empresas cotizadas en el mercado de capitales español a partir de la teoría de la agencia y la teoría de los contratos, concluyendo que la rentabilidad de las empresas familiares y no familiares arroja resultados equivalentes, a la vez que encuentra fundamento empírico para la validez de la teoría de los contratos. El estudio concluye que, pese a que las empresas familiares eran superiores en términos de productividad, dicha eficiencia no se traducía en una mayor rentabilidad por cuanto las empresas familiares adoptaban un tamaño inferior al que les hubiese permitido maximizar sus resultados, probablemente debido a su deseo de no incurrir en excesivos riesgos o no perder el control de la empresa.

Análogos resultados se extraen del estudio llevado a cabo por Alcalde *et al.* (2001), sobre 57 empresas familiares españolas cotizadas en bolsa para el periodo 1990-1997.

Posteriormente, el estudio llevado a cabo por Galve y Salas (2011), para 53 empresas familiares y no familiares cotizadas en bolsa para el periodo 1990-2004, pone de manifiesto que las empresas familiares operan bajo una restricción de tamaño pero obtienen resultados económicos similares a las no familiares.

Chua *et al.* (1999), en un estudio empírico llevado a cabo en 500 empresas canadienses, no extraen resultados significativos de la influencia del carácter familiar de la empresa y su rentabilidad económica.

Gómez-Mejía *et al.* (2001), en un estudio de empresas editoriales españolas (periódicos), en el periodo comprendido entre los años 1966-1993, demuestran que el resultado de la empresa y el riesgo del negocio serán mayores, cuando entre los miembros del Consejo de Administración y los propietarios haya vinculación por lazos familiares, si bien evidencian que las empresas familiares presentan mayores costes de agencia, respecto de los cuales estos autores proponen que se pueden minimizar mediante el establecimiento de los mecanismos adecuados de supervisión y control.

Chrisman *et al.* (2004), en su estudio empírico sobre 1.141 empresas de Estados Unidos, desarrollado en el marco teórico de la teoría de la agencia, en especial del concepto de altruismo, concluyen que las empresas familiares pueden obtener mayores índices de rendimiento, siempre y cuando se establezcan los adecuados mecanismos de control de costes e incentivos.

En términos similares, Vilallonga y Amit (2006), en su estudio empírico sobre 500 empresas de Estados Unidos para el periodo 1994-2000, analizaron la influencia de la propiedad familiar, control y dirección en el valor de empresa, tomando como medidas la rentabilidad económica y la «Q de Tobin» y concluyeron que la propiedad familiar incrementa el rendimiento de la empresa solo cuando se establecen mecanismos de control de la familia y de la dirección de la misma, ya que el excesivo control de la empresa, ya sea por vía directa o indirecta mediante el control de voto, reduce el valor para el accionista.

Miller y LeBreton Miller (2006) mantienen que las empresas familiares mejoran su rentabilidad económica y financiera cuando aprovechan su potencial de menores costes

de agencia y sus directivos y propietarios mayoritarios mantienen actitudes próximas a la teoría de la mayordomía o *stewardship*, lo que ocurre generalmente cuando la empresa es dirigida por el fundador. Sin embargo, si la propiedad o el control están excesivamente concentrados o dispersos, cuando el control lo ejercen directivos que no son propietarios o tienen una proporción muy pequeña de acciones, la rentabilidad decrece, lo que ocurre generalmente en segundas o posteriores generaciones.

Westhead y Howorth (2006), en su estudio sobre la influencia de la propiedad y control sobre el rendimiento económico de las empresas familiares en el Reino Unido, constataron que el control y dirección de la empresa afectan en mayor medida al rendimiento económico de la empresa sin que tal resultado sea significativo respecto a la propiedad familiar de la empresa.

Favero *et al.* (2006), sobre una muestra de 155 empresas italianas, reflejan que las empresas familiares presentan mayor rentabilidad económica sin que existan diferencias significativas con las empresas no familiares. García de la Borbolla *et al.* (2007), en su análisis empírico sobre 765 empresas andaluzas y en el marco teórico de la teoría de la agencia y los costes de transacción, no encuentran diferencias significativas en cuanto a la rentabilidad económica de las empresas familiares frente a las no familiares.

De Andrés *et al.* (2008), sobre una muestra de 275 empresas alemanas para el periodo 1998-2004, tomando como medidas la rentabilidad y la «Q de Tobin», concluyen que el mayor rendimiento de la empresa familiar solo se aprecia en las empresas familiares en las que el fundador está presente.

Chen y Nowland (2010), sobre una muestra de empresas de Taiwán durante el periodo 1997-2007, muestran que existe una relación positiva entre la influencia de la familia y el resultado económico en determinados sectores en los que existe una bonificación fiscal para la empresa familiar. Sin embargo, la rentabilidad de las empresas familiares es menor cuando existe mayor presión fiscal y generalmente están más endeudadas que sus competidoras en el sector.

Machek *et al.* (2013), en su estudio empírico sobre empresas checas para el periodo 2006-2012, revelan que las empresas familiares analizadas presentan mayores niveles de rentabilidad económica y financiera, mientras que el resto de las empresas no familiares son más eficientes en términos de *return on sales* y productividad.

Es interesante el estudio llevado a cabo por García-Castro y Aguilera (2014), en el que tras realizar una rigurosa revisión de la literatura sobre la influencia de la propiedad familiar en la empresa, llevan a cabo un estudio sobre 6.592 empresas, y concluyen que el impacto de la familia en la rentabilidad económica de la empresa no puede llevarse a cabo midiendo el impacto de los fundamentales componentes de dicha implicación de forma aislada —propiedad, gobierno, dirección y sucesión—, sino que entre ellos se producen efectos complementarios o sustitutorios, además de existir otros factores que tienen influencia en dicha rentabilidad: sector de la actividad, tamaño, sistema legal e institucional, ciclo de vida, estrategia y estructura financiera de la empresa.

Los resultados contradictorios que presentan los distintos estudios pueden obedecer a las diferentes metodologías empleadas o a las variadas aproximaciones teóricas al concepto de empresa familiar, los diferentes tamaños muestrales, el sector de la actividad al que se refiere el estudio, el tamaño de las empresas, su ubicación (Herrera, 2009; García-Castro y Aguilera, 2014). Sin embargo, como se señalaba anteriormente, en ocasiones las diferencias encontradas se justifican por la idea de que la influencia de la familia es positiva en su resultado económico hasta un determinado nivel, de forma que dicha relación se representa como una U invertida, en la que inicialmente el «efecto familia» incide de forma positiva en su rentabilidad pero, si excede un determinado grado, puede influir negativamente por acentuar los problemas de altruismo o de conflicto entre los miembros de la familia lo que, eventualmente, puede afectar negativamente al resultado económico (Ernst *et al.*, 2012; Kowaleski *et al.*, 2010; Machek *et al.*, 2013).

4.3. LA RENTABILIDAD COMO FACTOR DE INFLUENCIA EN LA CONTINUIDAD DE LA EMPRESA FAMILIAR

Si la cuestión de si la empresa familiar tiene mayor o menor resultado económico que la empresa no familiar es una cuestión debatida, el interrogante central es cómo el resultado económico afecta a la continuidad de la empresa familiar a través de generaciones (Yu *et al.*, 2012). Pero, como señala Colli (2012), la continuidad de la empresa se refiere a la longevidad de la empresa familiar como una entidad viable, es decir, si la misma fracasa o no, y a este respecto, existe poca evidencia empírica sobre los determinantes que influyen en la supervivencia de las empresas familiares como entidades viables.

Como se ha destacado, la rentabilidad es un aspecto primordial que las empresas deben considerar para mantenerse a largo plazo en los mercados competitivos y un factor esencial para la supervivencia de la empresa a largo plazo (González *et al.*, 2002). El objetivo de continuidad, manifestado en la estabilidad y adaptabilidad al entorno, hace necesario alcanzar un cierto grado de crecimiento, concepto que está en estrecha relación con el nivel de rentabilidad (Bueno *et al.*, 1990). De esta forma, la obtención de una rentabilidad suficiente es condición necesaria para financiar el crecimiento de la empresa que, en un entorno dinámico, se traduzca en la supervivencia de la empresa (Luengo *et al.*, 2005).

La rentabilidad es el indicador financiero más habitual a la hora de medir el acierto o fracaso en la gestión empresarial, pues una rentabilidad adecuada permite retribuir a los accionistas y atender al crecimiento interno necesario para mantener, consolidar o mejorar esa posición competitiva de la empresa. De lo contrario, no se hallará en condiciones de asegurar la satisfacción de esos factores y la falta de rentabilidad condenará su desarrollo, conduciéndola a posiciones marginales dentro de su sector, lo que pondrá en peligro, al cabo de cierto tiempo, su propia continuidad (González-Pérez *et al.*, 2001). Las empresas que se enfrentan al fracaso económico se caracterizan por tener un resultado operativo muy bajo o negativo, por lo que su continuidad es dudosa, incluso en ausencia de endeudamiento (Lemmon *et al.*, 2009).

Las predicciones sobre la no continuidad de la empresa mantienen que las empresas que presentan menores niveles de rentabilidad tienen más probabilidades de fracasar y es una de las causas consideradas como determinantes del fracaso empresarial o no continuidad de la misma (Altman, 1968; Bonson *et al.*, 1997; Lennox, 1999; Charitou *et al.*, 2004; Blanco *et al.*, 2012; Rodríguez *et al.*, 2014), mientras que una rentabilidad elevada resulta fundamental para garantizar la subsistencia de la empresa a largo plazo (Gil de Albornoz y Giner, 2013). Desde la perspectiva de la teoría de los recursos, la rentabilidad puede ser un signo de mayor eficiencia y de mejor posición de la empresa en el mercado, contribuyendo ambos aspectos a incrementar sus posibilidades de continuidad o supervivencia (Esteve y Mañez, 2008). Asimismo, los beneficios obtenidos generarán recursos que permitirán a la empresa desarrollar activos y habilidades que contribuyan a su supervivencia (Baltar *et al.*, 2011).

El fracaso económico de las empresas se produce cuando la rentabilidad de los capitales invertidos en las mismas es inferior a su coste de oportunidad, de forma que si la situación avanza, la empresa empieza a tener menos ingresos que gastos, la rentabilidad obtenida es inferior a 0, y se llega a una situación de insolvencia técnica. La mayor rentabilidad económica de las empresas, es decir, el mayor rendimiento obtenido a través del desarrollo de las actividades típicas, se considera como una menor probabilidad de insolvencia de la empresa, y por tanto, conlleva mayores posibilidades de continuidad de la misma (Deakin, 1972; Altman y Lorisich, 1976; Ferrando y Blanco, 1998; Gómez *et al.*, 2008).

El destacado estudio de Storey *et al.* (1987) sobre el rendimiento de las pequeñas empresas se ocupa de la cuestión de la alta probabilidad de fracaso o no continuidad de las citadas pequeñas empresas y trata de desvelar las causas de tal hecho a través de una serie de modelos predictivos. Partiendo de la hipótesis de que las empresas que presentaran menor rentabilidad y menor liquidez y estuvieran más endeudadas tendrían mayores probabilidades de fracasar, desarrollan su estudio empírico y encuentran soporte estadístico para dicha hipótesis. Sin embargo, los índices mostraban gran variación, de modo que el modelo univariante empleado no podía considerarse como un modelo de predicción efectivo. Por tanto, estos autores desarrollan un modelo multivariable, cuyo resultado pone de relieve que son la rentabilidad y la liquidez los factores que pueden considerarse como predictivos del fracaso, no mostrando tanta importancia otros elementos como el endeudamiento.

La propiedad familiar ha estado generalmente vinculada a la teoría de mayor supervivencia de la empresa, dado que su horizonte temporal a largo plazo y su capacidad de sacrificar los rendimientos actuales en aras de los futuros contribuirán a asegurar el bienestar de la familia y la posibilidad de transmitir la empresa a sucesivas generaciones. Sin embargo, esta hipótesis queda desmentida en la práctica por la alta mortandad que presentan las empresas familiares. Los distintos estudios que han tratado de analizar los recursos o factores que contribuyen a la supervivencia de la empresa familiar se han ocupado fundamentalmente de la composición del Consejo de Administración (Fich y Slezak, 2008), el papel de los Consejos y su heterogeneidad (Wilson *et al.*, 2013), y los lazos familiares (Belenzon y Zarutskie, 2012). Sin embargo, existe escasez de estudios relativos a los factores económicos o financieros que determinan la supervivencia o continuidad de la empresa familiar.

En los estudios llevados a cabo para pequeñas y medianas empresas españolas en el sector industrial, se han considerado como factores determinantes para el fracaso empresarial, la rentabilidad, el coste de endeudamiento y la liquidez (Gómez *et al.*, 2008; Labatut *et al.*, 2009). Análogos resultados se alcanzan en el estudio llevado a cabo por Al-Khatib y Al-Horani (2012) para empresas de Jordania, que consideran que la rentabilidad económica y la rentabilidad financiera son las principales variables que predicen la quiebra en la muestra analizada. Rodríguez *et al.* (2014), como se ha visto anteriormente, y para pequeñas y medianas empresas gallegas, apoyan la relación entre rentabilidad y flujo de caja y ambas medidas son determinantes para el fracaso o desaparición de las empresas. Análogas conclusiones alcanza el estudio llevado a cabo por Blanco *et al.* (2012) para pequeñas empresas inglesas.

Rubio (2008), en un estudio sobre el fracaso empresarial en empresas no financieras de la Comunidad Autónoma de Andalucía, pone de manifiesto que las empresas analizadas que no sobreviven se caracterizan no solo por problemas de liquidez y falta de autonomía financiera sino también por otras causas, tales como un insuficiente nivel de ventas que impide que los activos de la empresa generen el suficiente valor, de forma que menor rentabilidad y mayor endeudamiento se configuran como los factores determinantes de la no supervivencia de las empresas andaluzas.

El trabajo de Arias y Quiroga (2008) ya mencionado en el apartado de estructura de capital, parte de la premisa de que las empresas que no encuentren un retorno acorde a su inversión tendrán más posibilidades de no continuar en el mercado, mientras que una alta rentabilidad les permitirá mayores posibilidades de financiación al igual que obtener un incremento en su valor, y evidencian un resultado aparentemente contradictorio ya que se emplean dos medidas diferentes de rentabilidad. Por una parte, la que mide la utilidad sobre los activos totales muestra que tanto las empresas con rentabilidad negativa como las de rentabilidad muy alta presentan bastantes probabilidades de salir del mercado (este cierre prematuro puede considerarse como un «fracaso exitoso» si la empresa es absorbida por otro grupo empresarial por ser atractiva al mercado, o una desaparición definitiva de la misma, cuando se establece una relación directa entre los altos ingresos obtenidos y el riesgo que se asume y que puede producirse). Por otra parte, la rentabilidad medida como utilidad sobre el patrimonio revela que una mayor rentabilidad implicará una mayor probabilidad de supervivencia a lo largo de los primeros años de vida de la empresa.

En un estudio empírico llevado a cabo por Aguiar y Ruiz (2014) sobre empresas canarias que entraron en concurso de acreedores entre los años 2004-2011, se concluye que el fracaso económico, medido en función de la rentabilidad económica, reduce la probabilidad de que la empresa continúe en funcionamiento corroborando los resultados obtenidos en estudios previos (Lemmon *et al.*, 2009; Fischer y Wahrenburg, 2012). El estudio llevado a cabo por Martínez *et al.*, (2012) para empresas del sector cerámico en Castellón revela que el deterioro paulatino de la rentabilidad económica es un factor que determina la no continuidad de las empresas.

No obstante, algunos estudios llevados a cabo en Estados Unidos sobre el sector de la industria al por menor (*retail industries*) evidenciaron que empresas con altos índices de rentabilidad económica tenían más probabilidad de fracaso económico (Hilston, 2013). Este resultado inesperado lo alcanzó también el estudio llevado a cabo sobre empresas nuevas del País Vasco por Jung y Peña (2004) en el que encontraron una relación negativa de la rentabilidad sobre ventas de las empresas de nueva creación y su supervivencia, de modo que las empresas más rentables cesaban antes. Un reciente estudio de Nunes *et al.* (2014) sobre pequeñas y medianas empresas en la Unión Europea, al que se ha hecho referencia en el apartado relativo a la estructura de capital, ha supuesto un importante avance en la cuestión, si bien entre los factores determinantes de la supervivencia de las empresas familiares no incluye la rentabilidad económica.

En un estudio empírico llevado a cabo para empresas familiares en Japón se pone de manifiesto que los objetivos de gestión y rentabilidad de las empresas familiares son cuantitativa y cualitativamente diferentes que para las empresas no familiares. Las conclusiones revelan que los resultados económicos de las empresas familiares son menores, pero su probabilidad de supervivencia es más alta, lo que se atribuye a los diferentes fines de los propietarios de las empresas familiares (Morikawa, 2013), los cuales tienen relación con el propósito de la consecución de los objetivos económicos y no económicos característicos de la empresa familiar. Wilson *et al.* (2013) llegan a las mismas conclusiones en empresas del Reino Unido.

Wahlqvist y Narula (2014), en su estudio sobre empresas familiares noruegas, parten de la hipótesis de que la alta rentabilidad de las empresas implicará que las mismas tendrán la capacidad de autofinanciarse y por tanto, no precisarán endeudarse. De esta manera, existirá una relación negativa entre rentabilidad y endeudamiento y una relación

positiva entre rentabilidad y concentración de la propiedad, de forma que las empresas rentables solo incluirán inversores en fases muy avanzadas de su vida y tendrán mayores posibilidades de supervivencia. Belenzon y Zarutskie (2012) ofrecen testimonio de que las empresas familiares muestran una mayor rentabilidad económica y margen de beneficios y tienen más probabilidades de sobrevivir a largo plazo.

La mayoría de los estudios mantienen que es difícil delimitar el concepto de éxito de una empresa, en especial la familiar, por las connotaciones subjetivas que implica, pero que una de las medidas del mismo es la rentabilidad (Walker y Brown, 2004; Wallace, 2010), y es indudable que dicha rentabilidad es un factor determinante de la supervivencia de la misma. Los anteriores planteamientos permiten concluir que, si bien la cuestión de si la empresa familiar es más o menos rentable no es pacífica en la literatura y puede depender de una serie de elementos asociados o vinculados a cada empresa concreta; el hecho de que la rentabilidad de la empresa es un factor relevante para la continuidad de la misma independientemente de su tipo de propiedad parece ser generalmente aceptado. De esta forma, podría afirmarse que las empresas que mantuvieran unos niveles de rentabilidad altos deberían tener más probabilidad de supervivencia a lo largo del tiempo.

Por ello, se pueden formular las siguientes hipótesis:

H2: Se espera que un incremento de la rentabilidad económica haga más probable la continuidad de la empresa familiar.

H3: Se espera que un incremento de la rentabilidad financiera haga más probable la continuidad de la empresa familiar.

5. LA LIQUIDEZ COMO FACTOR DE INFLUENCIA EN LA CONTINUIDAD DE LA EMPRESA FAMILIAR

En este último apartado del capítulo, se estudiará la liquidez como concepto y su influencia en la inversión de la empresa, para posteriormente, realizar una revisión de la literatura sobre la influencia de la propiedad familiar en la liquidez de la empresa así como el peso de este factor en la continuidad de la empresa familiar.

5.1. LA LIQUIDEZ. CONCEPTO GENERAL E INFLUENCIA EN LA POLÍTICA DE INVERSIONES DE LA EMPRESA

La liquidez de una empresa es la posesión del efectivo necesario en el momento oportuno, de forma que pueda hacer frente a las obligaciones contraídas con anterioridad. Skomp (1978) considera la liquidez como la cantidad de capital necesaria para hacer frente a los gastos en un periodo de tiempo determinado, que puede estar asegurada por el capital inicial y por el efectivo generado por las operaciones normales en un periodo de tiempo determinado, sin tener en cuenta la venta de activos fijos y la obtención de financiación externa.

La liquidez depende, por tanto, de dos factores: por una parte, el tiempo que se requiere para convertir los activos en dinero; y por otra, la incertidumbre en tiempo y valor de la realización de los activos en dinero. Según Bernstein (1999) la liquidez es la facilidad, la velocidad y el grado de merma para convertir los activos circulantes en tesorería, y la escasez de esta la considera como uno de los principales síntomas de dificultades financieras.

Por tanto, el grado de liquidez puede medirse de dos formas, o bien por la facilidad que tienen los activos para ser convertidos en dinero a corto plazo, sin que dicha conversión implique un menor valor de los mismos, o bien por la certeza de su conversión en dinero sin experimentar pérdidas (Pindado, 2011).

La liquidez se convierte en un factor determinante de la política de inversiones de una empresa y le permite aprovechar las oportunidades de crecimiento sin olvidar los posibles problemas de subinversión y sobreinversión. En definitiva, se trata de lograr un equilibrio entre liquidez y rentabilidad (Raheman *et al.*, 2007), si bien el requerimiento de liquidez de una empresa depende de sus características propias, no existiendo una regla concreta que establezca el nivel óptimo de liquidez de una empresa que implique un resultado positivo en su rentabilidad, ya que dependerá de factores como la actividad o actividades de la misma, las relaciones económicas con sus clientes y proveedores, el volumen de negocio, la duración del ciclo de explotación, etc. (Garrido, 2009).

La *liquidez* es un concepto integrado por varios componentes; el capital de trabajo o tesorería, el estado de flujos de efectivo y el ciclo de conversión de efectivo (Hammi, 2014).

El capital de trabajo o tesorería es la diferencia entre el activo circulante y el pasivo circulante y es una medida financiera para evaluar la liquidez de la empresa ya que garantiza la continuidad de las operaciones de la misma (Gitman, 1976) y por tanto la subsistencia de la empresa como tal (Padachi, 2006; Teruel y García Solano, 2007).

El estado de flujos de efectivo proporciona un resumen de los flujos de efectivos operativos, de inversiones y de financiación de la empresa y los ajusta de acuerdo con los cambios en su efectivo y valores de cotización durante un periodo. A su vez, los mencionados flujos de efectivo se descomponen en flujos operativos, flujos de inversión y flujos de financiación.

La disposición de activos líquidos significa un coste de oportunidad para una empresa, ya que el hecho de que la misma disponga de liquidez, aunque sea financiada con fondos propios, implica un coste, pues tener dichos fondos materializados en inversiones financieras supondría que la empresa obtendría una rentabilidad por ellos (Garrido, 2009).

Asimismo, las reservas de efectivo se suelen utilizar como forma de minimizar las posibles situaciones de iliquidez (Almeida y Campello, 2004; Foley *et al.*, 2007) y permiten salvar determinadas situaciones de falta de acceso al crédito en los mercados de capital.

El tercer elemento de la liquidez es el ciclo de conversión de efectivo, que se define como «el tiempo de pago por la compra de materias primas para la fabricación de un producto, hasta el cobro de las cuentas por cobrar asociadas con la venta de ese producto» (Besley y Brigham, 2005). El ciclo de conversión de efectivo se compone, a su vez, de tres elementos: periodo medio de las cuentas por cobrar, el periodo medio de existencias y el periodo medio de cuentas por pagar.

La liquidez es un factor fundamental a la hora de tomar decisiones de inversión y de financiación, así como un elemento indispensable para medir y controlar los riesgos financieros. El riesgo de liquidez es no poder vender o transferir rápidamente y a precios de mercado los activos que integran el portafolio de inversión de una empresa.

La imperfección de los mercados de capital, en contradicción con lo propugnado por Modigliani y Miller (1958), implica que las decisiones de inversión de una empresa, no solo vengan condicionadas por sus oportunidades de inversión, sino también por la

capacidad de la misma de financiarlas en concreto, gracias a la disponibilidad de fondos internos generados asimismo internamente. De esta forma, la generación de mayores recursos internos permite a las empresas incrementar sus tasas de inversión (Fazzari *et al.*, 1988; Broer y Leeuwen, 1994; Azofra y López, 1997).

La relación entre la liquidez de la empresa y el nivel de inversión de la misma es ampliamente aceptada, bien porque las asimetrías de la información afectan a la restricción crediticia, bien por los conflictos de agencia que se producen (Jensen y Meckling, 1976; Lang *et al.*, 1996; Cleary *et al.*, 2007; Hedge y McDermott, 2003). Ambas premisas supondrían que existe una relación positiva entre la liquidez de la empresa y las posibilidades de inversión (Fazzari *et al.*, 1988), pero mientras que en el caso de la restricción crediticia, la relación positiva se explicaría por el hecho de que acudir a financiación externa sería más caro, lo cual podría derivar en problemas de subinversión, en el segundo caso, en los conflictos de agencia, el resultado positivo se justificaría por la tendencia de los directivos a emplear fondos internos en proyectos de inversión que no incrementan el valor de la compañía, lo que podría conducir a problemas de sobreinversión, o como lo denomina Jensen (1986), al *cash flow discrecional* o «flujo de caja libre», que implica que los directivos de las empresas optan por la realización de inversiones no rentables que favorecen sus propios intereses, en vez de destinar los recursos a la retribución de los accionistas (Álvarez Otero, 1998).

En las investigaciones acerca de la inversión y las variables financieras que influyen en ella, destaca el enfoque llamado «exceso de sensibilidad» cuya idea básica es la de añadir variables financieras, fundamentalmente el *cash flow*, a un modelo de inversión basado en la relación entre valor de mercado y valor de reposición de los activos (Galeotti *et al.*, 1994; Kaplan y Zingales, 1995; Azofra y López, 1997). Otros estudios ponen de manifiesto que, en condiciones de restricciones crediticias, la inversión presentará una correlación positiva con el flujo de fondos obtenidos por la empresa (Broer y Leeuwen, 1994).

Steijvers y Niskanen (2011) consideran que los factores determinantes del nivel de liquidez de una empresa son: las asimetrías de la información, las restricciones de liquidez y la relación con las instituciones financieras, si bien se podrían incorporar otros elementos como el sector de la actividad y la forma organizacional de la empresa.

5.2. LA PROPIEDAD FAMILIAR E INFLUENCIA EN LA LIQUIDEZ DE LA EMPRESA

Bruel (2009) pone de manifiesto que la liquidez es una pieza clave en la política económica y financiera de la empresa familiar. Su planteamiento parte de la premisa de que en las empresas familiares, según avanza su edad y crecimiento, van apareciendo problemas específicos, entre ellos los problemas de liquidez, que tienen su origen en conflictos incidentales o estructurales entre los intereses de los accionistas y los intereses del negocio. Los conflictos relativos a la asignación de los recursos de la empresa son especialmente complejos por cuanto, por una parte, las empresas familiares prefieren ser financieramente independientes, lo que las lleva a la retención de muchos de sus beneficios para reinvertirlos, y esta cuestión que en cualquier empresa no reviste especial gravedad, ya que los accionistas pueden vender sus acciones, sí entraña suma importancia en las empresas familiares ya que, en muchas ocasiones, los accionistas de la empresa no quieren vender sus acciones, y aun cuando fuera esa su voluntad, es difícil que encuentren un mercado en el que quieran adquirirse, especialmente si se trata de pequeñas o medianas empresas familiares.

Como se indicaba en la introducción de este capítulo, al exponer el llamado «triángulo de la empresa familiar», en cada uno de los vértices del triángulo concurren las tres fuerzas que la integran: las necesidades de liquidez de los accionistas, las necesidades de capital del negocio y las necesidades de control de la familia. Estas fuerzas participan en cada uno de los círculos que integran la empresa familiar, ya que la primera, las necesidades de liquidez de los accionistas, se produce en el círculo de la empresa, la segunda, las necesidades de capital del negocio, en el círculo de la familia y la necesidad de mantener el control de la familia, en ambos.

El éxito de la empresa familiar y su continuidad en el tiempo viene marcado por la satisfacción de los intereses personales y económicos de cada familia y empresa en particular. Entre los fines económicos fundamentales se encuentra la obtención de liquidez, y el conflicto entre las necesidades de liquidez y la disponibilidad de liquidez adquiere especial significación. Esta fricción tiene lugar en la parte inferior del triángulo y enfrenta las necesidades de capital del negocio y las necesidades de liquidez de la familia. Los conflictos de liquidez pueden deberse a una necesidad de liquidez inmediata motivada, bien por una necesidad personal sobrevenida y puntual o bien por

una voluntad de separarse de la empresa familiar de forma definitiva, o incluso puede tener su razón de ser en una necesidad de liquidez «estructural», motivada por el convencimiento de que la empresa debe poner a disposición de los accionistas, de forma continuada, una mayor cantidad de fondos.

Estos problemas de demanda de liquidez solo pueden ser resueltos si la empresa familiar dispone de una determinada flexibilidad de liquidez que permita lograr la satisfacción entre las fuerzas contrapuestas. De esta forma, el mencionado estudio de Bruel (2009) analiza las probabilidades de riesgo de incurrir en problemas de liquidez en la empresa familiar mediante una escala decreciente de los factores de riesgo. Si el negocio no puede satisfacer las necesidades de liquidez ordinaria de los accionistas, la probabilidad de que existan problemas de liquidez es alta. Si el negocio genera liquidez suficiente pero no tiene cobertura para cubrir las llamadas necesidades de liquidez inmediata, las probabilidades de problemas de liquidez son menores pero existirá una acentuada vulnerabilidad de la empresa a los posibles errores de predicción o a la superación de eventos inesperados. Si la empresa satisface las necesidades de liquidez de los accionistas y además puede mantener una reserva de liquidez para afrontar sucesos imprevistos, no se producirán problemas de liquidez.

La literatura sobre *cash holdings* ha sistematizado las razones por las que se produce dicha tenencia de «efectivo ocioso»: las causas relativas a los costes de transacción, las causas asociadas a motivos fiscales, las causas relacionadas con los conflictos de agencia entre directivos y accionistas o las causas asociadas al denominado *precautionary motive*, definido como el temor que tienen las empresas a no acceder a financiación externa que satisfaga sus necesidades futuras. Las razones por las que las empresas familiares tienen mayores reservas de liquidez se justifican en este último grupo de causas (Bach, 2009).

La propiedad familiar se asocia generalmente a una potencial superación de las imperfecciones de los mercados de capital, pues su visión a largo plazo y su mayor conocimiento del sector en el que operan, les permite realizar una mejor valoración del riesgo, incurrir en menores costes de agencia y llevar a cabo una mejor estrategia de inversiones que las empresas no familiares (Schulze *et al.*, 2003; James, 1999). La influencia que la estructura de propiedad ejerce en la inversión y liquidez de la empresa ha sido objeto de estudio con carácter general (Carpenter y Petersen, 2002; Pawlina y

Renneboog, 2005; Wei y Zhang, 2008). Sin embargo, es una cuestión que ha adolecido de escaso interés por parte de la literatura sobre empresa familiar (Liu *et al.*, 2012), y además, los resultados de las investigaciones llevadas a cabo no son concluyentes, pues mientras algunos ponen de relieve que la propiedad familiar reduce los niveles de liquidez en la empresa, por otra parte, se mantiene que las empresas familiares financian sus proyectos de inversión generalmente a través de los fondos que generan internamente. Ozkan *et al.* (2004) confirman empíricamente que las empresas familiares tienden a tener mayor nivel de liquidez, pero lo cierto es que existe un consenso general acerca de la idea de que las empresas familiares registran mayores niveles de liquidez, entre otras razones porque no pueden contemplarse como entidades homogéneas (Westhead y Howorth, 2006) y además, que su comportamiento a lo largo del tiempo variará, lo cual, indudablemente, tendrá influencia en los niveles de liquidez en la empresa.

Desde otro punto de vista, algunos autores entienden que las imperfecciones del mercado y los mayores costes de agencia hacen que el nivel de liquidez en la empresa familiar adquiera especial relevancia, ya que entran en juego distintas finalidades tales como la de evitar los altos costes de adquirir deuda, la de afrontar las contingencias imprevistas que puedan surgir, la de financiar inversiones en el caso de que la financiación externa esté restringida o resulte demasiado costosa y por último, la finalidad de mantener el control de la empresa en manos de la familia (Steijvers y Niskasen, 2011).

Estos últimos autores llevan a cabo un estudio sobre 2.600 pequeñas y medianas empresas familiares en Estados Unidos y sus resultados confirman, por una parte, que los conflictos de agencia entre accionistas y directivos en las empresas familiares que no tienen un único propietario familiar motivan que las mismas tengan mayores índices de liquidez, mientras que las empresas con un único propietario familiar tienen menores niveles de liquidez. Por otra parte, respecto a los problemas de agencia entre accionistas y acreedores, estos autores mantienen que también influirán en los niveles de liquidez de la empresa, evidenciando su estudio que las empresas que se encuentran en segunda o sucesiva generación presentan mayor nivel de liquidez que las dirigidas por el fundador, lo cual encuentra su explicación en las especiales cualidades del fundador, su mayor relación de confianza con las entidades financieras y los menores costes de agencia. Sin embargo, el fraccionamiento de la propiedad familiar puede significar que

los descendientes tengan menor motivación en la empresa, tengan mayores costes de agencia y presenten comportamientos oportunistas, lo que afectará negativamente a la capacidad de la empresa de pagar las obligaciones adquiridas, especialmente con instituciones financieras, e incrementará los conflictos de agencia con los acreedores, a la vez que se traducirá en mayores restricciones o encarecimiento del crédito, circunstancias estas que les obligarán a mantener mayores niveles de liquidez.

Gugler *et al.* (2007) dejan constancia de que las empresas familiares de Europa continental tienen una mayor sensibilidad para invertir con fondos generados internamente, y en el mismo sentido, en un estudio llevado a cabo en empresas familiares austriacas, se concluye que existe una relación positiva entre inversión y liquidez (Gugler, 2003).

Evidencias contrarias o no significativas presentan los estudios llevados a cabo para empresas familiares italianas (Galeotti *et al.*, 1994), y asiáticas (Wei y Zhang, 2008).

Pindado y De la Torre (2009), en su estudio empírico sobre empresas familiares en la zona euro, exponen que el impacto de la propiedad familiar en la sensibilidad inversión-liquidez no es lineal, ya que en algunas situaciones, la propiedad familiar contribuirá a mitigar la dependencia de la inversión mediante la utilización de fondos internos, mientras que en otros casos incrementará dicha dependencia. Para dicho estudio, parten de la premisa de que la menor dependencia de la empresa familiar de los fondos generados internamente para ser empleados en nuevos proyectos de inversión favorecerá que dichas empresas alcancen un nivel de inversión cercano al óptimo, siendo más probable eludir los problemas de sobreinversión e infrainversión. Su investigación pone de relieve una menor sensibilidad inversión-liquidez en las empresas familiares y corrobora la hipótesis de que la relación entre el control familiar e inversión-liquidez no es lineal, apoyando las conclusiones sobre la no linealidad en la relación entre propiedad familiar y otras variables, tales como estructura de capital y rentabilidad, según se ha expuesto en apartados anteriores. Resultados contrarios evidencian el estudio empírico de Miralles *et al.* (2012) para empresas familiares y no familiares cotizadas en bolsa en España.

El trabajo doctoral de Requejo (2010) sobre los efectos del control de la familia en el valor de la empresa y sobre las decisiones financieras en los países de Europa Occidental, propone como hipótesis que las empresas familiares presentan una menor

dependencia de los fondos internos a la hora de destinarlos a nuevas inversiones, de forma que la sensibilidad inversión-liquidez es menor en las empresas familiares. Y su estudio empírico lo pone de relieve, confirmando lo ya apuntado en otros estudios (Georgen y Renneboog, 2001; Pawlina y Renneboog, 2005; Pindado y de La Torre, 2009). Estos resultados indican que las empresas familiares presentan menos restricciones financieras y menos problemas de liquidez en los procesos de decisión sobre inversión, de forma que afrontarán mejor las consecuencias de una crisis económica o financiera, pues pese a las dificultades de financiación externa, propias de dichas situaciones de crisis, la orientación a largo plazo y la implicación de los accionistas en esta clase de empresas, les facilitará un mayor margen de maniobra en la etapa de recesión económica.

Kuan *et al.* (2011) llevan a cabo un estudio en empresas familiares de Taiwán sobre cómo el gobierno corporativo afecta al nivel de liquidez, y tras afirmar que dicho gobierno corporativo tiene una importancia vital en la estructura financiera y en el crecimiento de la empresa y que las decisiones acerca de esta cuestión difieren entre empresas familiares y no familiares, concluye que los problemas de agencia se incrementan cuando se incrementa el nivel de liquidez en las empresas familiares.

Liu (2011) lleva a cabo un estudio sobre la influencia del control de la familia en los niveles de liquidez, en el que parte de dos hipótesis, la primera de ellas a la que denomina *Takeover Avoidance*, en virtud de la que las familias fundadoras quieren mantener el control y no perder su posición en la misma (Anderson y Reeb, 2003), ya que la acumulación de efectivo en una empresa puede ser un atractivo para otros accionistas o buscadores de oportunidades de negocio que pudieran amenazar la posición de la familia en la empresa. La segunda hipótesis a la que denomina *Spending*, mantiene que las empresas familiares pueden acumular excedentes de liquidez que destinan a proyectos que benefician a los miembros familiares, pero que pueden no ser interesantes para otros implicados en la empresa como por ejemplo, otros accionistas o los acreedores de la sociedad (Cheung *et al.*, 2006; Fan y Wong, 2002; Jensen, 1986). El estudio concluye que las empresas familiares presentan menores niveles de liquidez, resultado que encuentra su justificación en la confirmación de las dos hipótesis anteriormente mencionadas y de las que el estudio parte y corrobora la posibilidad de conflictos de agencia que surgirán en las decisiones de la empresa acerca de la

utilización de dicha liquidez, en el sentido ya apuntado anteriormente por Anderson *et al.* (2009).

La gestión de la liquidez se convierte, por tanto, en un factor fundamental en la estrategia de gestión financiera de la empresa y se ha definido como el proceso de desarrollo e implementación de cómo un sistema asigna sus flujos de ingreso para satisfacer los objetivos financieros (De Vaney *et al.*, 1996).

La gestión de la liquidez se considera normalmente desde el punto de vista de la gestión de capital de trabajo ya que es uno de los índices más empleados para medir la liquidez corporativa, además del índice o ratio de liquidez y la ratio de prueba rápida (*prueba ácida*). La gestión de la liquidez de una empresa precisa del mantenimiento de la misma día a día, de forma que se asegure el correcto funcionamiento de la empresa y el cumplimiento de las obligaciones (Bhunja, 2010), así como que se logre un equilibrio entre la liquidez y la rentabilidad (Raheman y Nasr, 2007).

La gestión de la liquidez en la empresa familiar es un instrumento básico para mantener su viabilidad financiera y facilitar el desarrollo de estrategias que le permitan adaptarse a los cambios. No obstante lo anterior, los estudios se han ocupado poco de esta cuestión. Zuiker *et al.* (2002) llevan a cabo una revisión de los trabajos sobre la materia, puesta en relación con el sistema de los tres círculos, de forma que se distingue entre la gestión de la liquidez en el sistema empresa, la gestión de la liquidez en el sistema familia y la interrelación en la gestión de la tesorería entre los sistemas.

La gestión de la tesorería en el negocio se considera clave para predecir el éxito o el fracaso del mismo, si bien en el ámbito de la empresa familiar ha sido poco estudiada (Laitinen, 1992), centrándose la mayoría de los trabajos teóricos en factores como el género, el nivel de educación y otras características personales del fundador (Fay y Williams, 1993; Robinson y Sexton, 1994). La gestión de la liquidez de la familia también ha sido abordada por las investigaciones desde el punto de vista del género, la edad, nivel de educación e ingresos, así como desde el punto de vista de la mayor o menor formalidad en los procesos de planificación de liquidez (Muske y Winter, 2001).

Por último, la interrelación entre ambos sistemas es una cuestión incontrovertida en las empresas familiares (Haynes, 1999), de forma que aunque la financiación bancaria es la forma de financiación externa más frecuente en este tipo de empresas, en los casos de

restricciones crediticias o elevado coste de las mismas, los accionistas familiares, especialmente en las pequeñas y medianas empresas, emplean sus recursos personales para facilitar a la empresa la liquidez necesaria para cumplir con sus necesidades de capital.

Olson *et al.* (2003) ponen de relieve como los problemas de liquidez afectan negativamente a la integridad funcional de la familia y señalan que dichos problemas de liquidez no reducen significativamente los ingresos de la empresa familiar salvo cuando la familia trata de solucionarlos asignando los ingresos familiares al negocio.

5.3. LA LIQUIDEZ COMO FACTOR DE INFLUENCIA EN LA CONTINUIDAD DE LA EMPRESA

Como se ha observado en el anterior apartado, la cuestión sobre si la empresa familiar registra mayores o menores niveles de liquidez, la forma de gestión de la misma y su influencia en la política de inversión de la empresa no es pacífica en la literatura. Independientemente de los resultados que se observan en las diversas investigaciones, lo que interesa en este punto es analizar la influencia que dichos niveles de liquidez y su necesaria traducción en las inversiones de la empresa tienen en la supervivencia o continuidad de la empresa como entidad viable, en el sentido ya analizado anteriormente.

La supervivencia de cualquier negocio depende de su capacidad para cumplir con las obligaciones a su vencimiento, así también como de su capacidad para aprovechar las oportunidades de financiar la expansión de los negocios, de forma que la liquidez se convierte en un factor fundamental para el éxito de la empresa pues también afecta a la rentabilidad.

La liquidez ha sido considerada una de las características financieras de la empresa, significativa de la predicción de la insolvencia de la misma (Altman, 1968; Ohlson, 1980), y las investigaciones mantienen que muchas empresas con problemas de liquidez acaban quebrando posteriormente, aun cuando presenten una rentabilidad operativa favorable (Shapiro y Titman, 1986; Baltar *et al.*, 2012). La relación entre liquidez y supervivencia en empresas jóvenes ha sido puesta de manifiesto en diversos estudios (Holtz-Eakin *et al.*, 1994).

La relación entre la rentabilidad y los flujos de caja se pone de manifiesto en el estudio llevado a cabo por Rodríguez *et al.* (2014), ya que las empresas en dificultades están en peores condiciones de generar recursos financieros, lo que conduce a un mayor grado de apalancamiento, a la erosión del capital social, y por último a la quiebra y a la desaparición. Las empresas quebradas analizadas en dicho estudio muestran un capital circulante anormalmente negativo, una disminución del plazo de créditos a clientes, un descenso en los precios de venta y un grado de liquidez fuera de equilibrio.

Existe una serie de modelos predictivos de la quiebra o insolvencia de una empresa, denominados *cash flows based models* (CFB *models*), que se apoyan en el principio financiero de que el valor de la empresa es igual al valor actual neto de los flujos de caja esperada, de forma que una empresa entrará en situación de insolvencia si los flujos de caja descontados son insuficientes para atender a los pagos derivados de la deuda y el valor de la empresa no permite obtener financiación adicional (Mossman *et al.*, 1998).

En definitiva, la liquidez como un factor de supervivencia o continuidad de la empresa es criterio compartido por numerosos trabajos de investigación (Evans y Jovanovic, 1989; Holtz-Eakin, 1994; Charalambous, 2000; Fagiolo y Luzzi, 2006). Ruiz Palomo (2010) mantiene que un mayor *cash flow* operativo implicará una mayor solvencia técnica de la empresa, pues esta podrá afrontar sus pagos mediante los fondos obtenidos de forma regular. Storey *et al.* (1987), como se advirtió en el apartado anterior, mostraron que la rentabilidad y la liquidez son los factores que pueden considerarse como predictivos del fracaso empresarial. Chamberlain (2009), en su estudio sobre 25 grandes empresas pone de relieve la especial significación que la liquidez tiene en la supervivencia de la empresa, por encima incluso del índice de rentabilidad de la misma.

Charitou *et al.* (2004), en su estudio sobre 51 empresas en Reino Unido para el periodo comprendido entre 1988-1997, ponen de relieve que la mayoría de los estudios sobre fracaso empresarial admiten que una de las principales razones por las que las empresas desaparecen es por su incapacidad de repagar la deuda y el resto de sus obligaciones si bien son pocos los estudios que se han ocupado del papel del *cash flow* operativo como indicador de la probabilidad de quiebra o fracaso, incluso habiendo autores que desmentían esa relevancia (Casey y Bartczak, 1985). No obstante, otros autores pusieron el acento en las variables de liquidez y la supervivencia de la empresa pues guardan relación directa con la capacidad de la empresa para atender sus obligaciones,

incluso por encima del índice de ganancia actual (*accrual earnings*) (Bernard y Stober, 1989; Ward, 1994). El estudio concluye que la liquidez, la rentabilidad y el endeudamiento son factores explicativos de dicho fracaso empresarial.

El estudio llevado a cabo por Gil de Albornoz y Giner (2013) sobre predicción del fracaso empresarial en los sectores de la construcción e inmobiliario confirma que la mayor liquidez reduce significativamente la posibilidad de fracaso en el sector de la construcción y de la industria pero no en el inmobiliario.

En consecuencia, la liquidez se configura como una medida con gran poder explicativo de la supervivencia de la empresa, ya que su mayor grado implica una menor probabilidad de fracaso empresarial o quiebra y las empresas fracasadas tienen menor índice de liquidez y menores reservas de activos líquidos (Jooste, 2007; Kim *et al.*, 1998).

Wallace (2010) constata que las empresas familiares con problemas de liquidez experimentan menos éxito empresarial y menor rentabilidad. En el mismo sentido, el estudio llevado a cabo por Belenzon y Zarutskie (2012), sobre empresas familiares de Europa Occidental, deja evidencias suficientes de la relación positiva entre liquidez y supervivencia de las empresas familiares jóvenes, dada la habilidad de los propietarios y directivos para mantener altos niveles de liquidez en la empresa, de forma que la misma compensará las posibles restricciones crediticias y conducirá a una mayor supervivencia, aunque también a un menor crecimiento por cuanto no se aprovecharán todas las oportunidades de inversión necesarias para mantener altos sus niveles de liquidez. Estos resultados de la política conservadora de la empresa familiar en materia de liquidez se traducen en una mayor supervivencia de la empresa especialmente en su ciclo de vida inicial, y reduce significativamente la dependencia de la deuda externa, de forma que este *trade-off* de la propiedad familiar puede interpretarse como una consecuencia de los problemas de agencia en la misma, mientras que la mayor supervivencia se interpreta desde el punto de vista de la teoría de la mayordomía o *stewardship*.

Nunes *et al.* (2014) ponen de manifiesto en su estudio empírico sobre 1.589 empresas familiares y 485 empresas no familiares de la Unión Europea, que la liquidez es un factor de relevancia decisiva para la supervivencia de las empresas familiares.

Lappalainen y Niskanen (2012), en un estudio sobre pequeñas y medianas empresas finlandesas analiza la forma en que la propiedad familiar tiene una influencia en el comportamiento inversor y pone de manifiesto que tiene una influencia negativa en el rechazo de algunas inversiones, mientras que no tiene impacto en la cantidad de la inversión. Su trabajo utiliza como variable la liquidez y constata que el carácter familiar de la firma no tiene influencia en el aumento o descenso de cuanto se invierte, con lo que concluye que la liquidez determina una mejor financiación y mayores oportunidades de inversión, con lo que las empresas con mayor liquidez, invierten más.

Como señalan Myers y Majluf (1984), la tenencia de liquidez puede considerarse un, de esta forma altos niveles de liquidez se pueden entender como «activos comprados por la empresa» que pueden ser hechos efectivos en tiempos de crisis para asegurar la supervivencia de la empresa (Baum *et al.*, 2006). De esta forma, en tiempos de dificultades económicas, la liquidez supone un recurso que permite a la empresa solventar problemas financieros y compensar las posibles restricciones en el acceso al crédito o plantear cambios estratégicos que le permitan adaptarse a las presiones del entorno competitivo.

De todo lo anterior, se puede concluir que la falta de liquidez es un factor determinante de la supervivencia y continuidad de la empresa, así como un indicador básico de la inversión de la misma. Como señalan Somoza y Vallverdú (2007), las dificultades de liquidez generalmente van asociadas a una menor rentabilidad debido a una menor rotación del activo y a una mayor dificultad de convertirlo en líquido. Este problema afecta progresivamente, por una parte, a la estructura económica de la empresa, con una menor inversión en inmovilizado; conduce a un mayor endeudamiento que, casi siempre, y para las empresas pequeñas, es a corto plazo, y afecta también a su autofinanciación, lo cual repercute en sus posibilidades de supervivencia futura. Por otra parte, la falta de generación de recursos tiene una incidencia directa en la política de inversiones, lo cual acaba redundando en el debilitamiento de la posición competitiva de la empresa.

Los anteriores planteamientos conducen a la formulación de las dos siguientes hipótesis:

H4: Se espera que un decrecimiento del nivel de liquidez haga más probable la no continuidad de la empresa familiar.

H5: Se espera que un decrecimiento del nivel de inversión en activos haga más probable la no continuidad de la empresa familiar.

CAPÍTULO 4. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN

1. INTRODUCCIÓN

Este capítulo cuarto tiene como propósito la exposición de las cuestiones relativas a la metodología de la investigación, una vez formuladas las hipótesis de trabajo que serán sometidas a objeto de contraste empírico en el siguiente capítulo.

Como se ha señalado en la introducción de este trabajo doctoral, la investigación pretende estudiar el comportamiento de una serie de factores económico-financieros ante la situación de no continuidad o la continuidad de la empresa familiar, sobre la muestra elegida, en particular, los grandes patrimonios familiares en España.

En primer lugar, el capítulo se ocupa de la determinación de la muestra y la fuente de información. La fuente de información utilizada para la selección de la muestra es la base de datos SABI (Sistemas de Análisis de Balances Ibéricos) gestionada por la empresa INFORMA S.A.

En segundo lugar, el tercer apartado del capítulo expone la forma en que se miden las distintas variables de interés en el estudio. Primero, se diferencia entre variables dependientes y variables independientes y sus medidas de control. La variable dependiente (continuidad o no continuidad de la empresa familiar) y las variables independientes (factores económico-financieros) y sus medidas de control. Dichas variables independientes van a permitir explicar el comportamiento de la variable dependiente, y se han seleccionado a partir de la información económico-financiera que las empresas objeto de la muestra recogen en sus Cuentas de Pérdidas y Ganancias y Balance de Situación. A partir de dicha información, se emplearán los ratios más frecuentemente empleados en trabajos previos (Correa *et al.*, 2003; Gómez *et al.*, 2008): estructura, liquidez, endeudamiento y otros indicadores.

Por último, el capítulo aborda la herramienta metodológica que será empleada en el estudio empírico. En este trabajo se ha empleado el método de regresión logística binaria que tiene la virtud, por una parte de cuantificar la relación existente entre la variable dependiente e independiente y, por otra, clasificar en categorías a la variable dependiente según la probabilidad que tenga de pertenecer a un grupo u otro. Por otra parte, se realizará un diseño de investigación longitudinal a partir de un panel de datos

de seis años, que permita analizar la evolución de las variaciones medias de los ratios económicos.

Asimismo, se emplearán una serie de indicadores de variación media para estudiar la evolución temporal de la muestra y datos utilizados, para lo que se emplearán tres opciones: a) Tasa de variación media aritmética de los índices en cadena; b) Tasa de variación media geométrica de los índices en cadena; c) Tasa de variación media acumulativa.

2. POBLACIÓN Y MUESTRA. DETERMINACIÓN DE LA MUESTRA

Como se ha señalado anteriormente, el estudio empírico llevado a cabo en este trabajo doctoral tiene por objeto analizar la continuidad o no continuidad de los grandes patrimonios familiares en España, a partir de una serie de indicadores económicos y financieros.

El criterio de selección de dichos grandes patrimonios familiares, a falta de una definición legal o doctrinal que los conceptúe, ha sido el de empresas cuyos fondos propios superen la cifra de nueve millones de euros, pertenecientes a todos los sectores de la actividad económica.

Los datos necesarios para realizar el estudio se han tomado de la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos) gestionada por la empresa INFORMA S.A. y que recoge la información pública económico-financiera individual, balance y cuenta de resultados que las empresas tienen la obligación de presentar en el Registro Mercantil además de otra información adicional de cada una de las empresas como fecha de constitución, denominación social, administradores, accionistas, código CNAE. La base de datos contiene datos de empresas con domicilio fiscal en España y Portugal. La base de datos SABI es la que se suele utilizar en España (García de la Borbolla *et al.*, 2007; López-Gracia y Sánchez-Andújar, 2007).

La primera depuración de la base de datos se llevó a cabo mediante la eliminación de las empresas que no estaban constituidas bajo la forma de sociedad anónima o sociedad limitada y con un patrimonio neto superior a nueve millones de euros. Una vez determinadas las empresas que forman la población, se trata de diferenciar entre empresas familiares y no familiares.

La primera problemática en esta diferenciación viene determinada por la dificultad del propio concepto de empresa familiar, tal y como se ha señalado en el capítulo uno del presente trabajo doctoral. Teniendo en cuenta la definición de empresa familiar adoptada en esta investigación y en la que coincide la mayor parte de la literatura existente en el tema, se adopta un concepto amplio de la empresa familiar y se considera una empresa como familiar cuando se dan las siguientes circunstancias:

- El control de capital lo detenta la familia directa o indirectamente.
- Existe participación activa de la familia en la gestión de la empresa.
- Existe una transmisión o voluntad de transmisión de la empresa a la generación siguiente.

La base de datos SABI no diferencia las empresas familiares por lo que, para la formación de una base de datos operativa para el estudio de la empresa familiar, es precisa una estrategia de búsqueda. La utilización de SABI en los trabajos de investigación sobre empresa familiar es habitual (Santana y Cabrera, 2001; Sánchez, 2004; Navarrete, 2012). Seijo y Menéndez (2007), Maseda *et al.* (2009) utilizan SABI para analizar la estructura de propiedad y gestión de cada empresa de forma que consideran familiares a las empresas en las que existe parentesco entre el accionariado/presidentes y los administradores/directivos de la empresa ya sea de descendencia directa, entre hermanos o parentesco indirecto.

Como señalan Rojo *et al.* (2011), la búsqueda de un proceso homogéneo de tratamiento de los datos para la clasificación de las empresas requiere cumplir unas etapas:

- Primera etapa: accionista una o más personas físicas o familias.

En esta etapa se trata de obtener una población de empresas familiares tomando como variable de identificación el tanto por ciento de participación en manos de personas o familias ya que es uno de los criterios de búsqueda automática de datos.

Sin embargo, este criterio no satisface la búsqueda del propietario último por lo que es preciso una búsqueda ulterior.

- Segunda etapa: la matriz global de SABI.

En principio, este criterio debería ser capaz de identificar el accionista o propietario final de cada empresa. Sin embargo, hay muchas empresas de cuyo carácter familiar nadie duda, pero para las que la base de datos no ofrece el nombre de la matriz global porque no conoce el tanto por ciento de participación del propietario final. Numerosas empresas que administran su propiedad mediante sociedades patrimoniales no suelen publicar la información relativa al porcentaje de participación de sus accionistas.

- Tercera etapa: el indicador de independencia.

A su vez, SABI califica las empresas atendiendo a cuatro niveles: A, B, C y D.

El nivel A indica que la empresa no depende de otra. El resto de los indicadores implica que la empresa es dependiente, ya que una empresa o persona (propietario último) tiene más del 25 % de sus acciones.

Sin embargo, el indicador A solo muestra que ninguna participación final es superior al 25 % pero existen casos en que la participación en manos de la familia (hermanos, hijos, etc.) es superior al 25 % aunque ninguno de los miembros individualmente considerados llegue a tal porcentaje.

- Cuarta etapa: trabajo manual.

Dado que los anteriores indicadores SABI no son suficientes para detectar de forma automática empresas familiares con fondos propios superiores a nueve millones de euros en el periodo temporal elegido para su análisis en este trabajo, la opción será analizar en cada empresa los apellidos y otras características de los propietarios y de los órganos de decisión. Este sistema de «empresa a empresa» es laborioso pero permite establecer un amplio número de categoría de empresas familiares y empresas no familiares.

En efecto, Gómez-Mejía *et al.* (2001) señalan que si se quiere no asumir riesgo en la determinación de la población es necesario proceder a una clasificación forzada o manual («una a una» por sectores y tamaños) a partir de la población de empresas seleccionada, analizando el grado de presencia en los órganos de gobierno y administración por parte de los miembros de la familia (habitualmente el Consejo de Administración) o mediante la participación directa de un miembro de la familia en la gestión de la empresa a su máximo nivel (CEO), lo que requiere solicitar a SABI la

siguiente información por empresa: forma jurídica, accionista matriz global, accionista inmediato, CEO —director ejecutivo— y administradores.

En conclusión, una clasificación práctica y operativa obliga a realizar la siguiente clasificación recogida en la figura 4.1.

Figura 4.1. Clasificación de las empresas

Tipo 1. Hay matriz global (accionista final y esta es una empresa	Empresa no familiar
Tipo 2. No hay coincidencia de apellidos entre los grupos de interés en la gestión y dirección de la empresa	Empresa no familiar
Tipo 3. EF independiente	Empresa familiar
Tipo 4. EF dirigida	Empresa familiar
Tipo 5. EF directora	Empresa familiar
Tipo 6. Empresa pareja	Empresa familiar
Tipo 7. Empresa emprendedor	Empresa familiar

Fuente: Elaboración propia

Como se ha señalado anteriormente, el estudio empírico llevado a cabo en este trabajo doctoral tiene por objeto analizar la continuidad o no continuidad de los grandes patrimonios familiares en España a partir de una serie de indicadores económicos y financieros.

El criterio de selección de dichos grandes patrimonios familiares, a falta de una definición legal o doctrinal que los conceptúe, ha sido el de empresas familiares cuyos fondos propios superen la cifra de nueve millones de euros.

Así, bajo este criterio las empresas encontradas ascendieron al número de 5.418 de las que se identificaron 445 empresas familiares con fondos propios superiores a nueve millones de euros en los últimos seis años registrados en la base de datos SABI, para el periodo 2007-2012*.

La selección temporal de la muestra abarca el periodo 2007-2012, y los datos considerados en el estudio empírico se obtienen para el mismo periodo, tanto para las empresas que continúan como para las empresas que no continúan, por entender que es la manera más idónea de seleccionar la muestra (Mora, 1994).

La población objeto de estudio está compuesta por 445 empresas, de las cuales 15 son empresas que no continúan. Por tanto, el número de empresas que continúan será de 430 empresas. A este fin, y con el objeto de asegurar en la muestra de empresas que no continúan un número suficiente en relación a las que continúan, se ha empleado un procedimiento aleatorio cuando se trata de seleccionar la muestra control de empresas que continúan (Palepu, 1986; Keasy y Watson, 1991; Gómez *et al.*, 2008), lo que no supondría una variación significativa en los resultados de los estudios (Zmijewski, 1984).

Por su parte, la muestra estará formada por una parte por quince empresas que continúan, elegidas aleatoriamente y por otra, por quince empresas que no continúan. La selección de muestras por emparejamiento ha sido objeto de críticas ya que la muestra no tiene el mismo porcentaje de empresas que continúan y que no continúan que el existente en la población si bien la regla general en las investigaciones sobre predicción de fracaso empresarial, las proporciones poblacionales muestran un mayor porcentaje de empresas sanas, lo que justifica el emparejamiento (Mures y García, 2004).

3. MEDICIÓN DE VARIABLES

En el presente trabajo empírico se estudia la evolución de las empresas en el periodo 2007-2012. Se analizan los ratios económicos de estructura económica, liquidez, endeudamiento, rotación de activos y rentabilidad.

3.1. MEDIDA DE LA VARIABLE DEPENDIENTE: LA CONTINUIDAD Y NO CONTINUIDAD EMPRESARIAL

El campo de estudio de la continuidad o fracaso de la empresa es confuso ya que la propia definición de los conceptos es compleja y muy variada, lo que implica una diversidad de interpretaciones y enfoques que da lugar a líneas de investigación muy fragmentadas en función del nivel de análisis considerado (Díaz-Casero *et al.*, 2014). Como señalan Postigo *et al.* (2008) en su aproximación bibliométrica, la revisión de la

literatura sobre fracaso empresarial, y en particular en el ámbito de la creación de nuevas empresas, se puede afirmar que se trata de un campo incipiente en el que existen pocos trabajos y documentación, y en el que han de tenerse en cuenta otros aspectos como son la innovación, crecimiento, éxito, industria, rendimiento, tipo de organización o conocimiento.

Por su parte Storey (1994) emplea para definir el concepto fracaso diversos términos: *bankruptcy, insolvency, liquidation, death, deregister, discontinuance, ceasing to trade, closure and exit*.

La mayoría de las investigaciones sobre el fracaso empresarial se han llevado a cabo desde la perspectiva financiera, y en especial, son numerosos los trabajos llevados a cabo en el marco de la predicción de la quiebra o fracaso empresarial, orientados bien desde la perspectiva de la gestión del riesgo o desde un planteamiento técnico para evaluar las bondades de los diferentes métodos estadísticos de predicción de la quiebra. Sin embargo, la forma en que las empresas evolucionan a dicha situación de no continuidad o fracaso no han sido objeto de especial interés de forma que la literatura adolece de una teoría unificada que permita comprender cómo y por qué algunas empresas fracasan y otras continúan, prestando especial atención a las etapas que permiten identificar las fases críticas, las dinámicas organizacionales y los factores financieros que desembocan en la desaparición o insolvencia de la empresa, pues este campo de conocimiento debería dirigirse de la fase de estudios de predicción hacia una construcción más integradora que además contemple toda la diversidad que el fenómeno del fracaso empresarial o no continuación de la empresa implica, como ya apuntaba Laitinen (1992).

El fracaso empresarial es, por tanto, un concepto amplio que abarca una diversidad de estados que pueden repercutir de forma negativa en la empresa, lo que significa una gran flexibilidad de los supuestos de hecho que se integran en el mismo y que van desde conceptos amplios que equiparan el fracaso empresarial a la falta de continuidad de la empresa por cualquier razón (Watson y Everett, 1996), a conceptos estrictos en los que solo consideran fracaso si existe una declaración formal de quiebra (Zacharakis *et al.*, 1999) o insolvencia absoluta (De Castro *et al.*, 1997), pasando por posturas intermedias que lo definen como «terminación para evitar pérdidas» (Ulmer y Nielsen, 1947) o como incapacidad de sacar la empresa adelante (Cochran, 1981).

La configuración del fracaso empresarial como la falta de continuidad del negocio por cualquier razón es la definición menos homogénea dada la diversidad de interpretaciones que pueden darse al término «discontinuidad» o falta de continuidad como se ha indicado a lo largo de este trabajo. Por una parte, la falta de continuidad puede considerarse como cualquier cambio en la propiedad de la empresa, lo que tiene una especial relevancia en la empresa familiar pues dicho cambio puede traer consigo pérdida de la naturaleza o atributo de «familiar» o por otra, el cese total de la actividad empresarial.

Churchill (1952) mantiene que la venta o liquidación de un negocio no se produce solo en los casos en los que ha existido un fracaso económico sino que puede obedecer a otras causas, como el cese por retiro, enfermedad o por la búsqueda de mejores alternativas. Muchos de los estudios sobre fracaso empresarial simplifican el concepto limitándolo exclusivamente a los casos de quiebra sin atender a otras formas de no continuidad voluntaria de la empresa, tales como liquidaciones voluntarias, fusiones, adquisiciones e incluso ignoran que la declaración de quiebra no solo se produce por la falta de solvencia o liquidez de la empresa sino que también puede obedecer a una decisión estratégica de reestructuración del negocio u obedecer a causas inesperadas (*accidental bankruptcies*).

Fredland y Morris (1976) defienden que, aun en estos casos, la falta de continuidad de un negocio, en todo caso, es una manifestación de fracaso, pues significa que los recursos de la empresa se han dirigido a otras oportunidades más rentables.

Dun y Bradstreet (1979) reservan el término de fracaso para las empresas que se declaran en quiebra o cesan sus actividades causando perjuicios a los acreedores, pero no incluyen en el mismo a las empresas que pese a encontrarse en una situación económica y financiera muy debilitada siguen con su actividad o cesan la misma pero sin causar daños a los acreedores (aunque los propietarios de las mismas hayan experimentado pérdidas). Esta definición se considera demasiado restrictiva por cuanto no incluye supuestos tales como empresas que no procuran ni ingresos razonables para el accionista ni tampoco retornos al inversor pero siguen manteniendo su actividad, dentro de las cuales se encuentran algunas pequeñas y medianas empresas familiares por la existencia del que se ha venido a denominar «capital paciente». Por otra parte, esta configuración del fracaso como declaración legal de quiebra implica que se excluya del

mismo a gran parte de las pequeñas y medianas empresas, porque este tipo de procedimientos legales se suelen instar o promover en empresas de cierto tamaño, con un alto índice de incumplimiento de sus obligaciones y donde existen activos tangibles susceptibles de ser liquidados para atender a las mismas.

Como se ha señalado, dentro de las concepciones intermedias se ha considerado que el fracaso es la incapacidad de sacar la empresa adelante (Cochran, 1981), entendido como la situación en la que las pérdidas comprometen el capital social. Esta definición más amplia incluiría los supuestos en los que las empresas no están logrando el adecuado rendimiento económico y permitiría no excluir a aquellas empresas que pese a dicha situación, continúan operando, como ocurre en algunas pequeñas y medianas empresas familiares en las que los propietarios aceptan menores rendimientos económicos con tal de preservar la independencia y asegurar la supervivencia de la misma (Watson y Everett, 1996).

El fracaso empresarial se ha considerado en la literatura como un fenómeno que caracteriza a las empresas no rentables o no eficientes, ya que las empresas en esa situación no son capaces, en una perspectiva a largo plazo, de alcanzar sus objetivos sociales y por tanto, permanecer activas. Ooghe y Van Wymeersch (1996) mantienen que a ese *failure path* se llega o bien por un débil valor añadido de la empresa o por un exceso de gastos operacionales y ambas vías conducen a una rentabilidad insuficiente y por tanto a la desaparición de la misma.

Como señalan Díaz-Casero *et al.* (2014) en su trabajo sobre estructura intelectual del fracaso empresarial, el hecho de considerar el fracaso empresarial como un proceso y no como un evento repentino exige que se analice el periodo de tiempo que transcurre desde que aparecen los primeros síntomas hasta que el evento sucede, por lo que los autores emplean los términos *decline* y *failure* para referirse a las etapas del estudio del fracaso.

De esta forma, el término *decline* se asocia a las siguientes situaciones: a) degeneración del rendimiento organizativo en las ventas, la rentabilidad, la cuota de mercado y el mando tecnológico (Lorange y Nelson, 1987); b) disminución de los recursos financieros humanos considerando la decadencia y la crisis como los extremos del empeoramiento del rendimiento (Chowdhury y Lang, 1993); c) decadencia y deterioro

del rendimiento financiero por una merma en el valor de mercado (Probst y Raisch, 2005).

Por su parte, el término *failure* se emplea o bien como quiebra legal, excluyendo los supuestos de quiebra intencional como táctica legal o el fracaso o grave dificultad financiera como la falta de crédito o no reembolso de acreedores (Keasy et Watson, 1991).

Desde otra perspectiva, las fases por las que atraviesa una organización abocada al fracaso son el fracaso económico y el fracaso financiero (Denis y Rogers, 2007; Balcaen *et al.*, 2011; Fischer y Wahrenburgh, 2012). El fracaso económico es la situación que se produce cuando la rentabilidad de los capitales invertidos en el negocio es inferior a su coste de oportunidad. El fracaso financiero es la situación que se produce cuando la empresa no puede asumir el cumplimiento de sus obligaciones de pago, que a su vez diferencia dos etapas, aquella en la que la empresa no puede disponer de la liquidez necesaria para hacer frente a dichas obligaciones y la persistencia en el tiempo de la anterior situación que puede llevar a la descapitalización de la empresa.

Aguiar y Ruiz (2014) mantienen que las empresas que se enfrentan al fracaso financiero son viables económicamente pero presentan un elevado endeudamiento y tienen dificultades para pagar sus deudas. En la misma situación se encuentran las empresas que se encuentran en fracaso económico pero se caracterizan por un resultado operativo bajo o negativo, por lo que su continuidad es dudosa, incluso en ausencia de endeudamiento (Lemmon *et al.*, 2009).

Como se ha visto, la revisión bibliográfica no permite establecer una única definición del concepto de fracaso empresarial. Desde otro punto de vista, se distingue entre definiciones de carácter jurídico y de carácter económico. Las definiciones de carácter jurídico facilitan un criterio objetivo que permite la diferenciación entre empresas sanas o insolventes, pero también plantea una serie de problemas específicos, ya que como se ha visto anteriormente, la declaración legal de quiebra puede ser también empleada como decisión estratégica de las empresas para solucionar sus problemas de endeudamiento o que esta se deba al acaecimiento de un suceso sobrevenido o accidental.

Las definiciones de carácter económico tienen la desventaja de que pueden llevar implícita una mayor arbitrariedad por la multitud de variables que pueden utilizarse para delimitarlas pero, por el contrario, sí permiten que se puedan establecer unos presupuestos objetivos que impliquen una situación de insolvencia de la empresa, si no legalmente, sí reconocible en la práctica.

Las concepciones que contemplan el fracaso desde el punto de vista económico lo hacen teniendo en cuenta la definición contable de quiebra o la denominada «quiebra técnica», es decir, aquellas empresas con patrimonio neto negativo; o las que muestran incapacidad para atender sus obligaciones financieras a su vencimiento o incluso cuando los accionistas reciben una rentabilidad menor por sus inversiones que las análogas en el mercado (Blum, 1974; Altman, 1981; Beaver, 1996). Rubio (2008) considera que la quiebra técnica se produce cuando las empresas tienen un patrimonio neto contable negativo.

Tascón y Castaño (2012) llevan a cabo una revisión de las distintas acepciones que se han acuñado en torno al concepto fracaso empresarial, quiebra o empresa fallida y las clasifican en tres grupos de conceptos diferentes. Una empresa fracasa o es fallida cuando:

- Deja de pagar una o varias de sus deudas, aunque sea de forma temporal (Beaver, 1996; Marais *et al.*, 1984).
- Concurren en ella los presupuestos objetivos requeridos en la normativa vigente sobre quiebra o procedimientos similares (Deakin, 1972; Taffler, 1982).
- La situación patrimonial de la empresa muestra un valor reducido en los activos o una escasez de tesorería que puede desencadenar el fracaso (Altman, 1981; Davydenko, 2010).

En el presente trabajo empírico, tras analizar las diferentes perspectivas y conceptos construidos en torno a la supervivencia o fracaso de la empresa, se ha optado por emplear como variable dependiente el concepto de continuidad/no continuidad de la empresa empleando un criterio objetivo y de carácter mixto (jurídico-económico), al identificarlo con una de las causas de disolución de las sociedades de capital, recogidas en el artículo 363 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital que señala que la

sociedad deberá disolverse «Por pérdidas que dejen reducido el patrimonio neto a una cantidad inferior a la mitad del capital social, a no ser que éste se aumente o reduzca en la medida suficiente y siempre que no sea procedente solicitar la declaración de concurso».

La disolución es la circunstancia que abre el proceso de liquidación de la sociedad, en virtud del que se realizarán los activos de la sociedad para cancelar sus obligaciones y repartir el remanente a los socios, y una vez concluido este procedimiento se producirá la extinción de la sociedad. La razón de esta disolución estriba en que la pérdida por una sociedad de más de la mitad de los recursos propios constituye una amenaza para su viabilidad y, además en que la cifra del capital social implica que se proyecte ante terceros una falsa imagen de solvencia que difiere sustancialmente de la situación patrimonial.

Esta causa de disolución puede, no obstante, removerse bien: a) por la reducción de capital necesaria para que el patrimonio neto sea igual o mayor que la mitad del capital social; b) por aumento de capital, a través de la aportación de nuevos fondos en concepto de capital de forma que el patrimonio neto sea mayor a la mitad del nuevo capital; c) por aportación por los socios de nuevos fondos a la sociedad sin alterar la cifra de capital social, denominada «reintegro de capital para compensar pérdidas».

Por tanto, a la vista de todo lo expuesto, el criterio para determinar los grandes patrimonios familiares que no continúan será el de patrimonio neto por debajo de la mitad de la cifra de capital social y los grandes patrimonios familiares que continúan serán los de patrimonio neto por encima de la mitad de la cifra de capital social.

La variable dependiente se va a definir como una variable categórica dicotómica en donde se tomará el valor 1 para las empresas que no continúan y el valor 0 para las empresas que continúan.

3.2. MEDIDA DE LA VARIABLE INDEPENDIENTE

Como se ha señalado en el apartado anterior, la ausencia de una teoría económica de fracaso empresarial (Laitinen, 1994) dificulta la construcción de la variable dependiente continuidad/no continuidad de la empresa familiar. En este trabajo, la variable dependiente es dicotómica y permite diferenciar de acuerdo con un criterio objetivo, las

empresas que continúan y las empresas que no continúan. No obstante, la falta de esta construcción clara y definida del concepto de fracaso o éxito empresarial va a influir también en la selección de las variables independientes que se seleccionan habitualmente mediante la ayuda de técnicas estadísticas y econométricas a partir de un conjunto numeroso de ratios comúnmente utilizadas o consideradas como más significativas por las investigaciones empíricas anteriores (Mures y García, 2004).

La ausencia de una teoría uniforme dificulta la elección de las variables independientes, tal como se deduce de la gran variedad de indicadores empleados en los diferentes estudios, pero como señala Jones (1987), ello no debe considerarse como un obstáculo serio para el estudio de la predicción del fracaso, siempre que se pueda aplicar una interpretación económica a los modelos resultantes (Gómez *et al.*, 2008).

Por otra parte, se alegan también problemas de estacionalidad e inestabilidad de los datos en el tiempo, en el sentido de que las variables independientes no se relacionan de forma estable en el tiempo con la variable dependiente. Por ello, algunos autores sostienen que la variabilidad de los ratios financieros es una variable tan importante como su propio valor y si un modelo incorpora las desviaciones de los ratios tendrá una capacidad predictiva ligeramente superior (Dambolena y Khoury, 1980; Mateos-Ronco *et al.*, 2011).

El empleo de la técnica de ratios financieros como medio de evaluación de la situación y evolución económica de la empresa es unánimemente aceptado por la teoría financiera. Los antecedentes históricos del empleo de ratios se remontan al Renacimiento, con las aportaciones de Lucas de Paccioli, que inicia el desarrollo de la técnica contable y construye el concepto de partida doble. Sin embargo, los estudios referentes a los ratios empezaron a alcanzar desarrollo en el s. XX en el ámbito de la banca americana, especialmente tras la depresión de 1929 en la que se empiezan a utilizar de forma generalizada, fundamentalmente dentro de los estudios sobre predicción de quiebras, destacando los modelos de Fitzpatrick (1932) y Merwin (1942) (Ibarra, 2011).

El empleo de ratios pretende el acercamiento entre los hechos económicos o los datos cuantificados relativos a una situación, y la actividad o rendimiento de la empresa para deducir las relaciones más características, de forma que se configure como una herramienta de análisis histórico y actual de la empresa, ya que los ratios no pueden

considerarse de forma aislada sino en comparación de unos con otros. Como señala Lizárraga (1996), la inclusión de los ratios en los primeros estudios financieros estaba animada por el objetivo de valorar su eficacia como herramienta de utilidad en el análisis financiero, si bien los primeros trabajos tenían un carácter meramente descriptivo por lo que, pese a su importancia por lo novedoso de sus planteamientos, adolecían de una serie de puntos débiles, entre otros motivados por la falta de armonización y normatividad en la presentación pública de la información contable, unida a la dificultad de acceso a la misma, ya que además de confeccionarse manualmente, la disparidad del tejido empresarial hacía que la información contable «bruta» incluso estando normalizada, no fuera comparable salvo que hubiera sido manipulada mediante técnicas que permitieran, al menos en parte, aislar el efecto de dicha disparidad. Asimismo, en dicha etapa el tratamiento estadístico pese a su solidez teórica, no contaba con la asistencia de la tecnología informática que hubiera permitido una aplicación empírica eficaz. A todo lo anterior, se une el excepcional entorno macroeconómico en el que se desarrollaron dichos trabajos marcado por la Gran Depresión y la Primera y Segunda Guerra Mundial.

Posteriormente, tras esta primera etapa descriptiva, los planteamientos evolucionan hasta una etapa denominada «predictiva» en la que predomina la concepción de que los diferentes ratios contables contenían una capacidad de explicación del fracaso empresarial y destacando los pioneros trabajos de Beaver (1966, 1968) y Altman (1968).

Beaver (1966) considera que los datos contables y el uso de ratios son una herramienta esencial para profundizar en el concepto de fracaso empresarial y a partir de su estudio empírico para empresas norteamericanas de distintos sectores, para el periodo 1954-1964, en el que empleó un análisis univariante, concluyó que si bien ciertos ratios tienen una alta capacidad predictiva de la quiebra, no eran los únicos que podían predecirla y su fundamental aportación era que dotaban al investigador de una verificación empírica útil de los datos contables. Las investigaciones de Beaver fueron fundamentales en el desarrollo de los ratios como herramientas básicas en la teoría de la solvencia y del fracaso empresarial pues además de separar y analizar los componentes de los ratios a través de técnicas estadísticas, calculó la media de los valores de dichos componentes tanto en empresas fracasadas como en empresas sanas.

Asimismo, realizó la siguiente clasificación de los criterios para la selección de ratios en su trabajo, la cual se ha seguido empleando en multitud de investigaciones posteriores:

- Ratios con más popularidad para medir la solvencia de la empresa en la literatura contable.
- Ratios que hayan resultado significativas en estudios precedentes para diferenciar empresas fracasadas de las no fracasadas.
- Ratios relacionados con el concepto de *cash flow*.

Altman (1968) llevó a cabo un estudio empírico sobre empresas manufactureras americanas, empleando un método discriminante (MDA: Análisis Discriminante Múltiple) y seleccionando 22 ratios entre los más utilizados en la literatura contable, y diferenciando cinco categorías: liquidez, rentabilidad, endeudamiento, solvencia y nivel de actividad. Este autor crea el modelo original de la «Z-score» (puntos de corte) o método de puntuación que es considerado como uno de los mejores modelos teóricos de predicción de quiebras. En el referido estudio, concluyó que todas las empresas con un *Z-score* mayor de 2,99 estaban en el «área de supervivencia», mientras que aquellas con un *Z-score* inferior a 1,81 eran empresas quebradas. El área comprendida entre 1,81 y 2,99 la denomina como «zona de ignorancia» o «área gris» ya que el *Z-score* no es buen predictor en dicha zona (Baltar *et al.*, 2012).

Posteriormente, en los años 80 se desarrollaron una serie de investigaciones cuyo eje central continúan siendo los ratios financieros calculados a partir de la información contable. Ohlson (1980) empleó por primera vez el modelo econométrico de probabilidad condicional de regresión logística (*logit*) por entender que este mejoraría las deficiencias que el MDA *score* presentaba. Su estudio pone de manifiesto que los mayores determinantes del éxito de la empresa eran: a) tamaño de la empresa; b) medidas de la estructura financiera; c) rendimiento económico y d) liquidez a corto plazo.

Rose y Giroux (1984) siguieron la línea tradicional en el uso de ratios, y en su estudio incorporaron 130 nuevos ratios de los que solo 34 mostraron diferencias significativas entre el grupo de empresas sanas y el de empresas en proceso de quiebra. Las técnicas estadísticas empleadas fueron además de las discriminantes lineales, las cuadráticas y los resultados revelan que, a pesar de la diversidad de métodos, los resultados eran muy

similares, incluso en las tasas de error. Por ello, se concluye que la capacidad predictiva del modelo no se basa tanto en la técnica econométrica o en las variables independientes elegidas sino en la dificultad de obtener datos de utilidad informativa (Ibarra, 2011).

Zmijewski (1984) empleó el método *probit* para la investigación empírica llevada a cabo en empresas cotizadas en la bolsa de Nueva York para el periodo 1972-1978 y propuso tres ratios financieros: (a) ingresos netos entre activo, (b) deuda entre activo y (c) activo circulante entre pasivo circulante.

A partir de la segunda mitad de la década de los ochenta se inician estudios encaminados a analizar si existía evidencia empírica de una mayor capacidad predictiva si se utilizaba el *cash flow* operativo, para aplicarlo a ratios individuales o a combinaciones de ratios, naciendo lo señalado en el capítulo anterior como estudios basados en flujos de efectivo (*cash flows based models* o *CFB models*) que se basan en el principio financiero de que el valor de la empresa es igual al valor actual neto de los flujos de caja esperados (Baltar *et al.*, 2012). Paulatinamente, esta línea de investigación que solo consideraba las medidas de rotación de ventas o de activos, se ha ido enriqueciendo con la incorporación del *cash flow* total, operativo y financiero, destacando los estudios de Casey y Bartczak (1985), Gentry *et al.* (1985), Takahashi *et al.*, (1984), Aziz *et al.* (1988).

La revisión llevada a cabo por Platikanova (2005) pone de manifiesto una última línea de investigación compuesta por los modelos de predicción basados en el mercado, en la que además de incluir la información sobre los estados contables se incorporan otras variables como el precio de las existencias y la variación de los retornos. De esta forma, mientras el enfoque contable tiene su base en métodos cuantitativos y cualitativos de la solvencia de una empresa (información contable), el enfoque de mercado añade fuentes de información alternativa además de los estados contables (Fama y French, 2004; Farnen *et al.*, 2004; Kealhoter, 2003). Otros autores proponen otras variables como la experiencia en la gestión, nivel exportador, crecimiento industrial, características del equipo directivo, nivel de diversificación, etc. (Balcaen y Ooghe, 2006; Gómez, 2008).

Otros estudios plantean posturas mixtas en las que se incluyen tanto variables contables como de mercado; así Barniv *et al.* (2002) concluyen que la incorporación de otro tipo de variables como los datos de mercado, factores macroeconómicos, circunstancias del

sector es necesaria para construir modelos más estables y seguros de predicción (Madrid-Guijarro *et al.*, 2011).

En el ámbito español, la mayoría de los estudios sobre predicción de la quiebra emplean variables financieras, si bien algunos incluyen además indicadores no financieros, destacando los trabajos de Gabas (1990); Del Rey (1996); Gallego *et al.* (1997); Lizárraga (1997); López *et al.* (1998); Ferrando y Blanco (1998); Somoza (2001); De Andrés (2001); Rodríguez (2001); Correa *et al.* (2003); Mures y García (2004); Rubio (2008); Pozuelo *et al.* (2008); Del Olmo (2011).

En definitiva, y como se ha visto en esta breve revisión, los modelos de predicción utilizan una gran cantidad de variables aunque la mayoría son ratios contables relativos al desempeño de la empresa: rentabilidad, endeudamiento, equilibrio económico-financiero y estructura económica, si bien algunas corrientes consideran que la incorporación de variables no contables mejorará la capacidad explicativa de los modelos, pues parece lógico pensar que en la continuidad o fracaso de la empresa influirán, además de los factores económico-financieros de cada empresa, otras causas relativas al entorno sectorial y al macroeconómico así como factores asociados al desempeño del «elemento humano» de la empresa, como su dirección, estrategia y control, si bien algunas opiniones consideran que para que dichas variables puedan desempeñar su papel en los modelos de fracaso, deberían tener en cuenta los ciclos económicos, lo que obligaría a series temporales amplias si bien la mayoría de los trabajos no suelen disponer de series temporales superiores a cinco años (Tascón y Castaño, 2012).

El presente trabajo doctoral analiza los factores de influencia en la continuidad de las empresas familiares españolas cuyo patrimonio neto es superior a nueve millones de euros a través de la técnica de regresión logística binaria a partir de la que se determina la probabilidad de que una empresa continúe o no continúe, a través de los coeficientes del modelo correspondientes a cada variable independiente, de forma que se evalúa la influencia de dichas variables en la continuidad o no continuidad de la muestra seleccionada.

Las variables independientes o explicativas utilizadas en este estudio empírico nacen de la siguiente clasificación:

- Ratios de estructura, que miden la proporcionalidad que existe entre las masas patrimoniales del activo y las del pasivo, así como la existente en la composición de las mismas. De estos se han utilizado:
 1. Inmovilizado/Activo total.
 2. Activo circulante/Activo total.
 3. Existencias/Activo total.

- Ratios de liquidez, que miden el grado en que los activos liquidables a corto plazo serán suficientes para afrontar los pagos provenientes de las deudas contraídas a corto plazo. De estos se han utilizado:
 4. Activo circulante/Pasivo circulante.
 5. Realizable + disponible/Pasivo circulante.
 6. Pasivo circulante/Pasivo a largo plazo.
 7. *Cash flow*.

- Ratios de endeudamiento, que miden la relación existente entre los distintos componentes del pasivo, a corto y largo plazo, y los recursos propios, así como el grado de exigibilidad y coste de la deuda.
 8. Total deudas/Pasivo + Patrimonio Neto (PN).
 9. Capitales propios (PN)/Total deudas.
 10. Deudas a corto plazo/Total deudas.
 11. Patrimonio Neto (PN) /Activo total.
 12. Fondos propios.
 13. Deudas a largo plazo (lp) Pasivo + Patrimonio Neto.
 14. Deudas a corto plazo/Pasivo + Patrimonio Neto.

- Ratios de rentabilidad, que comparan el beneficio obtenido, en sus diversos niveles, con las magnitudes que lo han generado.

15. Rentabilidad económica.

16. Rentabilidad financiera.

Una vez calculados estos ratios para toda la muestra y para el periodo de estudio, con el objetivo de realizar la influencia de estos ratios considerando un periodo temporal, se decidió que las mediciones de las variables explicativas de esos ratios no serán sus valores absolutos, sino la evolución o variación temporal de los mismos, para lo que se ha empleado la técnica estadística de la variación de los números índices. La importancia de la metodología de los números índices radica en que son una referencia de la realidad y proyectan de manera clara la evolución de una variable en el tiempo. Estas razones motivan que los resultados de esta técnica sean bases concretas para la evaluación de situaciones y permitan la toma de decisiones y la predicción de escenarios futuros.

Por tanto, el estudio empírico desarrollado muestra un panel de datos con los ratios económicos obtenidos a través de los balances económicos de las empresas, para el periodo temporal elegido y depositados en el Registro Mercantil cumpliendo la normativa legal y reglamentaria relativa a la presentación de cuentas anuales. A partir de dichos datos, se trató de identificar el indicador de variación más adecuado para utilizar como variables independientes o explicativas influyentes en la clasificación de las grandes empresas familiares, de forma que se halle el indicador más adecuado que permita en el horizonte temporal de uno a seis años clasificar a las empresas según su continuidad o no continuidad.

Una vez que se ha identificado el indicador más adecuado, el siguiente paso de la investigación consiste en observar cuáles de las variaciones de los ratios económicos financieros tienen una influencia significativa en la continuidad o no continuidad de la empresa familiar para, posteriormente, crear un modelo explicativo de dicha influencia.

Por consiguiente, se plantearon los siguientes indicadores de variación:

- Variación media aritmética de los números índices en cadena.
- Variación media geométrica de los números índices en cadena.
- Tasa de variación media acumulativa del periodo analizado.

Para crear estas tasas de variaciones, se parte de las variaciones simples de un año con respecto al anterior, utilizando la siguiente fórmula:

Tasa de variación interanual: $V_{t/t-1} = Y_t - Y_{t-1} / Y_{t-1}$

Este índice de variación presentaba problemas ya que, cuando los valores eran negativos, si en el año t-1 la variable era negativa y en el año t presentaba un valor negativo mayor al periodo anterior, en lugar de reflejar una variación negativa esta se convertía en positiva, por lo que distorsionaba los datos y daba como resultado valores erróneos. Como solución a este problema se optó por asignar el valor del denominador Y_{t-1} en valor absoluto. De esta forma, las tasas de variación conseguían reflejar la realidad de las variaciones. Por tanto, la fórmula que se ha utilizado para calcular los índices de variación en cadena es la siguiente:

$V_{t/t-1} = Y_t - Y_{t-1} / \text{ABS}(Y_{t-1})$

De esta forma, se calculan con esta fórmula, los siguientes índices de variación en cadena:

- Variación del 2012 con respecto al 2011.
- Variación del 2011 con respecto al 2010.
- Variación del 2010 con respecto al 2009.
- Variación del 2009 con respecto al 2008.
- Variación del 2008 con respecto al 2007.

Así, la Variación media aritmética de los números índices en cadena es el promedio de las cinco variaciones de los índices en cadena, estudiados en un periodo de tiempo de 6 años.

Como se observará posteriormente, este es el indicador más adecuado para el objetivo del presente trabajo al ser el que alcanza mayor concordancia con la clasificación de la continuidad o no continuidad de la empresa familiar.

La Variación media geométrica de los números índices en cadena, se calcula con la raíz elevada a la quinta del producto de las cinco variaciones en cadena calculadas.

Este indicador medio tampoco resultaba fiable ya que depende de los signos de las tasas de variación, y las tasas medias positivas en algunos casos se convertían en negativas, por tanto, este indicador medio geométrico tampoco se ha considerado fiable. Como se expondrá posteriormente, este indicador medio no es concordante con la clasificación inicial.

Por último, la Tasa de variación media acumulativa de un periodo de seis años, cuya fórmula se representa de la siguiente manera:

Tasa de variación media acumulativa de un periodo

$$\dot{r}_{t+n} = \left(\sqrt[n]{\frac{Y_{t+n}}{Y_t}} - 1 \right) \cdot 100 = \left(\left(\frac{Y_{t+n}}{Y_t} \right)^{1/n} - 1 \right) \cdot 100$$

Como se observará más adelante, tampoco este indicador es concordante con la clasificación inicial de continuidad y no continuidad.

De esta forma, en la presente investigación, las medidas de las variables independientes de estudios serán las Variaciones medias aritméticas de los números índices en cadena que se detallan a continuación, que en lo sucesivo se denominarán como «variación media»:

- Con respecto a los ratios de estructura:
 - 1-. Variación media del ratio Inmovilizado/Activo total.
 - 2-. Variación media del ratio Activo Circulante/Activo total.
 - 3-. Variación media del ratio Existencias/Activo total.
- Con respecto a los ratios de liquidez:
 - 4-. Variación media del ratio Activo Circulante/Pasivo Circulante.
 - 5-. Variación media del Ratio Realizable + Disponible/Pasivo Circulante.
 - 6-. Variación media del ratio Pasivo Circulante/Pasivo a largo plazo.
 - 7-. Variación media del ratio *Cash Flow*.

- Con respecto a los ratios de endeudamiento:
 - 8-. Variación media del ratio total Deudas/Pasivo + Patrimonio Neto.
 - 9-. Variación media del ratio Patrimonio Neto (PatrimonioN)/Total Deudas.
 - 10-. Variación media del ratio Deudas a corto plazo/Total deudas.
 - 11-. Variación media del ratio Patrimonio Neto/Activo total.
 - 12-. Variación media del ratio Fondos Propios (PN).
 - 13-. Variación media del ratio Deudas a largo plazo/Pasivo + Patrimonio Neto.
 - 14-. Variación media del ratio Deudas a corto plazo/Pasivo + Patrimonio Neto.

- Con respecto a los ratios de rentabilidad:
 - 15-. Variación media del ratio. Rentabilidad económica.
 - 16-. Variación media del ratio Rentabilidad financiera.

En consecuencia, se puede establecer una hipótesis general, planteada dentro de la investigación teórica, con sus subhipótesis correspondientes a las variables que miden la hipótesis general. A continuación, la figura 4.2 muestra un cuadro resumen:

Figura 4.2. Resumen de hipótesis

H1	Influencia en las variaciones de los ratios de endeudamiento en la no continuidad de las empresas familiares.
1. ^a	<i>El decrecimiento del ratio Patrimonio neto/ total deudas, hará más probable la no continuidad de las empresas familiares.</i>
2. ^a	<i>El crecimiento de endeudamiento Total deudas/Pasivo+Neto hará más probable la no continuidad de las empresas familiares</i>
3. ^a	<i>El crecimiento del ratio Deudas a C.P. / Total Deudas. (Calidad de la deuda) hará más probable la no continuidad de las empresas familiares.</i>
4. ^a	<i>El decrecimiento del ratio de endeudamiento PN+ Activo total. (cobertura recursos permanentes), hará más probable la no continuidad de las empresas familiares.</i>
5. ^a	<i>El decrecimiento de los Fondos Propios hará más probable la no continuidad de las empresas familiares.</i>
6. ^a	<i>El crecimiento del ratio de endeudamiento, Deudas a Largo Plazo/Pasivo Total más Neto, hará más probable la no continuidad de las empresas familiares.</i>
7. ^a	<i>El crecimiento del ratio de endeudamiento, Deudas a Corto Plazo/Pasivo Total más Neto, hará más probable la no continuidad de las empresas familiares.</i>
H2	Influencia en las variaciones de los ratios de rentabilidad en la no continuidad de las empresas familiares.
2. ^a	<i>El decrecimiento del ratio rentabilidad económica, hará más probable la no continuidad de las empresas familiares.</i>
H3	El decrecimiento de la rentabilidad financiera, hará más probable la no continuidad de las empresas familiares.
3. ^a	<i>El decrecimiento de la rentabilidad financiera, hará más probable la no continuidad de las empresas familiares.</i>
H4	Influencia en las variaciones de los ratios de liquidez en la no continuidad de las empresas familiares.
4. ^a	<i>El decrecimiento del ratio de liquidez Activo Circulante/Pasivo Circulante, hará más probable la no continuidad de las empresas familiares</i>
4B	<i>El decrecimiento del ratio de liquidez Realizable + disponible / Pasivo Circulante. (Ratio de tesorería), hará más probable la no continuidad de las empresas familiares.</i>
4C	<i>El decrecimiento del ratio de liquidez Pasivo circulante / pasivo a largo plazo.,hará más probable la no continuidad de las empresas familiares.</i>
4D	<i>El decrecimiento del cashflow supondrá una mayor probabilidad la no continuidad de la empresa familiar.</i>
H5	Influencia en las variaciones de los ratios de estructura en la no continuidad de las empresas familiares.
5. ^a	<i>El decrecimiento del ratio de estructura Inmovilizado/Activo total, hará más probable la no continuidad de las empresas familiares.</i>
5B	<i>El decrecimiento del ratio de estructura Activo circulante/Activo total, hará más probable la no continuidad de las empresas familiares.</i>
5C	<i>El decrecimiento del ratio de estructura existencias/activo total, hará más probable la no continuidad de las empresas familiares.</i>

Fuente: Elaboración propia

4. HERRAMIENTA METODOLÓGICA: LA REGRESIÓN LOGÍSTICA BINARIA

El modelo de regresión logística es una técnica de probabilidad condicional que se aplica para la obtención de la probabilidad de que una observación pertenezca a un conjunto determinado, en función del comportamiento de una serie de variables explicativas (Hosmer, 2000).

Los objetivos del método de regresión logística son los siguientes:

- Predecir la probabilidad de ocurrencia de un determinado suceso.
- Analizar el grado de relación entre las variables independientes y la dependiente.
- Analizar la significatividad de la relación anterior.

La justificación económica de la regresión logística se encuentra en la teoría de la utilidad aleatoria enunciada por Luce y Suppes (1965) y formalizada por McFadden (1974) y Manski que dotó al modelo *logit* de una sólida base teórica, al tiempo que lo dotó de significado propio como modelo de elección discreta (Cramer, 2003; Martínez, 2008).

Los modelos de regresión logística binarios son modelos que tratan de relacionar una variable dependiente cualitativa que toma dos valores, es decir, dicotómica, con una o más variables independientes o covariables pudiendo estas últimas ser cualitativas o cuantitativas. De esta forma, estos modelos consiguen un doble objetivo, por una parte, cuantifican la relación existente entre la variable dependiente e independiente, y por otra parte, clasifican en categorías a la variable dependiente según la probabilidad que tenga de pertenecer a un grupo o a otro. En consecuencia, la regresión logística permite estimar la probabilidad de que se dé uno de los grupos contemplados en la variable dependiente, ante el valor que tomen las variables independientes.

El método de regresión logística ha sido ampliamente empleado en las investigaciones relativas a la predicción del fracaso empresarial, según se ha expuesto anteriormente (Zavgren, 1985; Theodossiou, 1991; Alici, 1996; Huang *et al.*, 2004; Kim y Gu, 2006),

pues presenta una serie de ventajas frente a otros métodos estadísticos y está dotado de mayor flexibilidad. Así, por ejemplo, mientras los análisis discriminantes requieren que las variables clasificadoras sigan una distribución normal multivariante, la regresión logística solo exige que las variables predictivas sean independientes y admite que las variables explicativas puedan ser categóricas sin que ello implique el quebrantamiento de ningún supuesto. De esta forma, la regresión logística parte de unos supuestos menos restrictivos y permite introducir como independientes en el modelo variables categóricas (Visauta *et al.*, 2003).

La regresión logística binaria se diferencia de los modelos de regresión lineal fundamentalmente en que la variable de respuesta es dicotómica o binaria, es decir, toma uno de los dos valores posibles. Esta diferencia entre ambos modelos se refleja tanto en la selección de los parámetros del modelo, como en los supuestos para su construcción. La ventaja de este modelo frente al modelo de regresión lineal viene motivada por el hecho de que es habitual que los datos de análisis disponibles no sigan una distribución normal, y existan dificultades para atacar problemas con variable de respuesta discreta, lo que motiva la necesidad de un método especial que permita salvar dichas barreras (Llaugel y Fernández *et al.*, 2011).

De esta forma, los modelos de regresión se han convertido en un componente integral de cualquier análisis de datos que involucre la descripción de la relación entre una variable de respuesta y una o más variables explicativas (Hosmer y Lemshow, 2000).

Cox y Snell (1989) proponen la distribución logística como distribución de probabilidad para el análisis de variables de respuestas dicotómicas. La justificación que encuentran dichos autores se funda, por una parte, en un criterio matemático que es extremadamente flexible y fácil de usar y por otra parte, en la mayor facilidad de obtener por esta vía conclusiones fácilmente interpretables (Agresti, 1989).

En resumen, se puede decir, que en análisis de regresión, cuando la variable de respuesta es binaria, se cumplen las siguientes premisas:

- a) La media condicional de la ecuación de regresión debe ser formulada para estar contenida entre 0 y 1.
- b) La distribución binomial y no la normal describe la distribución de los errores y será la distribución en la que estará sustentado el análisis.

- c) Los principios que guían un análisis de regresión lineal son los mismos para el análisis de regresión logística.

Esta investigación parte de una serie de modelos que reúnen las siguientes características:

- La variable dependiente es cualitativa con dos categorías, formadas por las empresas familiares que continúan y las empresas familiares que no continúan.
- Las variables explicativas son cuantitativas, teniendo estas una dispersión muy grande y en la gran mayoría de los casos una distribución no normal, por lo que el mejor análisis considerado será la regresión logística binaria.

Por tanto, se tiene un modelo lineal que se denomina *logit*.

$$g_i = \log \frac{p_i}{1 - p_i} = \log \left(\frac{\frac{1}{1 + \exp^{-(\beta_0 + \beta_1 X_i + \dots + \beta_k X_k)}}}{1 + \exp^{-(\beta_0 + \beta_1 X_i + \dots + \beta_k X_k)}} \right) = \log \frac{1}{\exp^{-(\beta_0 + \beta_1 X_i + \dots + \beta_k X_k)}} = \beta_0 + \beta_1 X_i + \dots + \beta_k X_k$$

La variable g representa en una escala logarítmica la diferencia entre las probabilidades de pertenecer a ambas poblaciones.

$$P[Y = 1/X] = \frac{1}{1 + \exp^{-(\beta_0 + \beta_1 X_i + \dots + \beta_k X_k)}}.$$

Esta función tiene la ventaja de ser continua. Además, como:

$$1 - p_i = \frac{1}{1 + \exp^{-(\beta_0 + \beta_1 X_i + \dots + \beta_k X_k)}}$$

Resulta que:

$$g_i = \log \frac{p_i}{1 - p_i} = \log \left(\frac{\frac{1}{1 + \exp^{-(\beta_0 + \beta_1 X_i + \dots + \beta_k X_k)}}}{1 + \exp^{-(\beta_0 + \beta_1 X_i + \dots + \beta_k X_k)}} \right) = \log \frac{1}{\exp^{-(\beta_0 + \beta_1 X_i + \dots + \beta_k X_k)}} = \beta_0 + \beta_1 X_i + \dots + \beta_k X_k$$

De modo que, al hacer la transformación, se tiene un modelo lineal que se denomina *logit*.

La variable g representa en una escala logarítmica la diferencia entre las probabilidades de pertenecer a ambas poblaciones.

Por último, es preciso indicar que en el modelo de regresión logística han de tenerse en cuenta una serie indicadores o pruebas que permitan establecer si la bondad de ajuste es alta y por tanto, confirmar la validez del modelo.

En el caso de la regresión logística binaria, las pruebas más habituales son las siguientes (Hair *et al.*, 1999 y Hernández March, 2003):

- Para el modelo en conjunto se han seguido los siguientes pasos: el primer análisis consiste en la elección de la medida de variación más concordante con la clasificación de las empresas, para lo que se utilizará el índice de concordancia de Kappa.
- Para el contraste de nuestras hipótesis se empleará la regresión logística binaria, se explicará la técnica estadística, las ventajas de su utilización en esta investigación así como sus características e interpretaciones.

Previo al análisis de regresión logística, se realizará un análisis descriptivo de todas las variables explicativas: análisis descriptivo de la tasa de variación media de los índices en cadena de todos los ratios económicos estudiados; medidas de tendencia central, variación, estudio de la forma y gráficas; análisis de la normalidad de las variables mediante la prueba de Kolmogorov-Smirnov.

Posteriormente, se analizará qué indicadores influyen en la variable dependiente, es decir, de forma que se tratará de observar si existen diferencias estadísticamente significativas entre los promedios de estos indicadores en función del tipo de empresa. El contraste de estas hipótesis se llevará a cabo mediante la prueba de la T de Student de

dos muestras independientes para comprobar si se cumple la normalidad o la prueba de la U de Mann-Whitney cuando el supuesto de normalidad no se cumpla.

Por último, en el análisis final de las variables en las que se han encontrado diferencias estadísticamente significativas en función del tipo de empresa, se estudiará el modelo de regresión lineal binaria que mejor explique la continuidad o no continuidad de las empresas familiares, y de esta forma contrastar las hipótesis formuladas en el capítulo anterior. A partir de los resultados obtenidos en los modelos empíricos y una vez identificadas las variables que muestran diferencias estadísticamente significativas entre los dos grupos, se emplearán como variables explicativas de los diferentes modelos de regresión lineal binaria. En primer lugar, se desarrollarán modelos de regresión lineal binaria con una sola variable explicativa y en segundo lugar, se incluirán dos variables explicativas. De esta forma, se pretende obtener el mejor modelo que explica a la variable dependiente y se presentará una discusión de los resultados obtenidos.

Para ello se ha tenido en cuenta:

1. El valor de la verosimilitud, que puede compararse asimismo entre ecuaciones, donde la diferencia representa el cambio en el ajuste predictivo desde una ecuación a otra. Los programas estadísticos cuentan con un contraste automático para evaluar la significación de estas diferencias.
2. El contraste chi cuadrado, si es significativo, se puede concluir que el modelo es válido.
3. En la regresión logística se calculan las llamadas pseudo-R². En concreto, en esta investigación se utilizarán la R² de Nagelkerke y la R² de Cox y Snell, que se interpretan como el coeficiente de determinación de la regresión lineal.

Estas medidas tratan de cuantificar la proporción de la varianza que es obtenida por el modelo de regresión logística utilizado, pero el modelo de Cox y Snell plantea el problema de que su cálculo limita la posibilidad de que dicho estadístico alcance el valor 1; pero el coeficiente de Nagelberke es una modificación que resuelve dicho problema.

CAPÍTULO 5. ANÁLISIS Y DISCUSIÓN DE RESULTADOS

1. INTRODUCCIÓN

El objetivo del presente capítulo es, por una parte, presentar los resultados más relevantes obtenidos del estudio empírico llevado a cabo con la metodología expuesta en el capítulo anterior. Así, mediante un diseño de investigación longitudinal a partir de un panel de datos de seis años, se trata de analizar la evolución de las variaciones medias de los ratios económicos.

En primer lugar, y con carácter previo al análisis de regresión logística se llevará a cabo un análisis descriptivo de las tasas de variación media de los índices en cadena de todos los ratios económicos seleccionados y se lleva a cabo el análisis de concordancia índice de Kappa. La contrastación empírica de las hipótesis formuladas en el marco teórico se lleva a cabo mediante un modelo de regresión logística binaria.

Los resultados obtenidos son empleados para contrastar la validez del modelo teórico y la verificación de las diversas hipótesis planteadas en el capítulo 3.

Por último, se lleva a cabo una discusión de los resultados obtenidos como consecuencia de la contrastación empírica llevada a cabo.

2. CONTRASTACIÓN DEL MODELO TEÓRICO

En esta sección se presentan los resultados obtenidos con las técnicas estadísticas utilizadas. En primer lugar se presentan los resultados del análisis de concordancia, lo que lleva a elegir el mejor indicador de variación para nuestra investigación. Posteriormente, se analizará a nivel descriptivo las variables de variación media de los ratios financieros, y se analizan las diferencias estadísticas de los promedios de las variables explicativas en función del tipo de empresa.

Finalmente, una vez identificadas las variables que muestran diferencias estadísticamente significativas entre los dos grupos, se emplearán como variables explicativas de los diferentes modelos de regresión lineal binaria. Primero se emplearán modelos de regresión lineal binaria con una sola variable explicativa, y en un segundo paso se incluirán dos variables explicativas, de esta forma se obtendrá el modelo que

mejor explica a la variable dependiente y se presentará una discusión de los resultados obtenidos.

2.1. ANÁLISIS DE CONCORDANCIA DEL ÍNDICE DE KAPPA

Como se ha expuesto en el capítulo dos del presente trabajo, la importancia del análisis de la rentabilidad viene determinada porque, aun partiendo de la multiplicidad de objetivos a que se enfrenta una empresa, basados unos en la rentabilidad o beneficio, otros en el crecimiento, la estabilidad e incluso en el servicio a la colectividad, de forma que en todo análisis empresarial el centro de la discusión tiende a situarse en la polaridad entre rentabilidad y seguridad o solvencia como variables fundamentales de toda actividad económica (García Lorenzo, 2008). Así, para Cuervo y Rivero (1986) la base del análisis económico-financiero se encuentra en la cuantificación del binomio rentabilidad-riesgo.

Por tanto, y siguiendo la revisión de la literatura sobre supervivencia y fracaso de la empresa, en el presente estudio empírico se considera la rentabilidad económica como el ratio más adecuado para reflejar el riesgo de continuidad o de no continuidad de la actividad empresarial.

De esta forma, en primer lugar se va a tomar como variable de clarificación la rentabilidad económica, y se va a analizar la concordancia de la clasificación del tipo de empresa (continúan vs. no continúan), con los tres indicadores: media aritmética de los índices en cadena, media geométrica de los índices en cadena y tasa media anual acumulativa. A tal fin, será preciso calcular tres nuevas variables con el corte de la mediana para cada uno de los tres respectivos indicadores.

La figura 5.1 muestra el valor de la mediana de la variación de rentabilidad media aritmética, de la variación de rentabilidad media geométrica y la tasa de variación media acumulativa.

Figura 5.1. Mediana de los índices de variación de la rentabilidad económica

Estadísticos		media5 Rentabilidad económica	TMAA5 Rentabilidad económica	mediag5 Rentabilidad económica
N	Válidos	30	30	30
	Perdidos	0	0	0
Mediana		-0,57442	-0,05101	-0,31249

Fuente: Elaboración propia

Las hipótesis del índice de concordancia de Kappa son:

H0: no hay concordancia

H1: sí hay concordancia.

Con la **tasa media aritmética de los índices en cadena**, se obtiene un índice de Kappa de 0,733, con una significación asociada menor de 0,001, por lo que se rechaza la hipótesis nula y se concluye que este indicador es concordante con la clasificación de continuidad y no continuidad. (Figura 5.2).

Figura 5.2. Contingencia entre tipo de empresa y rentabilidad económica

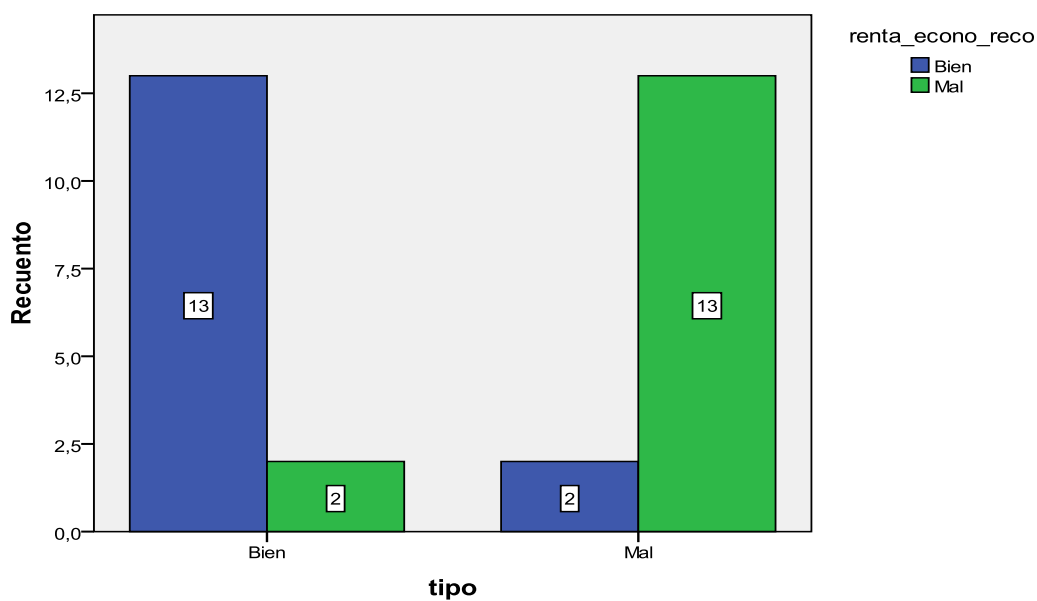
Tabla de contingencia tipo * Rentabilidad económica media recodificada

		Rentabilidad económica media recodificada		Total
		Bien	Mal	
Tipo	Bien	13	2	15
	Mal	2	13	15
Total		15	15	30

Medida de cuerda Kappa = 0,733; t = 4,017; sig. < 0,001

Fuente: Elaboración propia

Figura 5.3. Relación entre rentabilidad económica VMA y tipo de empresa



Fuente: Elaboración propia

El resultado de este indicador de variación media permite observar que en las empresas que no continúan la concordancia es del 86,7 %. (Figura 5.3).

Con la **tasa media anual acumulativa**, se obtiene un índice de Kappa de 0,067 con una significación asociada de 0,715 que, al ser mayor de 0,05, se acepta la hipótesis nula y se concluye que este indicador no es concordante con la clasificación de continuidad y no continuidad, según consta en las figuras 5.4. y 5.5.

Figura 5.4. Contingencia entre tipo de empresa y rentabilidad económica. TMAA

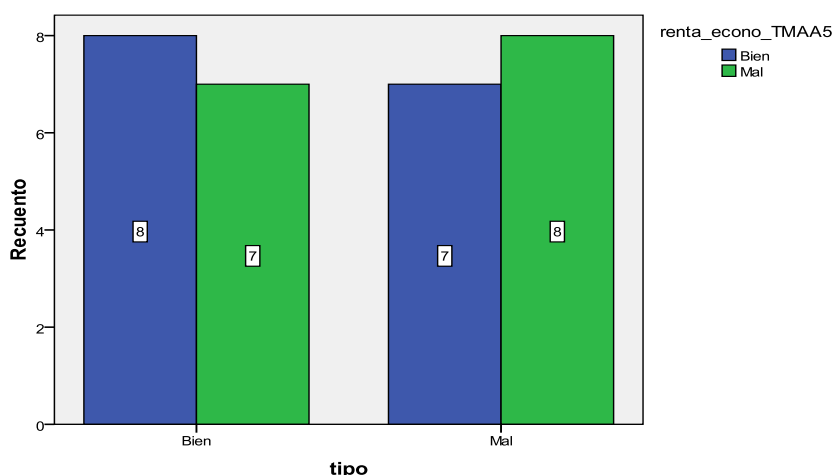
Tabla de contingencia tipo * Rentabilidad económica TMAA5 recodificada

		Rentabilidad económica TMAA5 recodificada		Total
		Bien	Mal	
Tipo	Bien	8	7	15
	Mal	7	8	15
Total		15	15	30

Medida de cuerdo Kappa = 0,067; t = 40,365; sig. < 0,715

Fuente: Elaboración propia

Figura 5.5. Rentabilidad económica TMAA y tipo de empresa



Fuente: Elaboración propia

Con la **tasa media geométrica de los índices en cadena**, se obtiene un índice de Kappa de 0,282 con una significación asociada de 0,136 que, al ser mayor de 0,05, se acepta la hipótesis nula y se concluye que este indicador tampoco es concordante con la clasificación de continuidad y no continuidad (Figuras 5.6 y 5.7).

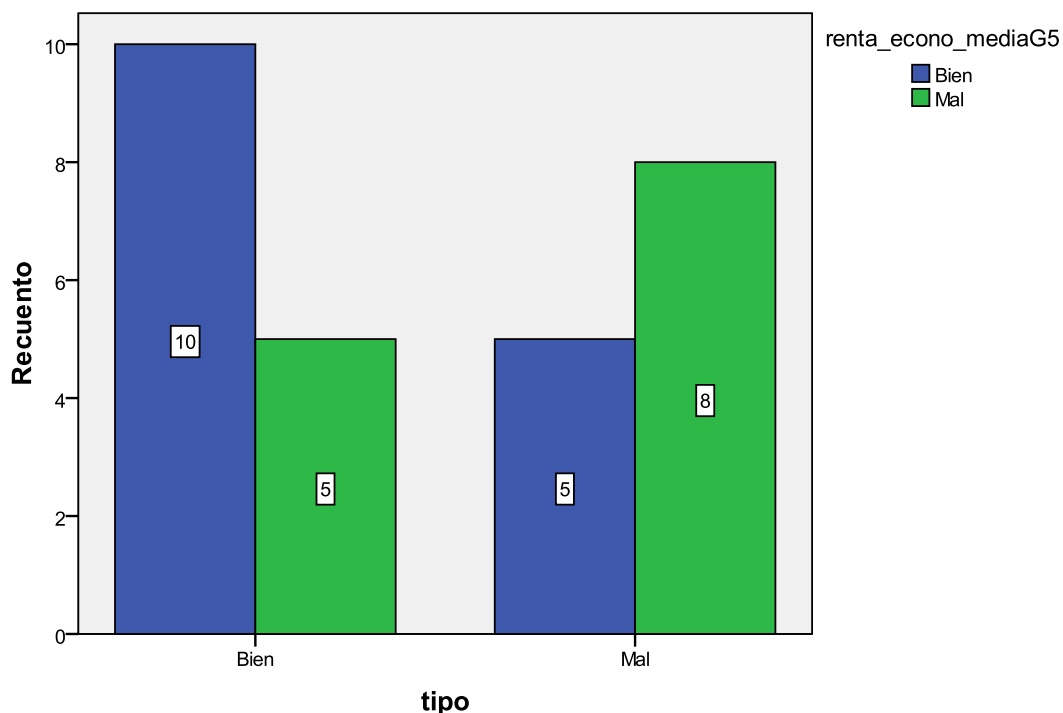
Figura 5.6. Contingencia entre tipo de empresa y rentabilidad económica. TMAA

Tabla de contingencia tipo * Rentabilidad económica mediaG5 recodificada

		Rentabilidad económica		Total
		Bien	Mal	
Tipo	Bien	10	5	15
	Mal	5	8	13
Total		15	13	28

Medida de cuerdo Kappa = 0,282; t = 1,492; sig. = 0,136

Fuente: Elaboración propia

Figura 5.7. Rentabilidad económica TMG y tipo de empresa

Fuente: Elaboración propia

Por tanto, el indicador de variación media aritmética de los índices en cadena será el que se utilizará para comparar los dos grupos y contrastar las hipótesis planteadas. (Figura 5.7),

2.2. ANÁLISIS DESCRIPTIVO DE LOS ÍNDICES DE VARIACIÓN MEDIA Y DE SU NORMALIDAD

En este apartado se va a llevar a cabo, por cada uno de los indicadores anteriormente establecidos, en primer lugar, un análisis de su variación media, después se realizará un análisis de su variación media por tipo de empresa y por último se estudiará la normalidad de todas las variaciones medias contempladas, tanto en el grupo total como por tipo de empresas, utilizando la prueba de Kolmogorov-Smirnov.

2.2.1. Inmovilizado/activo total: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad

A) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA

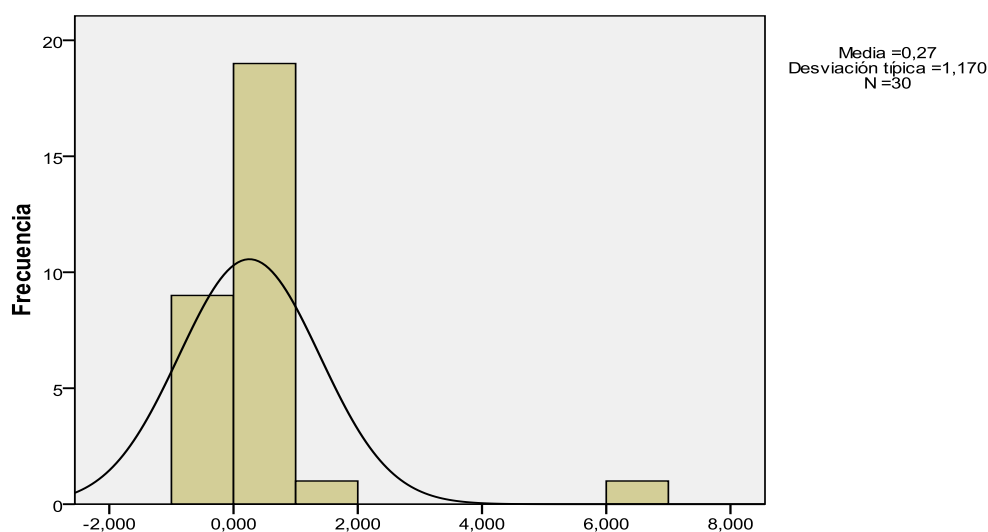
Figura 5.8. Estadísticos descriptivos variación media inmovilizado/activo total

Variación media inmovilizado/activo total						
Tipo de empresa	Media	Mediana	Desv. típ.	Coficiente de variación	Asimetría	Curtosis
Total empresas	0,271	0,026	1,170	4,324	5,234	27,990
Continúa	0,007	0,010	0,045	6,155	-0,405	0,553
No continúa	0,534	0,052	1,638	3,070	3,695	13,918

Fuente: Elaboración propia

La variación media de inmovilizado/activo total tiene una media de 0,271 con una mediana de 0,026. La variabilidad de la distribución es muy alta, con una desviación típica de 1,170, lo que representa un coeficiente de variación de Pearson de 4,324. El grupo es muy heterogéneo por tanto la media no será tampoco en este caso un estadístico representativo y por tanto el estadístico de medida central más adecuado sería la mediana con un valor de 0,026.

La asimetría es positiva, lo que indica que las observaciones se concentran en valores bajos de la variable; la curtosis con un valor de 27,990 indica que la distribución es apuntada o leptocúrtica. (Figuras 5.8 y 5.9).

Figura 5.9. Variación media inmovilizado/activo total

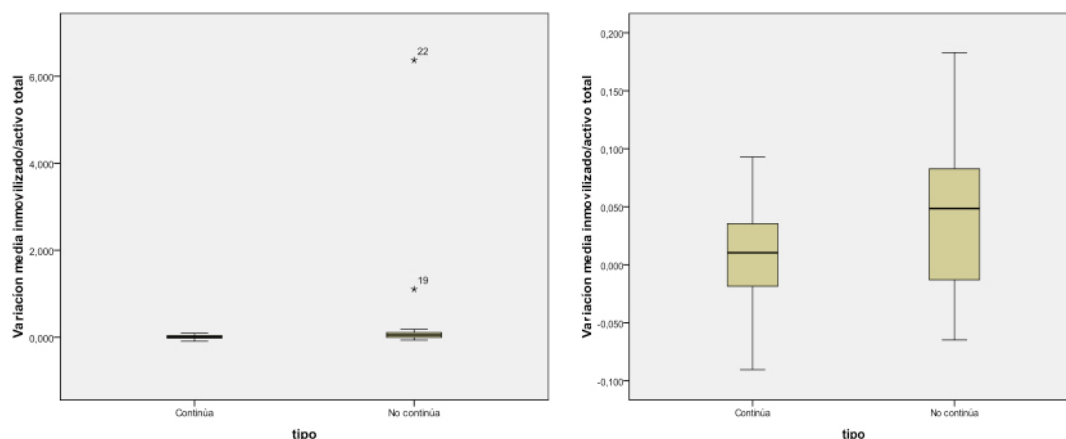
Fuente: Elaboración propia

B) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA POR TIPO DE EMPRESA

Se observa que en las empresas que continúan la variación media es positiva con un valor de 0,007, mientras que las que no continúan tienen una media de 0,534. Los coeficientes de variación (continúan = 6,155; no continúan = 3,070) también son muy altos, por lo tanto, la mediana representa mejor a los dos grupos, en las empresas que continúan la mediana registra un valor de 0,010 mientras que en las que no continúan su valor es de 0,052.

Por otra parte, la gráfica de cajas y bigotes permite observar que cuando se eliminan los datos atípicos, la forma de la distribución en las empresas que continúan es casi simétrica, mientras que en las empresas que no continúan es asimétrica positiva, las observaciones se concentran más en valores bajos de la variable. (Figura 5.10).

Figura 5.10. Diagrama de cajas y bigotes con/sin datos atípicos de la variación media inmovilizado/activo total



Fuente: Elaboración propia

C) ANÁLISIS DE LA NORMALIDAD

Las hipótesis son:

H0: la distribución de la variable variación media **inmovilizado/activo total** es normal.

H1: la distribución de la variable variación media **inmovilizado/activo total** no es normal.

Como se observa en la figura 5.11 en este caso, la distribución es normal solo en el grupo de continúan, en el total y en las que no continúan no se asume la normalidad (total sig. < 0,001; continúan sig. = 0,881; no continúan sig. = 0,004), por lo que se rechaza la hipótesis de normalidad tanto para el grupo total como para los grupos de empresas por separado en función del tipo. Para el análisis inferencial de la comparación de la variación media de **inmovilizado/activo total** en función del tipo de empresa se empleará también, la prueba no paramétrica de la U de Mann-Whitney, ya que uno de los dos grupos no tiene una distribución normal.

Figura 5.11. Prueba de normalidad K-S de la variable variación media inmovilizado/activo total

Prueba de Kolmogorov-Smirnov	Estadísticos	Variación media inmovilizado/activo total
Total empresas	N	30
	Z de Kolmogorov-Smirnov	2,537
	Sig. asintót. (bilateral)	,000
Continúan	N	15
	Z de Kolmogorov-Smirnov	,587
	Sig. asintót. (bilateral)	,881
No continúan	N	15
	Z de Kolmogorov-Smirnov	1,748
	Sig. asintót. (bilateral)	,004

Fuente: Elaboración propia

2.2.2. Activo circulante/activo total: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad

A) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA

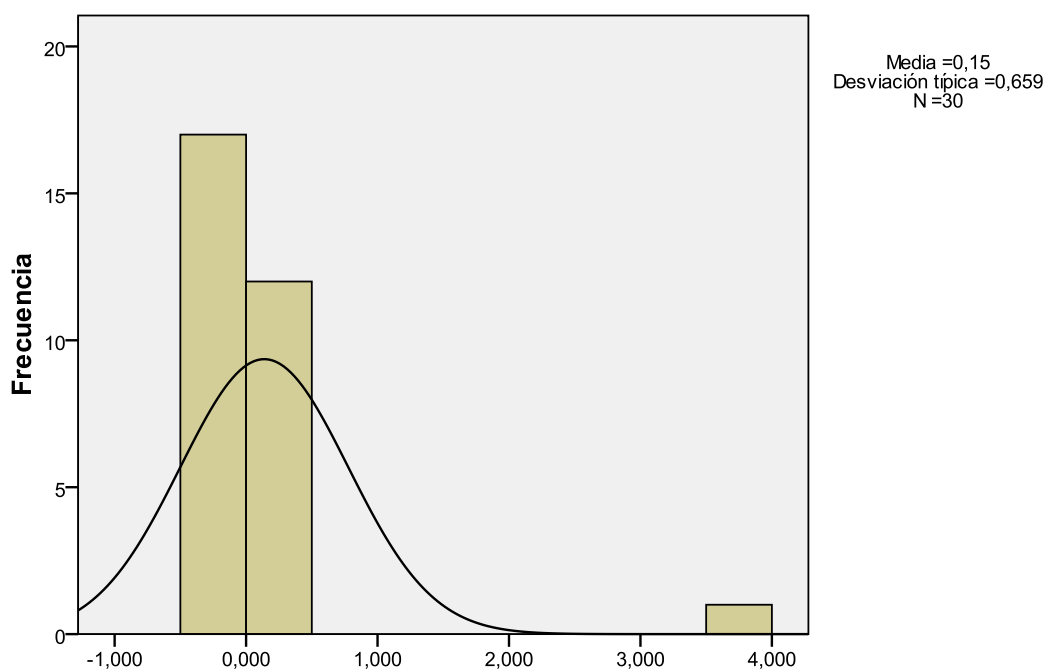
Figura 5.12. Estadísticos descriptivos variación media activo circulante/activo total

Variación media activo circulante/activo total						
Tipo de empresa	Media	Mediana	Desv. típ.	Coefficiente de variación	Asimetría	Curtosis
Total empresas	0,150	-0,006	0,659	4,398	5,133	27,318
Continúa	0,054	-0,001	0,143	2,660	1,205	0,724
No continúa	0,246	-0,012	0,928	3,766	3,758	14,325

Fuente: Elaboración propia

La variación media de activo circulante/activo total tiene una media de 0,150 con una mediana de -0,006. La variabilidad de la distribución es muy alta, con una desviación típica de 0,659, lo que representa un coeficiente de variación de Pearson de 4,398. El grupo es muy heterogéneo, por tanto, la media no será tampoco en este caso un estadístico representativo y por tanto el estadístico de medida central más adecuado sería la mediana con un valor de -0,006.

La asimetría es positiva, lo que indica que las observaciones se concentran en valores bajos de la variable; la curtosis con un valor de 27,318 indica que la distribución es apuntada o leptocúrtica. (Figuras 5.12 y 5.13).

Figura 5.13. Variación media activo circulante/activo total

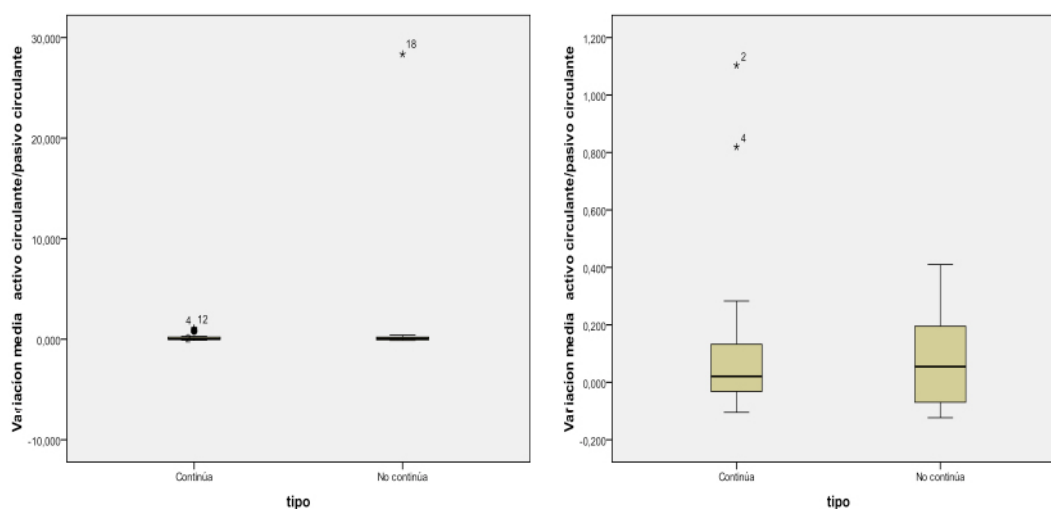
Fuente: Elaboración propia

B) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA POR TIPO DE EMPRESA

Se observa que en ambos tipos de empresas la variación media es positiva siendo mayor en las empresas que no continúan con un valor de 0,246 frente a las que sí continúan con un valor de 0,054. Los coeficientes de variación (continúan = 2,660; no continúan = 3,758) también son altos, por tanto también en este caso la mediana representa mejor a ambos grupos, siendo esta en el grupo que continúan un valor de -0,001, mientras que en las que no continúan su valor es ligeramente menor, -0,012.

A través de la gráfica de cajas y bigotes se observa que cuando se eliminan los datos atípicos de la forma de la distribución, en ambos grupos la distribución es muy similar. (Figura 5.14).

Figura 5.14. Diagrama de cajas y bigotes con/sin datos atípicos de la variación media activo circulante/pasivo circulante



Fuente: Elaboración propia

C) ANÁLISIS DE LA NORMALIDAD

Las hipótesis son:

H0: la distribución de la variable variación media **activo circulante/activo total** es normal.

H1: la distribución de la variable variación media **activo circulante/activo total** no es normal.

Como se observa en la figura 5.15 en este caso la distribución es normal solo en el grupo de continúan, en el total y en las que no continúan no se asume la normalidad (total sig. = 0,001; continúan sig. = 0,507; no continúan sig. = 0,007), por lo que se rechaza la hipótesis de normalidad tanto para el grupo total como para los grupos de empresas por separado en función del tipo. Para el análisis inferencial de la comparación de la variación media de **activo circulante/activo total** en función del tipo de empresa se utilizará también la prueba no paramétrica de la U de Mann-Whitney, ya que uno de los dos grupos no tiene una distribución normal.

Figura 5.15. Prueba de normalidad K-S de la variable Variación media activo circulante/activo total

Prueba de Kolmogorov-Smirnov	Estadísticos	Variación media activo circulante/activo total
Total empresas	N	30
	Z de Kolmogorov-Smirnov	1,898
	Sig. asintót. (bilateral)	,001
Continúan	N	15
	Z de Kolmogorov-Smirnov	,823
	Sig. asintót. (bilateral)	,507
No continúan	N	15
	Z de Kolmogorov-Smirnov	1,677
	Sig. asintót. (bilateral)	,007

Fuente: Elaboración propia

5.2.2.3. EXISTENCIAS/ACTIVO TOTAL: ANÁLISIS DESCRIPTIVO DE LOS ÍNDICES DE VARIACIÓN MEDIA Y DE SU NORMALIDAD

A) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA

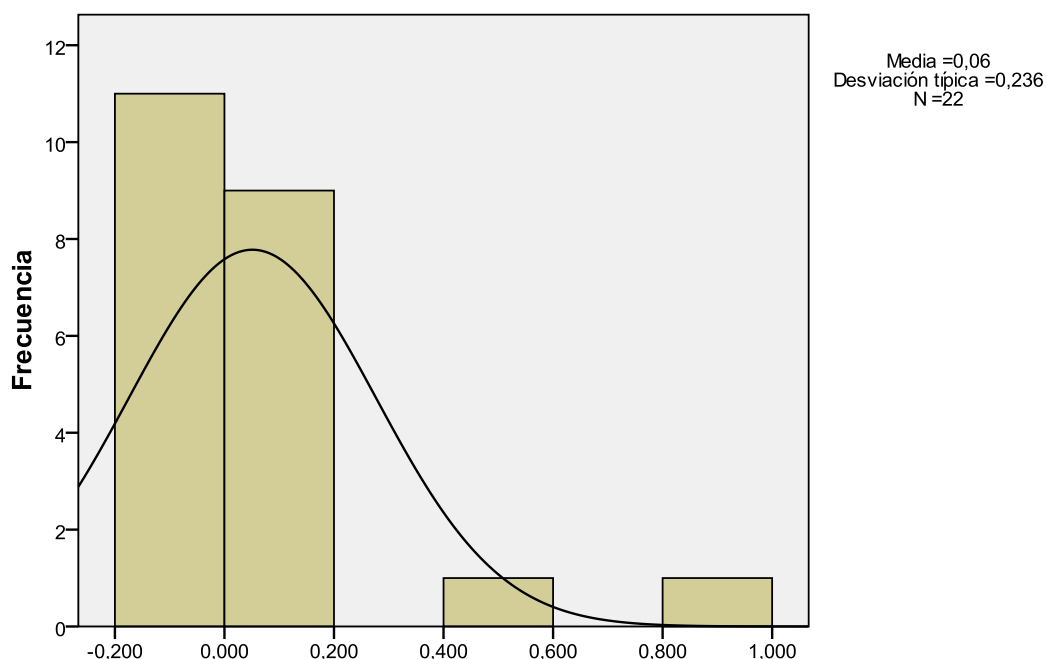
Figura 5.16. Estadísticos descriptivos variación media existencias/activo total

Variación media existencias/activo total						
Tipo de empresa	Media	Mediana	Desv. típ.	Coefficiente de variación	Asimetría	Curtosis
Total empresas	0,0557	-0,0002	0,2356	4,2324	3,3340	12,0368
Continúa	0,1385	0,0009	0,3320	2,3980	2,2615	4,8728
No continúa	-0,0133	-0,0059	0,0660	4,9532	-0,6644	-0,3647

Fuente: Elaboración propia

La variación media de existencias/activo total tiene una media de 0,0557 con una mediana de -0,0002. La variabilidad de la distribución es muy alta, con una desviación típica de 0,2356, lo que representa un coeficiente de variación de Pearson de 4,2324. El grupo es muy heterogéneo, por tanto, la media no será tampoco en este caso un estadístico representativo y por tanto, el estadístico de medida central más adecuado sería la mediana con un valor de -0,0002.

La asimetría es positiva, lo que indica que las observaciones se concentran en valores bajos de la variable; la curtosis con un valor de 12,0368 indica que la distribución es apuntada o leptocúrtica. (Figuras 5.16 y 5.17).

Figura 5.17. Variación media existencias/activo total

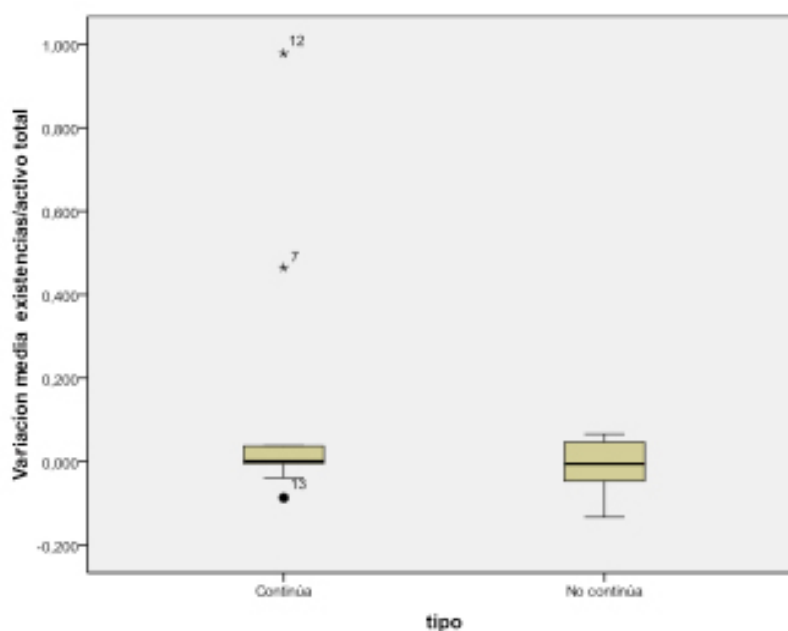
Fuente: Elaboración propia

B) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA POR TIPO DE EMPRESA

Se observa que, en las empresas que continúan, la variación media es positiva con un valor de 0,1385 mientras que las que no continúan tienen una media de -0,0133. Los coeficientes de variación (continúan = 2,3980; no continúan = 4,9532) también son muy altos por lo tanto la mediana representa mejor a los dos grupos, en las empresas que continúan la mediana da un valor de 0,0009 mientras que en las que no continúan su valor es de -0,0059.

Las gráficas muestran, sin los datos atípicos, que las medianas son muy similares y próximas a cero, y también se observa que en las empresas que continúan la asimetría es positiva mientras que en las que no continúan su asimetría es negativa. (Figura 5.18).

Figura 5.18. Diagrama de cajas y bigotes con/sin datos atípicos de la variación media existencias/activo total



Fuente: Elaboración propia

C) ANÁLISIS DE LA NORMALIDAD

Las hipótesis son:

Ho: la distribución de la variable variación media **existencias/activo total** es normal.

H1: la distribución de la variable variación media **existencias/activo total** no es normal.

Como se observa en la figura 5.19, en el grupo total la distribución no es normal, pero por tipo de empresa las significaciones son superiores a 0,05 (total sig. = 0,002; continúan sig. = 0,059; no continúan sig. = 0,974), por lo que se rechaza la hipótesis de normalidad para el grupo total y se acepta para los grupos de empresas por separado en función del tipo de empresa. Para el análisis inferencial de la comparación de la variación media de existencias/activo total en función del tipo de empresa se utilizará la prueba de la T de Student de dos muestras independientes.

Figura 5.19. Prueba de la normalidad K-S de la variable variación media existencias/activo total

Prueba de Kolmogorov-Smirnov	Estadísticos	Variación media existencias/activo total
Total empresas	N	22
	Z de Kolmogorov-Smirnov	1,838
	Sig. asintót. (bilateral)	,002
Continúan	N	10
	Z de Kolmogorov-Smirnov	1,328
	Sig. asintót. (bilateral)	,059
No continúan	N	12
	Z de Kolmogorov-Smirnov	,482
	Sig. asintót. (bilateral)	,974

Fuente: Elaboración propia

2.2.4. Activo circulante/pasivo circulante: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad

A) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA

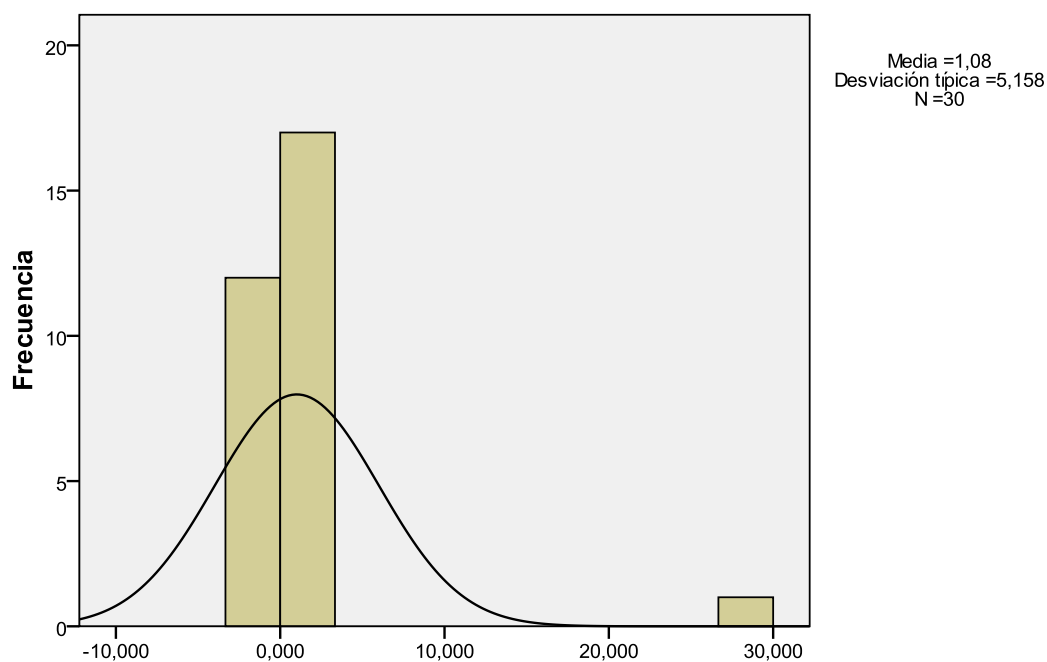
Figura 5.20. Estadísticos descriptivos variación media activo circulante/pasivo circulante

Variación media activo circulante/pasivo circulante						
Tipo de empresa	Media	Mediana	Desv. típ.	Coficiente de variación	Asimetría	Curtosis
Total empresas	1,084	0,058	5,158	4,757	5,447	29,766
Continúa	0,216	0,040	0,401	1,858	1,504	0,850
No continúa	1,953	0,076	7,303	3,740	3,870	14,985

Fuente: Elaboración propia

La variación media de activo circulante/pasivo circulante tiene una media de 1,084, con una mediana de 0,058. La variabilidad de la distribución es muy alta, con una desviación típica de 5,158, lo que representa un coeficiente de variación de Pearson de 4,757. El grupo es muy heterogéneo, por tanto, la media no será tampoco en este caso un estadístico representativo y en consecuencia, el estadístico de medida central más adecuado sería la mediana con un valor de 0,058.

La asimetría es positiva, lo que indica que las observaciones se concentran en valores bajos de la variable; la curtosis con un valor de 29,766 indica que la distribución es apuntada o leptocúrtica. (Figuras 5.20 y 5.21).

Figura 5.21. Variación media activo circulante/pasivo circulante

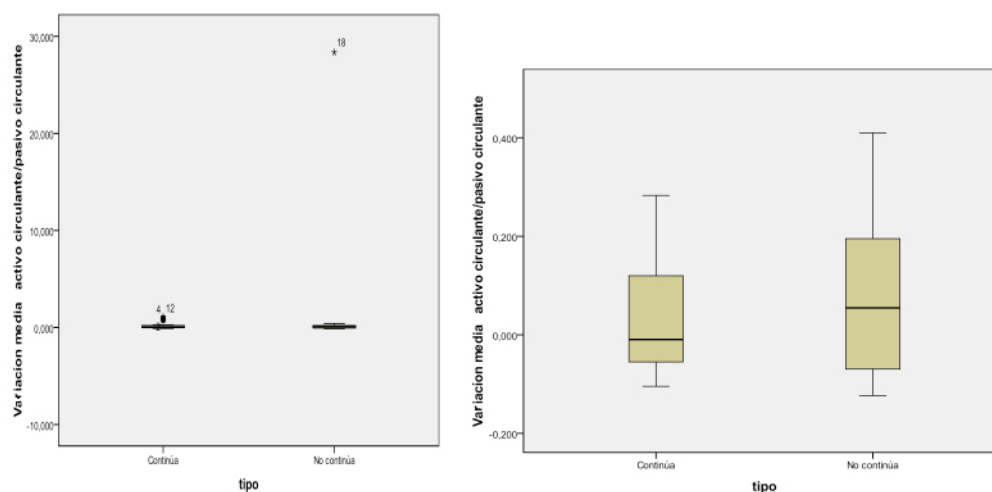
Fuente: Elaboración propia

B) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA POR TIPO DE EMPRESA

Se observa que en las empresas que continúan la variación media es positiva con un valor de 0,216 mientras que las que no continúan tienen una media de 1,953. Los coeficientes de variación (continúan = 1,858; no continúan = 3,740) también son muy altos, por lo que la mediana representa mejor a los dos grupos, en las empresas que continúan la mediana tiene un valor de 0,040, mientras que en las que no continúan su valor es de 0,076.

Los diagramas de cajas y bigotes muestran una asimetría positiva y en el grupo de las que no continúan la mediana es menor que en el grupo de las que continúan. (Figura 5.22).

Figura 5.22. Diagrama de cajas y bigotes con/sin datos atípicos de la variación media activo circulante/pasivo circulante



Fuente: Elaboración propia

C) ANÁLISIS DE LA NORMALIDAD

Las hipótesis son:

H0: la distribución de la variable variación media **activo circulante/pasivo circulante** es normal.

H1: la distribución de la variable variación media **activo circulante/pasivo circulante** no es normal.

Como se observa en la figura 5.23 en este caso, la distribución es normal solo en el grupo de continúan, en el total y en las que no continúan no se asume la normalidad (total sig. < 0,001; continúan sig. = 0,100; no continúan sig. = 0,001), por lo que se rechaza la hipótesis de normalidad, tanto para el grupo total como para los grupos de empresas por separado en función del tipo. Asimismo, el análisis inferencial de la comparación de la variación media de activo circulante/pasivo circulante en función del tipo de empresa se llevará a cabo mediante la prueba no paramétrica de la U de Mann-Whitney, ya que uno de los dos grupos no tiene una distribución normal.

Figura 5.23. Prueba de normalidad K/S de la variable variación media activo circulante/pasivo circulante

Prueba de Kolmogorov-Smirnov	Estadísticos	Variación media activo circulante/pasivo circulante
Total empresas	N	30
	Z de Kolmogorov-Smirnov	2,548
	Sig. asintót. (bilateral)	,000
Continúan	N	15
	Z de Kolmogorov-Smirnov	1,223
	Sig. asintót. (bilateral)	,100
No continúan	N	15
	Z de Kolmogorov-Smirnov	2,002
	Sig. asintót. (bilateral)	,001

Fuente: Elaboración propia

2.2.5. Realizable más disponible/pasivo circulante: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad

A) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA

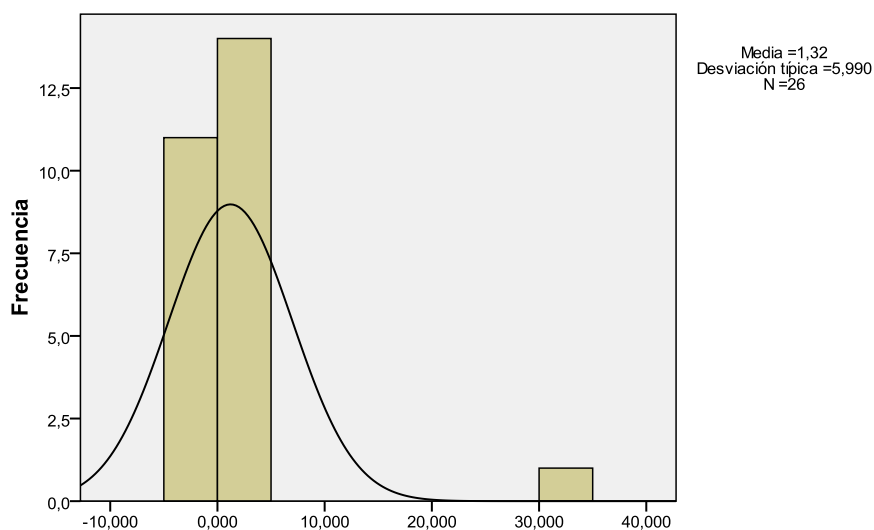
Figura 5.24. Estadísticos descriptivos variación media liquidez realizable más disponible/pasivo circulante

Variación media liquidez realizable más disponible/pasivo circulante						
Tipo de empresa	Media	Mediana	Desv. típ.	Coficiente de variación	Asimetría	Curtosis
Total empresas	1,317	0,045	5,990	4,548	5,073	25,814
Continúa	0,234	0,042	0,438	1,874	1,729	2,212
No continúa	2,400	0,049	8,486	3,535	3,603	12,987

Fuente: Elaboración propia

La variación media de liquidez realizable más disponible/pasivo circulante tiene una media de 1,317 con una mediana de 0,045. La variabilidad de la distribución es muy alta, con una desviación típica de 5,990, lo que representa un coeficiente de variación de Pearson de 4,548. El grupo es muy heterogéneo por lo que la media no será tampoco en este caso un estadístico representativo y por tanto, el estadístico de medida central más adecuado sería la mediana con un valor de 0,045.

La asimetría es positiva, lo que indica que las observaciones se concentran en valores bajos de la variable; la curtosis con un valor de 25,814 indica que la distribución es apuntada o leptocúrtica (Figuras 5.24 y 5.25).

Figura 5.25. Variación media liquidez realizable más disponible/pasivo circulante

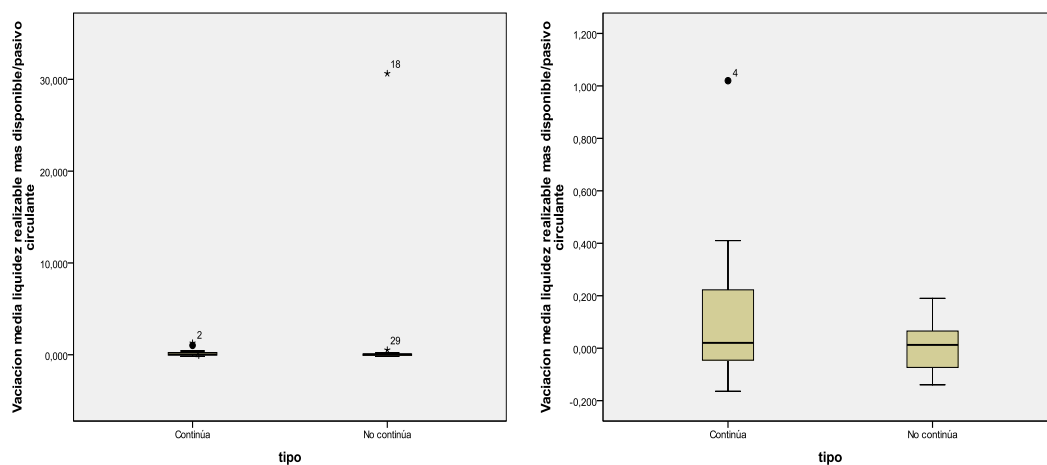
Fuente: Elaboración propia

B) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA POR TIPO DE EMPRESA

En este apartado, se observa que en las empresas que continúan la variación media es positiva con un valor de 0,234 mientras que las que no continúan tienen una media de 2,400. Los coeficientes de variación (continúan = 1,874; no continúan = 3,535) también son muy altos, por lo tanto, la mediana representa mejor a los dos grupos, en las empresas que continúan la mediana registra un valor de 0,042, mientras que en las que no continúan su valor es de 0,049.

Se observa que, mediante los diagramas de cajas y bigotes sin datos muy atípicos, las medianas son muy similares siendo, en ambos casos, la asimetría positiva. (Figura 5.26).

Figura 5.26. Diagrama de cajas y bigotes con/sin datos atípicos de la variación media liquidez realizable más disponible/pasivo circulante



Fuente: Elaboración propia

C) ANÁLISIS DE LA NORMALIDAD

Las hipótesis son:

H0: la distribución de la variable variación media **liquidez realizable más disponible/pasivo circulante** es normal.

H1: la distribución de la variable variación media **liquidez realizable más disponible/pasivo circulante** no es normal.

Como se observa en la figura 5.27 en este caso, la distribución es normal solo en el grupo de continúan, en el total y en las que no continúan no se asume la normalidad (total sig. < 0,001; continúan sig. = 0,345; no continúan sig. = 0,002), por lo que se rechaza la hipótesis de normalidad tanto para el grupo total, como para los grupos de empresas por separado en función del tipo. Por otra parte, para el análisis inferencial de la comparación de la variación media de liquidez realizable más disponible/pasivo circulante en función del tipo de empresa, se empleará también la prueba no paramétrica de la U de Mann-Whitney, ya que uno de los dos grupos no tiene una distribución normal.

Figura 5.27. Prueba de normalidad K/S de la variable variación media liquidez realizable más disponible/pasivo circulante

Prueba de Estadísticos	Variación media liquidez realizable más disponible/pasivo circulante
Kolmogorov-Smirnov	
Total empresas	
N	26
Z de Kolmogorov-Smirnov	2,366
Sig. asintót. (bilateral)	,000
Continúan	
N	13
Z de Kolmogorov-Smirnov	,936
Sig. asintót. (bilateral)	,345
No continúan	
N	13
Z de Kolmogorov-Smirnov	1,842
Sig. asintót. (bilateral)	,002

Fuente: Elaboración propia

2.2.6. Pasivo circulante/pasivo largo plazo: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad

A) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA

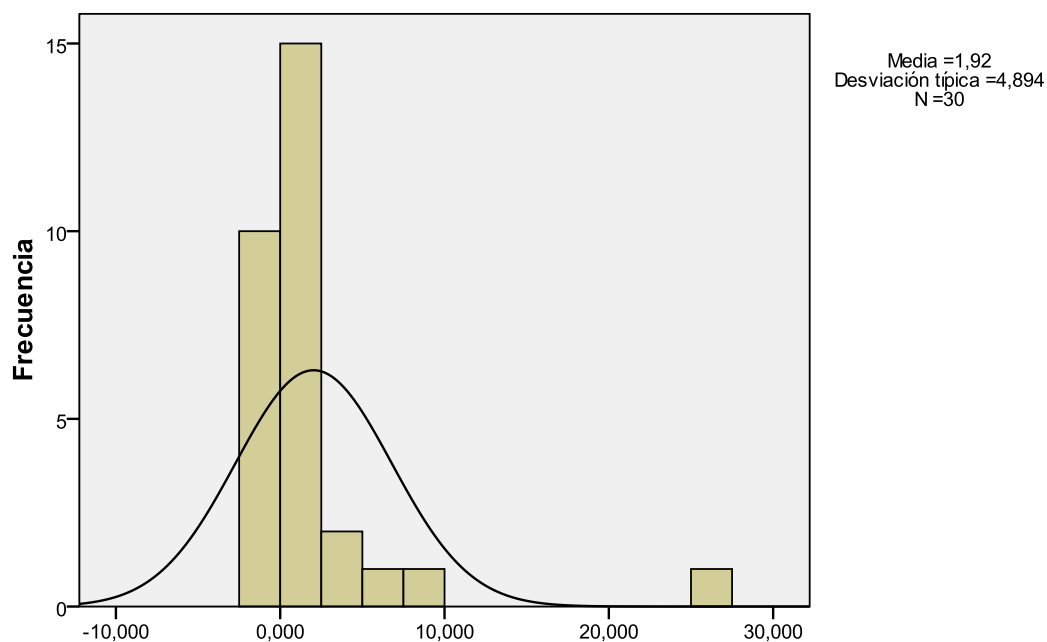
Figura 5.28. Estadísticos descriptivos variación media pasivocirculante/ pasivo a largo plazo

Variación media pasivo circulante/pasivo a largo plazo						
Tipo de empresa	Media	Mediana	Desv. típ.	Coficiente de variación	Asimetría	Curtosis
Total empresas	1,925	0,113	4,894	2,543	4,030	18,152
Continúa	0,796	0,161	1,286	1,615	1,574	1,644
No continúa	3,054	0,040	6,726	2,203	2,894	8,982

Fuente: Elaboración propia

La variación media de pasivo circulante/pasivo a largo plazo tiene una media de 1,925 con una mediana de 0,113. La variabilidad de la distribución es muy alta, con una desviación típica de 4,894, lo que representa un coeficiente de variación de Pearson de 2,543. El grupo es muy heterogéneo, por tanto, la media no será tampoco en este caso un estadístico representativo y por ello, el estadístico de medida central más adecuado sería la mediana con un valor de 0,113.

La asimetría es positiva, lo que indica que las observaciones se concentran en valores bajos de la variable; la curtosis con un valor de 18,152 indica que la distribución es apuntada o leptocúrtica. (Figuras 5.28 y 5.29).

Figura 5.29. Variación media liquidez pasivo circulante/pasivo a largo plazo

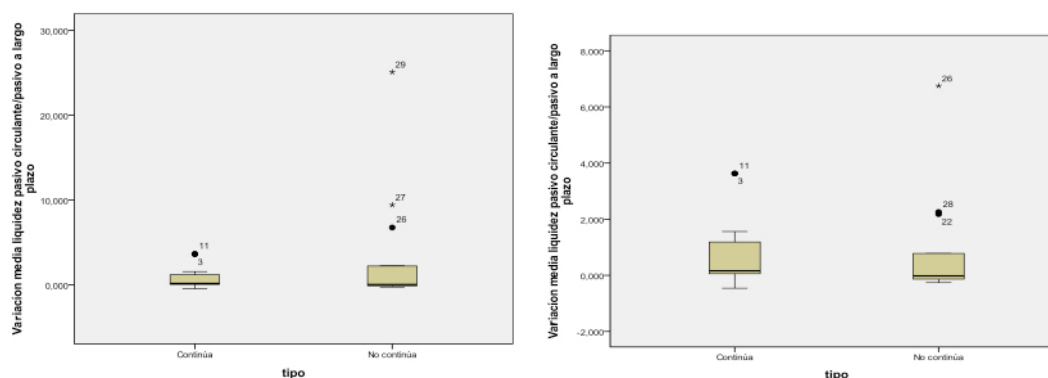
Fuente: Elaboración propia

B) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA POR TIPO DE EMPRESA

En este análisis se observa que en las empresas que continúan la variación media es positiva con un valor de 0,796, mientras que las que no continúan tienen una media de 3,054. Los coeficientes de variación (continúan = 1,615; no continúan = 2,203) también son muy altos, por lo tanto la mediana representa mejor a los dos grupos, en las empresas que continúan la mediana da un valor de 0,161 mientras que en las que no continúan su valor es de 0,040.

En los diagramas de cajas y bigotes de la figura 5.30 se aprecia que las dos distribuciones son asimétricas positivas (así continúan = 1,574; así no continúan = 2,894).

Figura 5.30. Diagrama de cajas y bigotes con/sin datos atípicos de la variación media liquidez pasivo circulante/pasivo a largo plazo



Fuente: Elaboración propia

C) ANÁLISIS DE LA NORMALIDAD

Las hipótesis son:

H0: la distribución de la variable variación **media liquidez pasivo circulante/pasivo a largo plazo** total es normal.

H1: la distribución de la variable variación **media liquidez pasivo circulante/pasivo a largo plazo** total no es normal.

Como se observa en la figura 5.31, en el grupo total la distribución no es normal, pero por tipo de empresa las significaciones son superiores a 0,05 (total sig. = 0,006; continúan sig. = 0,390; no continúan sig. = 0,054), por lo que se rechaza la hipótesis de normalidad para el grupo total y se acepta para los grupos de empresas por separado en función del tipo de empresa. Para el análisis inferencial de la comparación de la variación media de **media liquidez pasivo circulante/pasivo a largo plazo** total en función del tipo de empresa se empleará la prueba de la T de Student de dos muestras independientes.

Figura 5.31. Prueba de normalidad K-S de la variable variación media liquidez pasivo circulante/pasivo a largo plazo

Prueba de Estadísticos	Variación media liquidez pasivo circulante/pasivo a largo plazo
Kolmogorov-Smirnov	
Total empresas	
N	30
Z de Kolmogorov-Smirnov	1,714
Sig. asintót. (bilateral)	,006
Continúan	
N	15
Z de Kolmogorov-Smirnov	,902
Sig. asintót. (bilateral)	,390
No continúan	
N	15
Z de Kolmogorov-Smirnov	1,344
Sig. asintót. (bilateral)	,054

Fuente: Elaboración propia

2.2.7. *Cash flow*: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad

A) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA

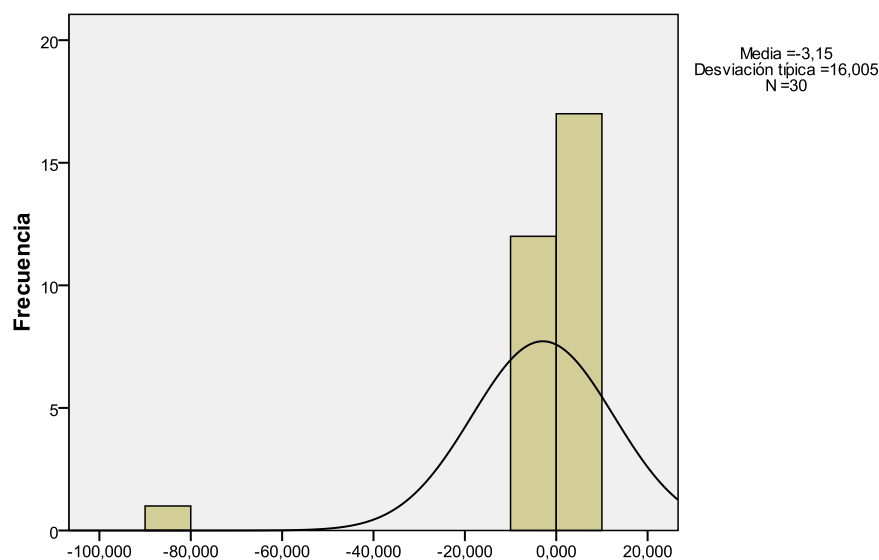
Figura 5.32. Estadísticos descriptivos variación media *cash flow*

Variación media <i>cash flow</i>						
Tipo de empresa	Media	Mediana	Desv. típ.	Coficiente de variación	Asimetría	Curtosis
Total empresas	-3,151	0,056	16,005	5,079	-5,259	28,396
Continúa	1,077	0,314	2,268	2,106	2,955	9,261
No continúa	-7,380	-1,362	22,073	2,991	-3,820	14,706

Fuente: Elaboración propia

La variación media del *cash flow* tiene una media de -3,151 con una mediana de 0,056. La variabilidad de la distribución es muy alta, con una desviación típica de 16,005, lo que representa un coeficiente de variación de Pearson de 5,079. Este valor tan alto indica que el grupo es muy heterogéneo, por tanto, es la mediana el valor que mejor representa esta distribución con un valor de 0,056.

La asimetría es negativa, lo que indica que las observaciones se concentran en valores altos de la variable; la curtosis con un valor de 28,396 indica que la distribución es muy apuntada o leptocúrtica. (Figuras 5.32 y 5.33).

Figura 5.33. Variación media *cash flow*

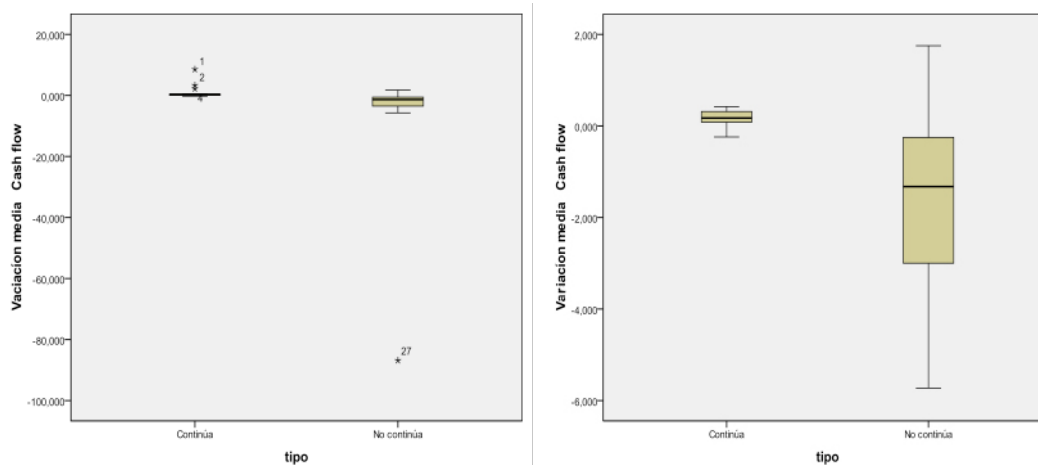
Fuente: Elaboración propia

B) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA POR TIPO DE EMPRESA

Se observa que en las empresas familiares que continúan la variación media es positiva con un valor de 1,077 mientras que las que no continúan tienen una media de -7,380. Los coeficientes de variación (continúan = 2,106; no continúan = 2,991) también son muy altos, por lo tanto, la mediana es el estadístico de tendencia central que mejor representa a los dos grupos, en las empresas que continúan el valor de la mediana es de 0,056 mientras que en las que no continúan su valor es de -1,362.

En cuanto a la forma de la distribución de la variable en el grupo que continúan, la asimetría es positiva (así. = 2,955), lo que indica que las observaciones se concentran más en valores bajos, mientras que en el grupo de las que no continúan la asimetría es negativa (así. = -3,820), lo que indica que las observaciones se concentran más en los valores altos.(Figura 5.34).

Figura 5.34. Diagrama de cajas y bigotes con/sin datos atípicos de la variación media *cash flow*



Fuente: Elaboración propia

C) ANÁLISIS DE LA NORMALIDAD

Las hipótesis son:

H0: La distribución de la variable variación media *cash flow* es normal.

H1: la distribución de la variable variación media *cash flow* no es normal.

Como se observa en la figura 5.35, tanto en el grupo total como por tipo de empresa las significaciones son inferiores a 0,05 (total sig. < 0,001; continúan sig. = 0,012; no continúan sig. < 0,003), por lo que se rechaza la hipótesis de normalidad tanto para el grupo total como para los grupos de empresas por separado en función del tipo. Para el análisis inferencial de la comparación de la variación media de *cash flow* en función del tipo de empresa se empleará también la prueba no paramétrica de la U de Mann-Whitney.

Figura 5.35. Prueba de normalidad K-S de la variable variación media *cash flow*

Prueba de Kolmogorov- Smirnov	Estadísticos	Variación media <i>cash flow</i>
Total empresas	N	30
	Z de Kolmogorov- Smirnov	2,221
	Sig. asintót. (bilateral)	,000
Continúan	N	15
	Z de Kolmogorov- Smirnov	1,602
	Sig. asintót. (bilateral)	,012
No continúan	N	15
	Z de Kolmogorov- Smirnov	1,794
	Sig. asintót. (bilateral)	,003

Fuente: Elaboración propia

2.2.8. Total deudas/pasivo total más neto: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad

A) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA

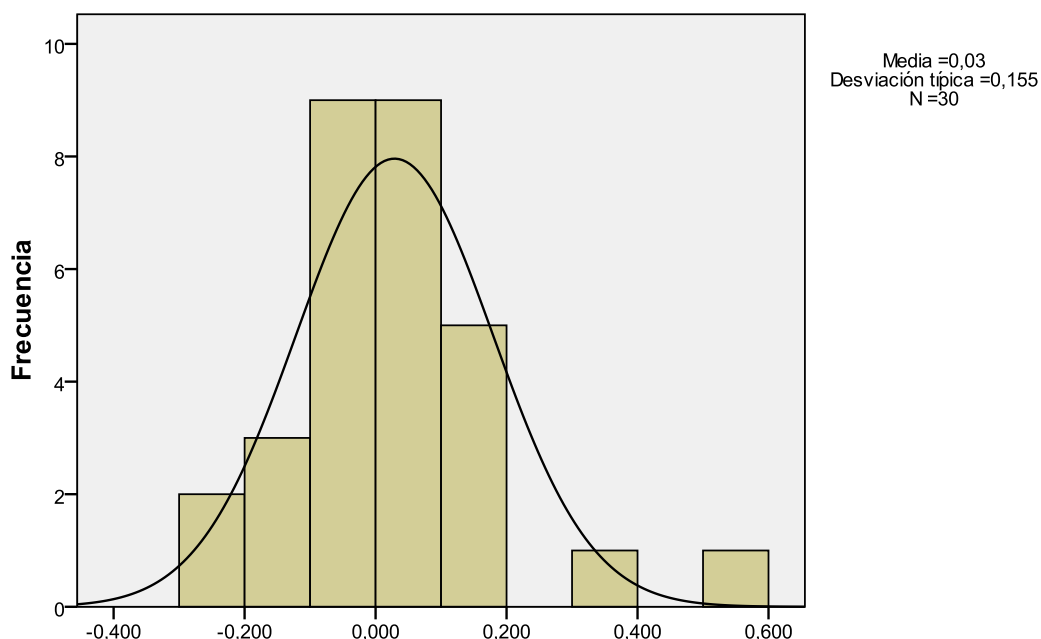
Figura 5.36. Estadísticos descriptivos variación media endeudamiento total deudas/pasivo total más neto

Variación media endeudamiento total deudas/pasivo total más neto						
Tipo de empresa	Media	Mediana	Desv. típ.	Coefficiente de variación	Asimetría	Curtosis
Total empresas	0,031	0,006	0,155	5,030	1,279	3,105
Continúa	-0,064	-0,038	0,086	1,345	-0,743	-0,778
No continúa	0,125	0,068	0,153	1,222	1,632	2,665

Fuente: Elaboración propia

La variación media de endeudamiento total deudas/pasivo total más neto tiene una media de 0,031 con una mediana de 0,006. La variabilidad de la distribución es muy alta, con una desviación típica de 0,155, lo que representa un coeficiente de variación de Pearson de 5,030. El grupo es muy heterogéneo, por tanto, la media no será tampoco en este caso un estadístico representativo y en consecuencia, el estadístico de medida central más adecuado sería la mediana con un valor de 0,006.

La asimetría es positiva, lo que indica que las observaciones se concentran en valores bajos de la variable; la curtosis con un valor de 3,105 indica que la distribución es apuntada o leptocúrtica. (Figura 5.36 y 5.37).

Figura 5.37. Variación media endeudamiento total deudas/pasivo total más neto

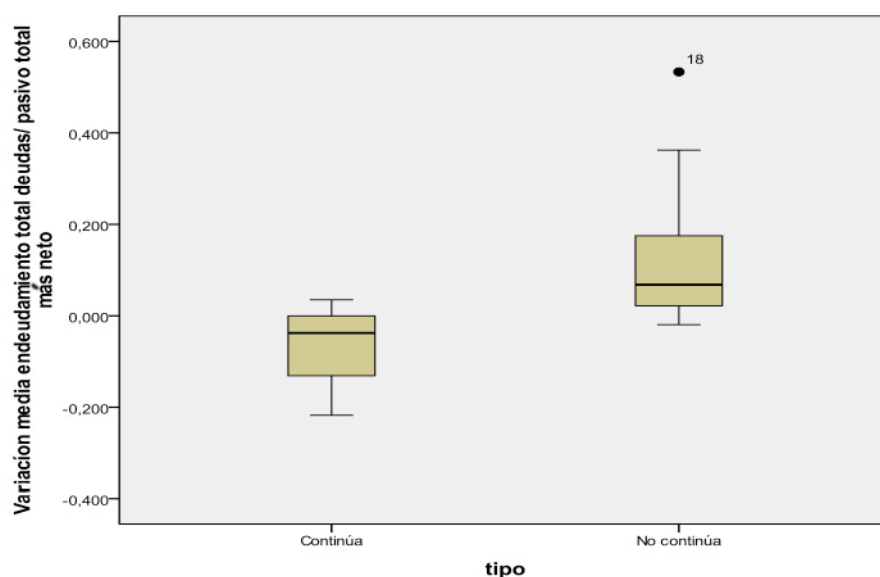
Fuente: Elaboración propia

B) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA POR TIPO DE EMPRESA

En este apartado se observa que, en las empresas que continúan la variación media es negativa con un valor de $-0,064$ mientras que las que no continúan tienen una media de $0,125$. Los coeficientes de variación (continúan = $1,345$; no continúan = $1,222$) también son muy altos por lo tanto la mediana representa mejor a los dos grupos, en las empresas que continúan la mediana proporciona un valor de $-0,038$, mientras que en las que no continúan su valor es de $0,068$.

En los diagramas de cajas y bigotes se aprecia que el grupo de las que continúan tiene una asimetría negativa (así. = $-0,743$), mientras que el grupo que no continúan presenta una asimetría positiva (así. = $1,632$). La mediana es inferior en el grupo que continúan que la del grupo que no continúan. (Figura 5.38).

Figura 5.38. Diagrama de cajas y bigotes con/sin datos atípicos de la variación media endeudamiento total deudas/pasivo total más neto



Fuente: Elaboración propia

C) ANÁLISIS DE LA NORMALIDAD

Las hipótesis son:

H0: la distribución de la variable variación media **endeudamiento total deudas/pasivo total más neto** total es normal.

H1: la distribución de la variable variación media **endeudamiento total deudas/pasivo total más neto** total no es normal.

Como se aprecia en la figura 5.39, tanto en el grupo total como por tipo de empresa las significaciones son superiores a 0,05 (total sig. = 0,103; continúan sig. = 0,555; no continúan sig. = 0,587), por lo que se acepta la hipótesis de normalidad, tanto para el grupo total como para los grupos de empresas por separado en función del tipo de empresa. Con relación al análisis inferencial de la comparación de la variación media de **endeudamiento total deudas/pasivo total más neto** en función del tipo de empresa se empleará la prueba de la T de Student de dos muestras independientes.

Figura 5.39. Prueba de normalidad K-S de la variable variación media endeudamiento total deudas/pasivo total más neto

Prueba de Estadísticos	Variación endeudamiento deudas/pasivo total más neto	media total
Kolmogorov-Smirnov		
Total empresas	N	30
	Z de Kolmogorov-Smirnov	1,219
	Sig. asintót. (bilateral)	,103
Continúan	N	15
	Z de Kolmogorov-Smirnov	,794
	Sig. asintót. (bilateral)	,555
No continúan	N	15
	Z de Kolmogorov-Smirnov	,774
	Sig. asintót. (bilateral)	,587

Fuente: Elaboración propia

2.2.9. Capitales propios/pasivo total: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad

A) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA

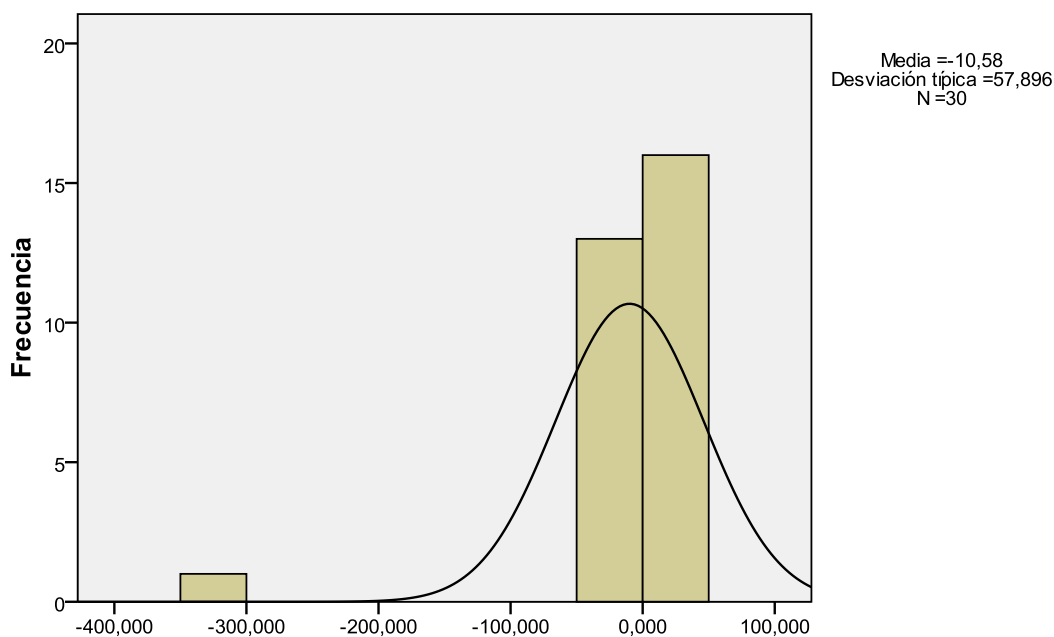
Figura 5.40. Estadísticos descriptivos variación media capitales propios/total deudas

Tipo de empresa	Media	Mediana	Desv. típ.	Coefficiente de variación	Asimetría	Curtosis
Total empresas	-10,578	0,012	57,896	5,473	-5,474	29,977
Continúa	0,514	0,179	1,152	2,239	3,527	12,994
No continúa	-21,670	-0,298	81,721	3,771	-3,873	14,998

Fuente: Elaboración propia

La variación media de capitales propios/total deudas tiene una media de -10,578 con una mediana de 0,012. La variabilidad de la distribución es muy alta, con una desviación típica de 57,896, lo que representa un coeficiente de variación de Pearson de 5,473. El grupo es muy heterogéneo, por tanto, la media no será tampoco en este caso un estadístico representativo y en consecuencia, el estadístico de medida central más adecuado sería la mediana con un valor de 0,012.

La asimetría es negativa, lo que indica que las observaciones se concentran en valores altos de la variable; la curtosis con un valor de 29,977 indica que la distribución es apuntada o leptocúrtica. (Figuras 5.40 y 5.41).

Figura 5.41. Variación media capitales propios/total deudas

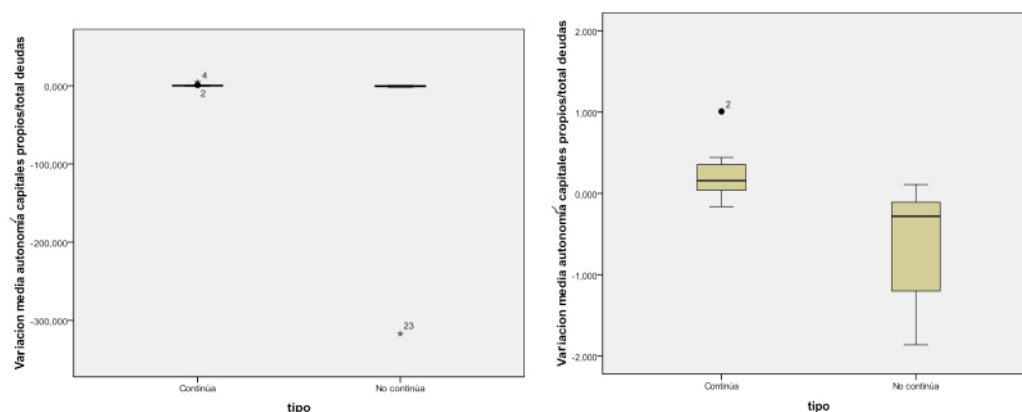
Fuente: Elaboración propia

B) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA POR TIPO DE EMPRESA

En este apartado se observa que, en las empresas que continúan la variación media es positiva con un valor de 0,514, mientras que las que no continúan registran una media de -21,670. Los coeficientes de variación (continúan = 2,239; no continúan = 3,771) también son muy altos, por lo tanto la mediana representa mejor a los dos grupos, en las empresas que continúan la mediana proporciona un valor de 0,179, mientras que en las que no continúan su valor es de -0,298.

En los diagramas de cajas y bigotes se aprecia que el grupo de las que continúan tiene una asimetría positiva (así. = 3,527), mientras que el grupo que no continúan presenta una asimetría negativa (-3,873). La mediana es superior en el grupo que continúan que en el grupo que no continúan. (Figura 5.42).

Figura 5.42. Diagrama de cajas y bigotes con/sin datos atípicos de la variación media capitales propios/total deuda



Fuente: Elaboración propia

C) ANÁLISIS DE LA NORMALIDAD

Las hipótesis son:

H0: la distribución de la variable variación media **capitales propios/total deudas** es normal.

H1: la distribución de la variable variación media **capitales propios/total deudas** no es normal.

Como se observa en la figura 5.43, tanto en el grupo total como por tipo de empresa, las significaciones son inferiores a 0,05 (total sig. < 0,001; continúan sig. = 0,012; no continúan sig. < 0,003), por lo que se rechaza la hipótesis de normalidad tanto para el grupo total como para los grupos de empresas por separado en función del tipo. En cuanto al análisis inferencial de la comparación de la variación media de **capitales propios/total deudas** en función del tipo de empresa se utilizará también la prueba no paramétrica de la U de Mann-Whitney.

Figura 5.43. Prueba de normalidad K-S de la variable variación media capitales propios/total deudas

Prueba de Estadísticos	Variación media capitales propios/total deudas
Kolmogorov-Smirnov	
Total empresas	
N	30
Z de Kolmogorov-Smirnov	2,884
Sig. asintót. (bilateral)	,000
Continúan	
N	15
Z de Kolmogorov-Smirnov	1,517
Sig. asintót. (bilateral)	,020
No continúan	
N	15
Z de Kolmogorov-Smirnov	2,049
Sig. asintót. (bilateral)	,000

Fuente: Elaboración propia

2.2.10. Deudas a corto plazo/total deudas: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad

A) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA

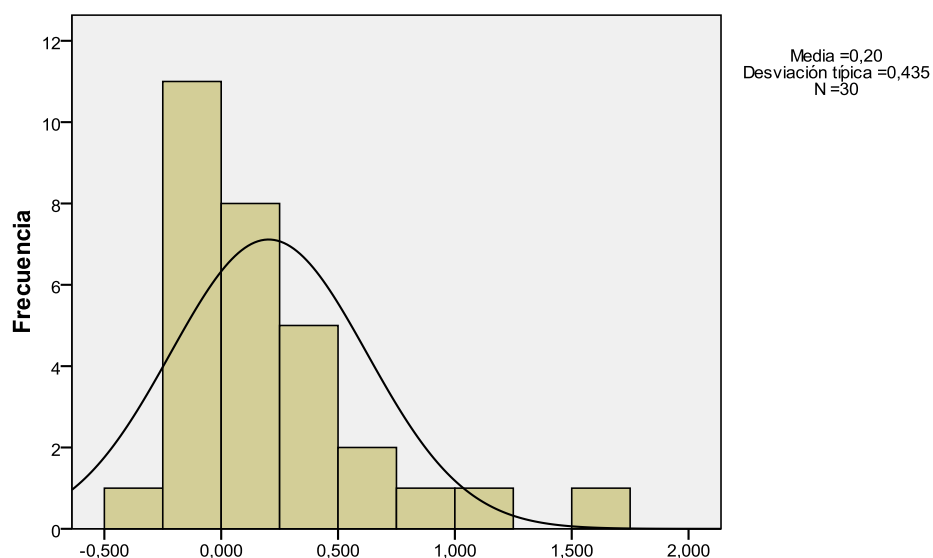
Figura 5.44. Estadísticos descriptivos variación media deudas a corto plazo/total deudas

Tipo de empresa	Media	Mediana	Desv. típ.	Coefficiente de variación	Asimetría	Curtosis
Total empresas	0,200	0,035	0,435	2,175	2,052	4,851
Continúa	0,199	0,044	0,368	1,852	1,151	1,631
No continúa	0,201	-0,012	0,506	2,516	2,454	6,238

Fuente: Elaboración propia

La variación media de **deudas a corto plazo/total deudas** tiene una media de 0,200 con una mediana de 0,035. La variabilidad de la distribución es muy alta, con una desviación típica de 0,435, lo que representa un coeficiente de variación de Pearson de 2,175. El grupo es muy heterogéneo, por tanto, la media no será tampoco en este caso un estadístico representativo y por ello, el estadístico de medida central más adecuado sería la mediana con un valor de 0,035.

La asimetría es positiva, lo que indica que las observaciones se concentran en valores altos de la variable; la curtosis con un valor de 4,851 indica que la distribución es apuntada o leptocúrtica. (Figura 5.44 y 5.45).

Figura 5.45. Variación media deudas a corto plazo/total deudas

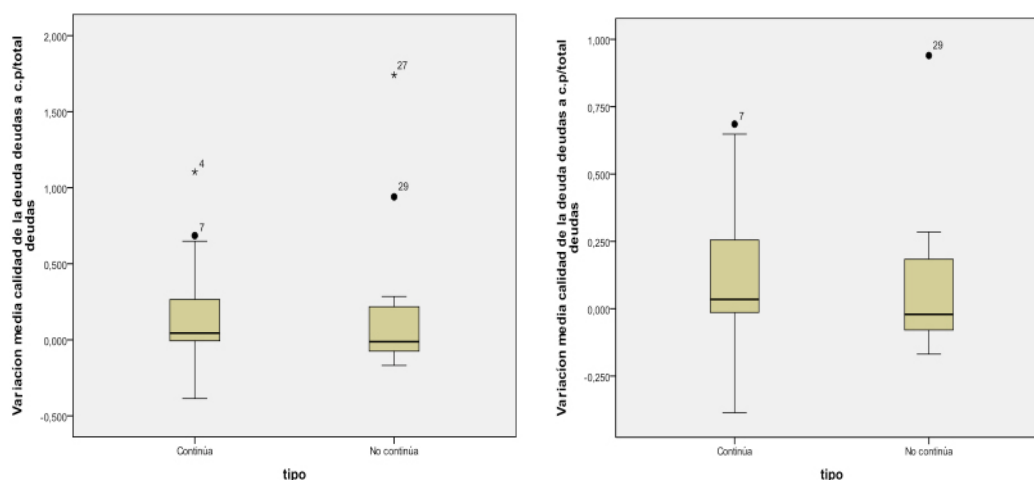
Fuente: Elaboración propia

B) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA POR TIPO DE EMPRESA

En este análisis se observa que en las empresas que continúan la variación media es positiva con un valor de 0,199 mientras que las que no continúan tienen una media de 0,201. Los coeficientes de variación (continúan = 1,852; no continúan = 2,516) también son muy altos, por lo tanto, la mediana representa mejor a los dos grupos, ya que en las empresas que continúan la mediana da un valor de 0,044, mientras que en las que no continúan su valor es de -0,012.

En los diagramas de cajas y bigotes reflejados en la figura 5.46, se observa, por tanto, que las dos distribuciones son asimétricas positivas (así. continúan 1,151; así. no continúan 2,454).

Figura 5.46. Diagrama de cajas y bigotes con/sin datos atípicos de la variación media deudas a largo plazo/total deudas



Fuente: Elaboración propia

C) ANÁLISIS DE LA NORMALIDAD

Las hipótesis son:

H0: la distribución de la variable variación media **deudas a corto plazo/total deudas** es normal.

H1: la distribución de la variable variación media **deudas a corto plazo/total deudas** no es normal.

Como se aprecia en la tabla 5.47, en el grupo total la distribución no es normal, pero por tipo de empresa las significaciones son superiores a 0,05 (total sig. = 0,039; continúan sig. = 0,471; no continúan sig. = 0,132), por lo que se rechaza la hipótesis de normalidad para el grupo total y se acepta para los grupos de empresas por separado en función del tipo de empresa. Con relación al análisis inferencial de la comparación de la variación media de **deudas a corto plazo/total deudas** total en función del tipo de empresa se empleará la prueba de la T de Student de dos muestras independientes.

Figura 5.47. Prueba de la normalidad K-S de la variable variación media deudas a corto plazo/total deudas

Prueba de Estadísticos	Variación media deudas a corto plazo/total deudas
Kolmogorov-Smirnov	
Total empresas	
N	30
Z de Kolmogorov-Smirnov	1,401
Sig. asintót. (bilateral)	,039
Continúan	
N	15
Z de Kolmogorov-Smirnov	,846
Sig. asintót. (bilateral)	,471
No continúan	
N	15
Z de Kolmogorov-Smirnov	1,166
Sig. asintót. (bilateral)	,132

Fuente: Elaboración propia

2.2.11. Patrimonio neto/activo total: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad

A) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA

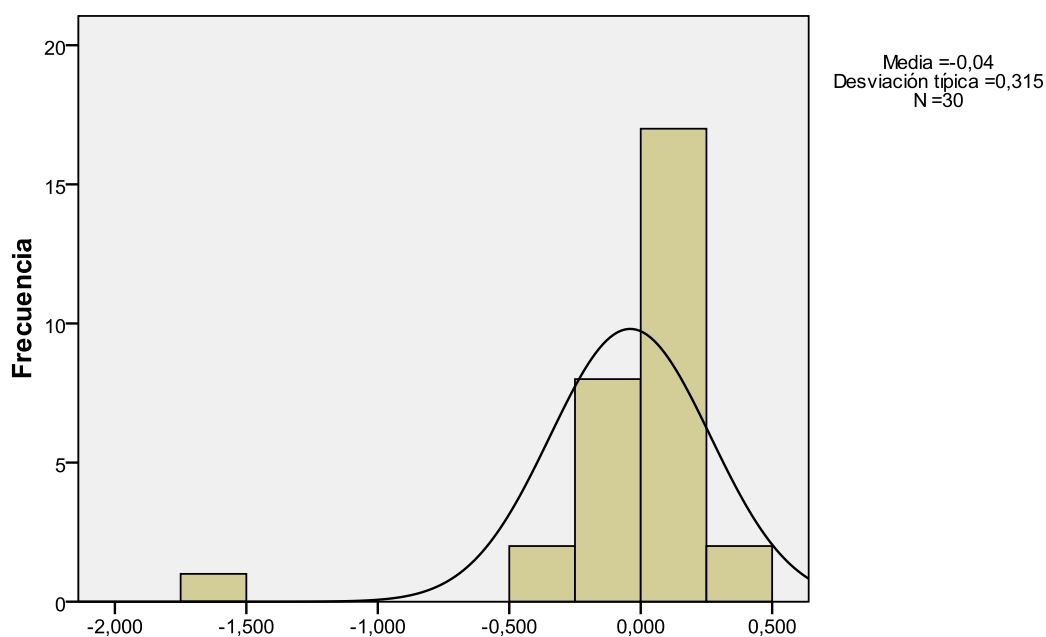
Figura 5.48. Variación media cobertura recursos permanentes (PN/activo total)

Tipo de empresa	Media	Mediana	Desv. típ.	Coefficiente de variación	Asimetría	Curtosis
Total empresas	-,03775	,00354	,315394	8,354239	-4,030	19,278
Continúa	,01694	,00319	,062417	3,684079	1,598	5,101
No continúa	-,09245	,01814	,442432	4,785765	-2,842	9,336

Fuente: Elaboración propia

La variación media de **cobertura recursos permanentes (PN+/activo total)** tiene una media de -0,3775 con una mediana de 0,0354. La variabilidad de la distribución es muy alta, con una desviación típica de 3,15394, lo que representa un coeficiente de variación de Pearson de 8,354239. El grupo es muy heterogéneo, por tanto, la media no será tampoco en este caso un estadístico representativo y en consecuencia, el estadístico de medida central más adecuado sería la mediana con un valor de 0,0354.

La asimetría es negativa, lo que indica que las observaciones se concentran en valores altos de la variable; la curtosis con un valor de 19,278 indica que la distribución es apuntada o leptocúrtica. (Figuras 5.48 y 5.49).

Figura 5.49. Variación media cobertura recursos permanentes (PN+/activo total)

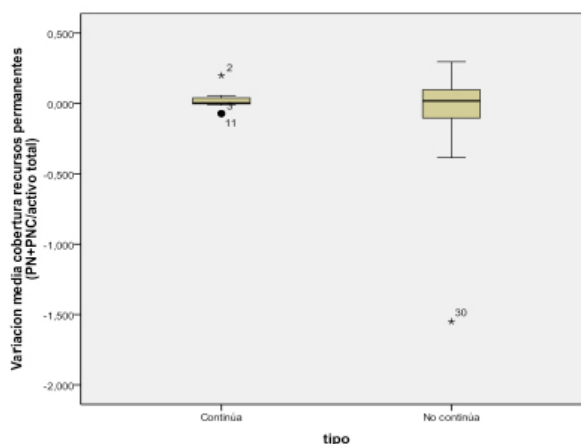
Fuente: Elaboración propia

B) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA POR TIPO DE EMPRESA

En este apartado se observa que, en las empresas que continúan la variación media es positiva con un valor de 0,1694, mientras que las que no continúan tienen una media de 0,9245. Los coeficientes de variación (continúan = 3,684079; no continúan = 4,785765) también son muy altos, por lo tanto, la mediana representa mejor a los dos grupos, en las empresas que continúan la mediana registra un valor de 0,0319, mientras que en las que no continúan su valor es de 0,1814.

En el grupo de las que continúan se observa una asimetría positiva (así. = 1,598), mientras que el grupo que no continúan presenta una asimetría negativa (así. = -2,842). La mediana es superior en el grupo que no continúan que en el grupo que continúan. (Figura 5.50).

Figura 5.50. Diagrama de cajas y bigotes con/sin datos atípicos de la variación media cobertura recursos permanentes (PN/activo total)



Fuente: Elaboración propia

C) ANÁLISIS DE LA NORMALIDAD

Las hipótesis son:

H0: la distribución de la variable variación media calidad **cobertura recursos permanentes (PN/activo total)** es normal.

H1: la distribución de la variable variación media calidad **cobertura recursos permanentes (PN/activo total)** no es normal.

Como se aprecia en la figura 5.51, en el grupo total la distribución no es normal, pero por tipo de empresa las significaciones son superiores a 0,05 (total sig. = 0,004; continúan sig. = 0,588; no continúan sig. = 0,207), por lo que se rechaza la hipótesis de normalidad para el grupo total y se acepta para los grupos de empresas por separado en función del tipo de empresa. En relación al análisis inferencial de la comparación de la variación media de **cobertura recursos permanentes (PN+/activo total)** total en función del tipo de empresa se empleará la prueba de la T de Student de dos muestras independientes.

Figura 5.51. Prueba de la normalidad K-S de la variable variación media cobertura recursos permanentes (PN/activo total)

Prueba de Estadísticos	Variación media cobertura recursos permanentes (PN/activo total)
Kolmogorov-Smirnov	
Total empresas	
N	30
Z de Kolmogorov-Smirnov	1,776
Sig. asintót. (bilateral)	,004
Continúan	
N	15
Z de Kolmogorov-Smirnov	,773
Sig. asintót. (bilateral)	,588
No continúan	
N	15
Z de Kolmogorov-Smirnov	1,065
Sig. asintót. (bilateral)	,207

Fuente: Elaboración propia

2.2.12. Fondos propios: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad

A) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA

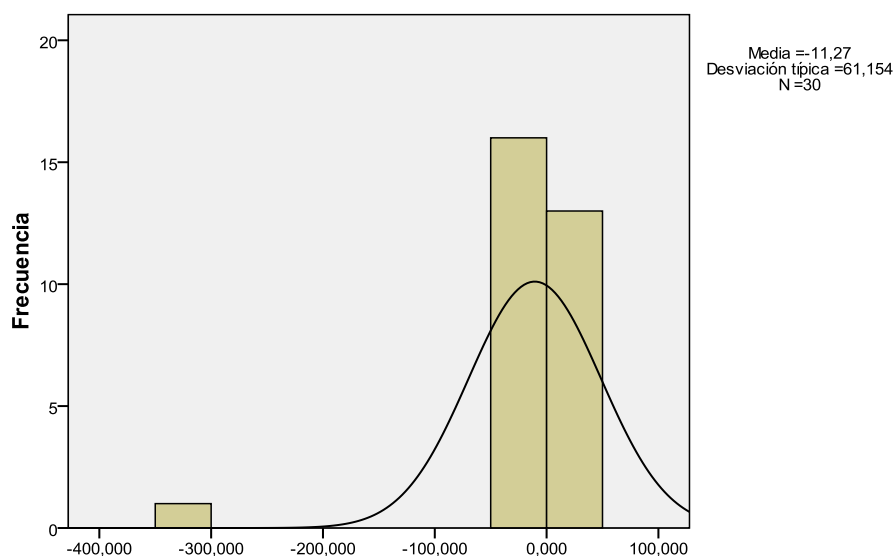
Figura 5.52. Estadísticos descriptivos variación media fondos propios

Variación media fondos propios						
Tipo de empresa	Media	Mediana	Desv. típ.	Coefficiente de variación	Asimetría	Curtosis
Total empresas	-11,273	-0,060	61,154	5,425	-5,475	29,981
Continúa	0,421	0,150	1,040	2,469	3,777	14,472
No continúa	-22,968	-0,345	86,328	3,759	-3,872	14,997

Fuente: Elaboración propia

La variación media de fondos propios tiene una media de -11,273 con una mediana de -0,060. La variabilidad de la distribución es muy alta, con una desviación típica de 61,154, lo que representa un coeficiente de variación de Pearson de 5,425. Este valor tan alto indica que el grupo es muy heterogéneo, por tanto, la media no será un estadístico representativo y por tanto el estadístico de medida central más adecuado sería la mediana con un valor de -0,060.

La asimetría es negativa (así. = -5,475), lo que indica que las observaciones se concentran en valores altos de la variable; la curtosis con un valor de 29,981 indica que la distribución es muy apuntada o leptocúrtica. (Figuras 5.52 y 5.53).

Figura 5.53. Variación media fondos propios

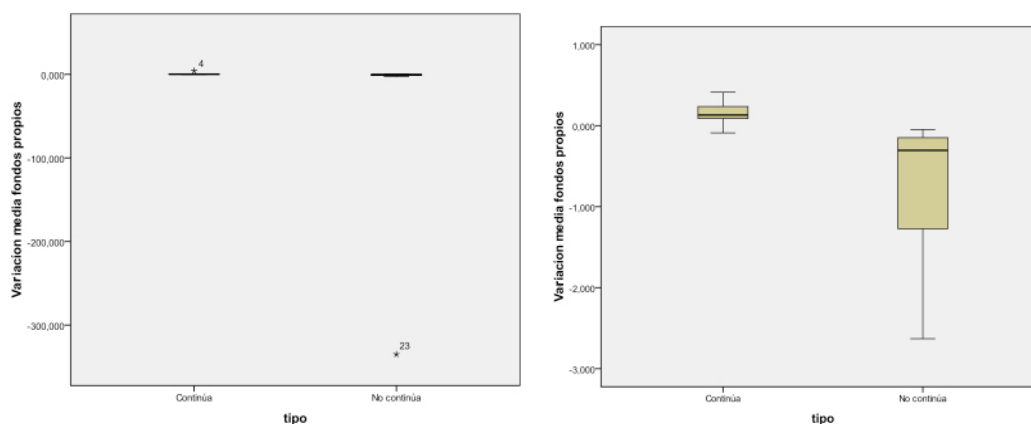
Fuente: Elaboración propia

B) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA POR TIPO DE EMPRESA

Se observa que en las empresas que continúan la variación media es positiva con un valor de 0,421 mientras que las que no continúan tienen una media de -22,968. Dada la gran dispersión en ambas distribuciones (continúan = 2,469; no continúan = 3,759), el estadístico más adecuado que representa a los grupos es la mediana, que en las empresas que continúan representa un valor de 0,150 mientras que en las que no continúan su valor es de -0,345.

En cuanto a la forma de la distribución de la variable en el grupo de las empresas familiares que continúan la asimetría es positiva (así. = 3,777), lo que indica que las observaciones se concentran más en valores bajos, mientras que en el grupo de las empresas familiares que no continúan la asimetría es negativa (así. = -3,872), lo que indica que las observaciones se concentran más en los valores altos. (Figura 5.54).

Figura 5.54. Diagrama de cajas y bigotes con/sin datos atípicos de la variación media fondos propios



Fuente: Elaboración propia

C) ANÁLISIS DE LA NORMALIDAD

Con el fin de estudiar la normalidad de todas las variaciones medias estudiadas, tanto en el grupo total como por tipo de empresas, se utilizará la prueba de Kolmogorov-Smirnov.

Las hipótesis son:

H0: la distribución de la variable variación media **fondos propios** es normal.

H1: la distribución de la variable variación media **fondos propios** no es normal.

Como se observa en la figura 5.55, tanto en el grupo total como por tipo de empresa las significaciones son inferiores a 0,05 (total sig. < 0,001; continúan sig. = 0,007; no continúan sig. < 0,001), por lo que se rechaza la hipótesis de normalidad tanto para el grupo total como para los grupos de empresas por separado en función del tipo.

Por otra parte, para el análisis inferencial de la comparación de la variación media de fondos propios en función del tipo de empresa se empleará la prueba no paramétrica de la U de Mann-Whitney.

Figura 5.55. Prueba de la normalidad K-S de la variable variación media fondos propios

Prueba de Kolmogorov-Smirnov para una muestra	Estadísticos	Variación media fondos propios
Total empresas	N	30
	Z de Kolmogorov-Smirnov	2,864
	Sig. asintót. (bilateral)	,000
Continúan	N	15
	Z de Kolmogorov-Smirnov	1,691
	Sig. asintót. (bilateral)	,007
No continúan	N	15
	Z de Kolmogorov-Smirnov	2,039
	Sig. asintót. (bilateral)	,000

Fuente: Elaboración propia

2.2.13. Deudas a largo plazo/pasivo total más neto: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad

A) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA

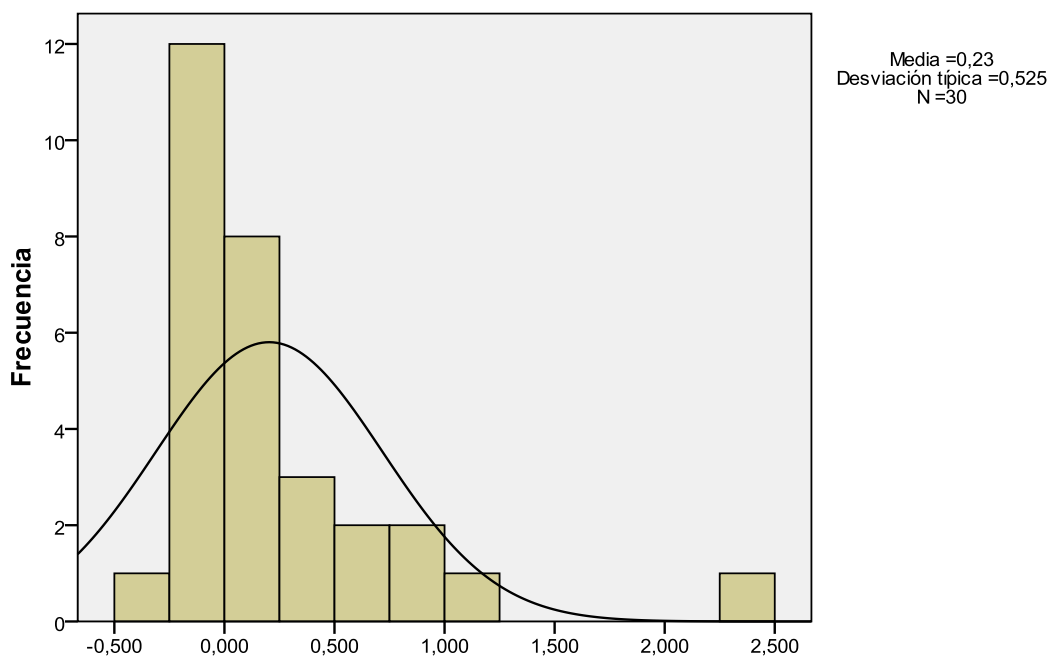
Figura 5.56. Estadísticos descriptivos variación media deudas a largo plazo/pasivo total más neto

Tipo de empresa	Media	Mediana	Desv. típ.	Coefficiente de variación	Asimetría	Curtosis
Total empresas	0,225	0,069	0,525	2,331	2,464	8,075
Continúa	0,104	-0,081	0,637	6,116	3,447	12,574
No continúa	0,347	0,218	0,367	1,057	0,400	-1,046

Fuente: Elaboración propia

La variación media de deudas a largo plazo/pasivo total más neto tiene una media de 0,225 con una mediana de -0,069. La variabilidad de la distribución es muy alta, con una desviación típica de 0,525, lo que representa un coeficiente de variación de Pearson de 2,331. El grupo es muy heterogéneo, por tanto, la media no será tampoco en este caso un estadístico representativo y por tanto el estadístico de medida central más adecuado sería la mediana con un valor de -0,069.

La asimetría es positiva, lo que indica que las observaciones se concentran en valores bajos de la variable; la curtosis con un valor de 8,075 indica que la distribución es apuntada o leptocúrtica. (Figuras 5.56 y 5.57).

Figura 5.57. Variación media deudas a largo plazo/pasivo total más neto

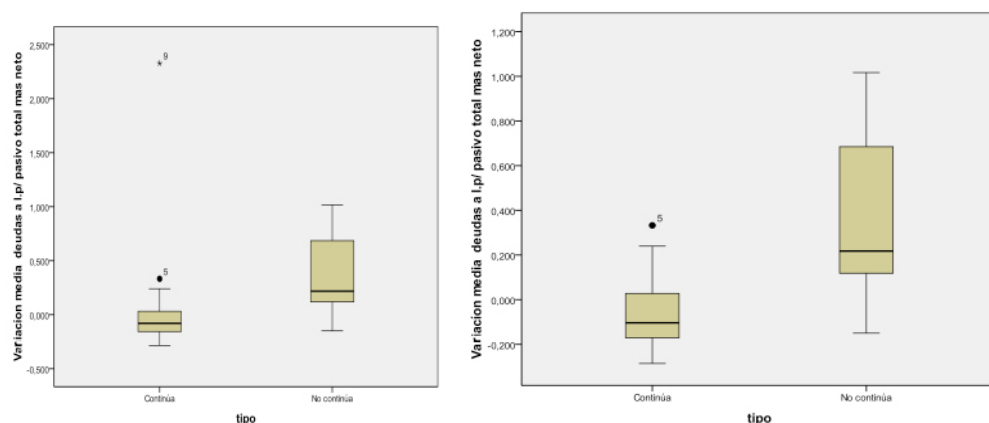
Fuente: Elaboración propia

B) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA POR TIPO DE EMPRESA

Se observa que en las empresas que continúan la variación media es positiva con un valor de 0,104 mientras que las que no continúan tienen una media de 0,347. Los coeficientes de variación (continúan = 6,116; no continúan = 1,057) también son muy altos, por lo tanto, la mediana representa mejor a los dos grupos, en las empresas que continúan la mediana registra un valor de -0,081 mientras que en las que no continúan su valor es de 0,218.

Las gráficas representadas en la figura 5.58 nos muestran que la mediana en el grupo de las que continúan es menor que en las empresas que no continúan y en ambos casos se observa una asimetría positiva.

Figura 5.58. Diagrama de cajas y bigotes con/sin datos atípicos de la variación media deudas a largo plazo/pasivo total más neto



Fuente: Elaboración propia

C) ANÁLISIS DE LA NORMALIDAD

Las hipótesis son:

H0: la distribución de la variable variación media **deudas a largo plazo/pasivo total más neto** total es normal.

H1: la distribución de la variable variación media **deudas a largo plazo/pasivo total más neto** total no es normal.

Como se observa en la figura 5.59, tanto en el grupo total como por tipo de empresa, las significaciones son superiores a 0,05 (total sig. = 0,233; continúan sig. = 0,058; no continúan sig. = 0,773), por lo que se acepta la hipótesis de normalidad tanto para el grupo total como para los grupos de empresas por separado en función del tipo de empresa. Por otro lado, para el análisis inferencial de la comparación de la variación media de **deudas a largo plazo/pasivo total más neto** en función del tipo de empresa se empleará la prueba de la T de Student de dos muestras independientes.

Figura 5.59. Prueba de normalidad K-S de la variable variación media deudas a largo plazo/pasivo total más neto

Prueba de Kolmogorov-Smirnov	Estadísticos	Variación media deudas a largo plazo/pasivo total más neto
Total empresas	N	30
	Z de Kolmogorov-Smirnov	1,036
	Sig. asintót. (bilateral)	,233
Continúan	N	15
	Z de Kolmogorov-Smirnov	1,331
	Sig. asintót. (bilateral)	,058
No continúan	N	15
	Z de Kolmogorov-Smirnov	,662
	Sig. asintót. (bilateral)	,773

Fuente: Elaboración propia

2.2.14. Deudas a corto plazo/pasivo total más neto: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad

A) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA

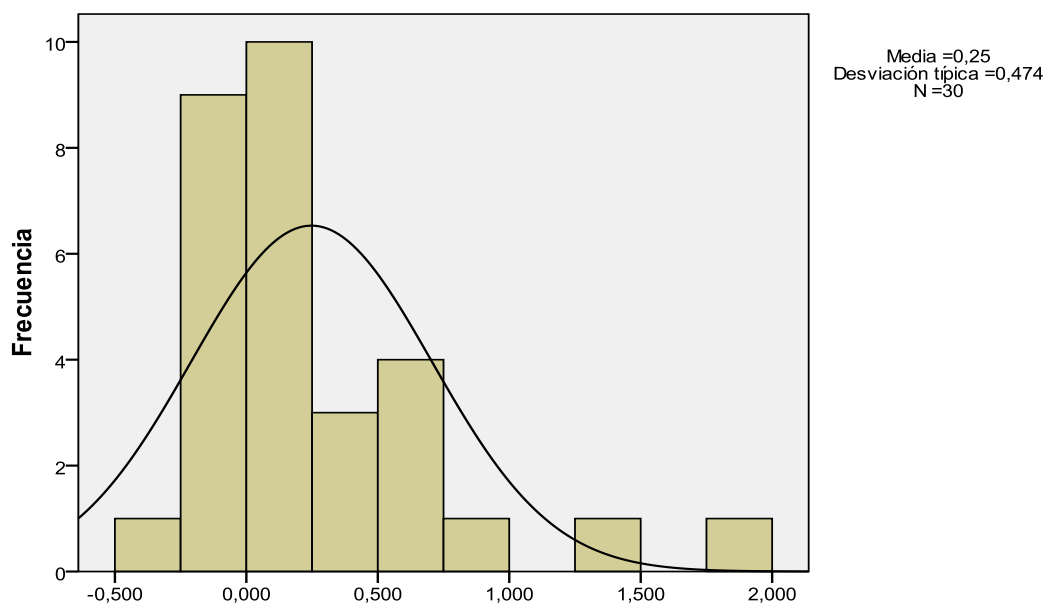
Figura 5.60. Estadísticos descriptivos variación media deudas a corto plazo/pasivo total más neto

Tipo de empresa	Media	Mediana	Desv. típ.	Coficiente de variación	Asimetría	Curtosis
Total empresas	0,247	0,063	0,474	1,919	1,869	3,952
Continúa	0,129	0,053	0,338	2,613	1,177	1,865
No continúa	0,364	0,119	0,566	1,555	1,724	2,570

Fuente: Elaboración propia

La variación media de deudas a corto plazo/pasivo total más neto tiene una media de 0,247, con una mediana de 0,063. La variabilidad de la distribución es muy alta, con una desviación típica de 0,474, lo que representa un coeficiente de variación de Pearson de 1,919. El grupo es muy heterogéneo, por tanto, la media no será tampoco en este caso un estadístico representativo y en consecuencia, el estadístico de medida central más adecuado sería la mediana con un valor de 0,063.

La asimetría es positiva, lo que indica que las observaciones se concentran en valores bajos de la variable; la curtosis con un valor de 3,952 indica que la distribución es apuntada o leptocúrtica. (Figuras 5.60 y 5.61).

Figura 5.61. Variación media deudas a corto plazo/pasivo total más neto

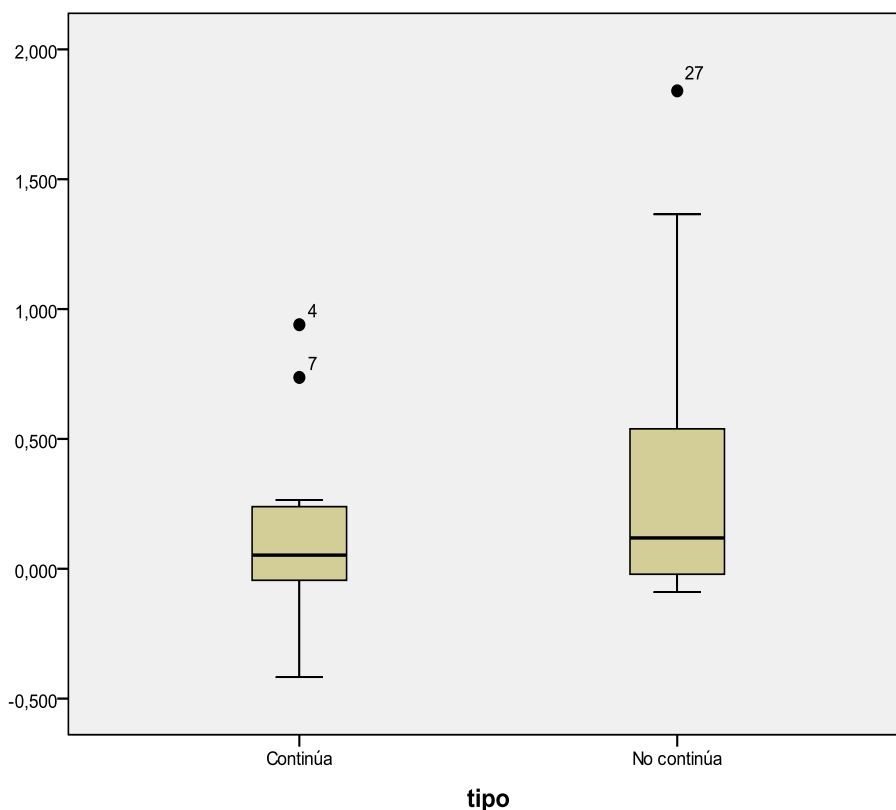
Fuente: Elaboración propia

B) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA POR TIPO DE EMPRESA

Se observa que en las empresas que continúan la variación media es positiva con un valor de 0,129, mientras que en las que no continúan se registra una media de 0,364. Los coeficientes de variación (continúan = 2,613; no continúan = 1,555) también son muy altos, por lo que la mediana representa mejor a los dos grupos, en las empresas que continúan la mediana arroja un valor de 0,053, mientras que en las que no continúan su valor es de 0,119.

En este caso, al no haber datos muy atípicos se muestran en la figura 5.62, dos diagramas de cajas y bigotes con todas las observaciones y en ambos casos, la asimetría es positiva y la mediana del grupo que continúan es inferior a la del grupo que no continúan.

Figura 5.62. Diagrama de cajas y bigotes con/sin datos atípicos de la variación media deudas a corto plazo/pasivo total más neto



Fuente: Elaboración propia

C) ANÁLISIS DE LA NORMALIDAD

Las hipótesis son:

H0: la distribución de la variable variación media **deudas a corto plazo/pasivo total más neto** total es normal.

H1: la distribución de la variable variación media **deudas a corto plazo/pasivo total más neto** total no es normal.

Como se observa en la figura 5.63, tanto en el grupo total como por tipo de empresa, las significaciones son superiores a 0,05 (total sig. = 0,155; continúan sig. = 0,517; no continúan sig. = 0,349), por lo que se acepta la hipótesis de normalidad, tanto para el grupo total, como para los grupos de empresas por separado en función del tipo de empresa. Por su parte, para el análisis inferencial de la comparación de la variación

media de **deudas a corto plazo/pasivo total más neto** en función del tipo de empresa se utilizará la prueba de la T de Student de dos muestras independientes.

Figura 5.63. Prueba de normalidad K-S de la variable variación media deudas a corto plazo/pasivo total más neto

Prueba de Kolmogorov-Smirnov	Estadísticos	Variación media deudas a corto plazo/pasivo total más neto
Total empresas	N	30
	Z de Kolmogorov-Smirnov	1,195
	Sig. asintót. (bilateral)	,115
Continúan	N	15
	Z de Kolmogorov-Smirnov	,817
	Sig. asintót. (bilateral)	,517
No continúan	N	15
	Z de Kolmogorov-Smirnov	,933
	Sig. asintót. (bilateral)	,349

Fuente: Elaboración propia

2.2.15. Rentabilidad económica: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad

A) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA

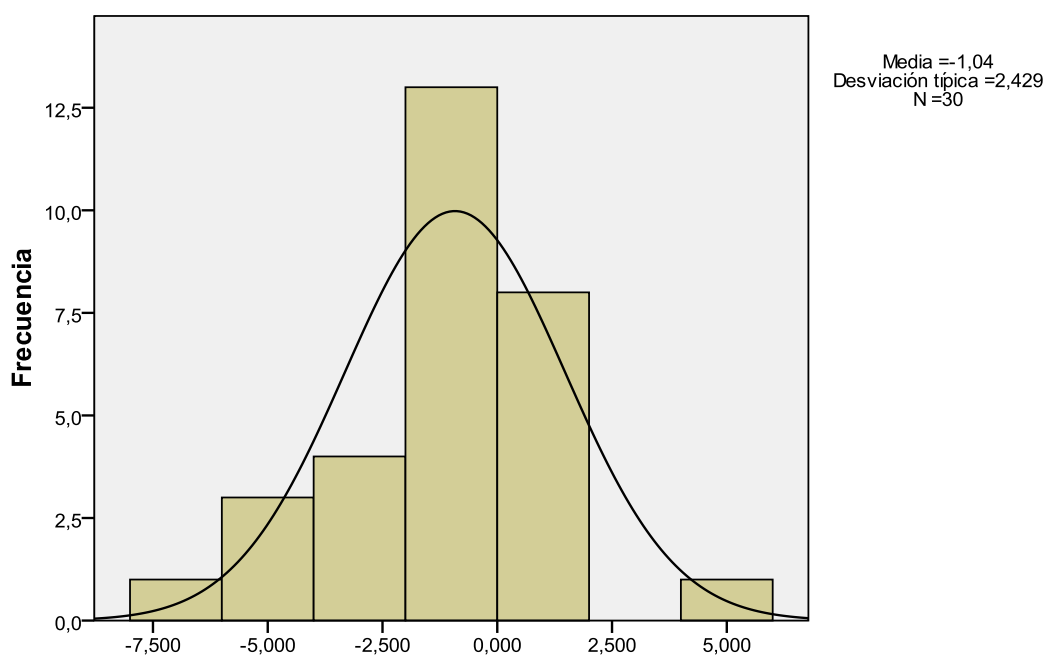
Figura 5.64. Estadísticos descriptivos variación media rentabilidad económica

Tipo de empresa	Media	Mediana	Desv. típ.	Coefficiente de variación	Asimetría	Curtosis
Total empresas	-1,043	-0,574	2,429	2,328	-0,249	2,693
Continúa	0,449	0,001	1,676	3,735	2,563	9,140
No continúa	-2,535	-2,112	2,154	0,850	-1,056	0,519

Fuente: Elaboración propia

La variación media de la rentabilidad económica tiene una media de -1,043 con una mediana de -0,574. La variabilidad de la distribución es muy alta, con una desviación típica de 2,429, lo que representa un coeficiente de variación de Pearson de 2,328. El grupo es muy heterogéneo, por tanto, la media no será tampoco en este caso un estadístico representativo y en consecuencia, el estadístico de medida central más adecuado sería la mediana con un valor de -0,574.

La asimetría es negativa, lo que indica que las observaciones se concentran en valores altos de la variable; la curtosis con un valor de 2,693 indica que la distribución es apuntada o leptocúrtica. (Figuras 5.64 y 5.65).

Figura 5.65. Variación media rentabilidad económica

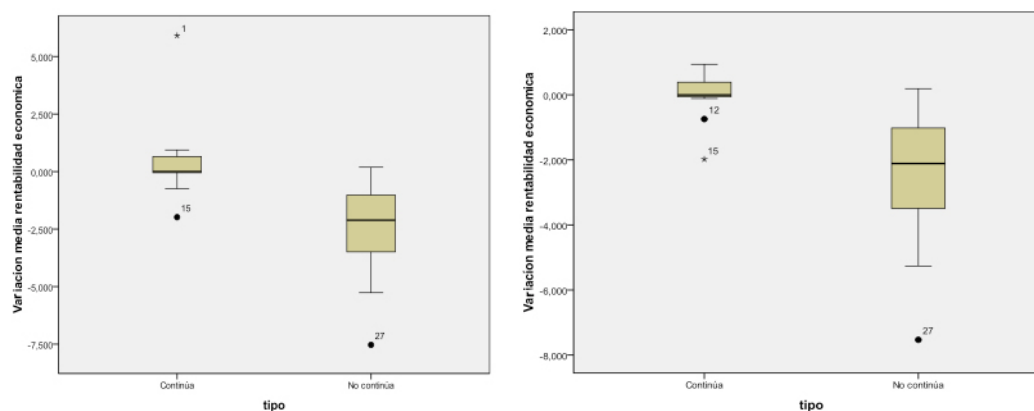
Fuente: Elaboración propia

B) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA POR TIPO DE EMPRESA

En este epígrafe se observa que en las empresas que continúan la variación media es positiva con un valor de 0,449 mientras que las que no continúan tienen una media de -2,535. Los coeficientes de variación (continúan = 3,735; no continúan = 0,850) también son muy altos, por lo tanto la mediana representa mejor a los dos grupos, en las empresas que continúan la mediana proporciona un valor de 0,001, mientras que en las que no continúan su valor es de -2,112.

La asimetría en el grupo de las que continúan es positiva (así. = 2,563), lo que indica como se muestra en la figura 5.66, que los datos están más concentrados en valores bajos de la variable en este grupo, mientras que en el grupo de las que continúan la asimetría es negativa (así. = -1,056), las observaciones se concentran en valores altos.

Figura 5.66. Diagrama de cajas y bigotes con/sin datos atípicos de la variación media rentabilidad económica.



Fuente: Elaboración propia

C) ANÁLISIS DE LA NORMALIDAD

Las hipótesis son:

H0: la distribución de la variable variación media **rentabilidad económica** total es normal.

H1: la distribución de la variable variación media **rentabilidad económica** total no es normal.

Como se aprecia en la figura 5.67, tanto en el grupo total como por tipo de empresa las significaciones son superiores a 0,05 (total sig. = 0,324; continúan sig. = 0,096; no continúan sig. = 0,183), por lo que se acepta la hipótesis de normalidad, tanto para el grupo total como para los grupos de empresas por separado en función del tipo de empresa. Respecto al análisis inferencial de la comparación de la variación media de **rentabilidad económica** en función del tipo de empresa se empleará la prueba de la T de Student de dos muestras independientes.

Figura 5.67. Prueba de la normalidad K-S de la variable variación media rentabilidad económica

Prueba de Estadísticos	Variación media rentabilidad económica
Kolmogorov-Smirnov	
Total empresas	
N	30
Z de Kolmogorov-Smirnov	,953
Sig. asintót. (bilateral)	,324
Continúan	
N	15
Z de Kolmogorov-Smirnov	1,233
Sig. asintót. (bilateral)	,096
No continúan	
N	15
Z de Kolmogorov-Smirnov	1,094
Sig. asintót. (bilateral)	,183

Fuente: Elaboración propia

2.2.16. Rentabilidad financiera: análisis descriptivo de los índices de variación media y de su normalidad

A) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA

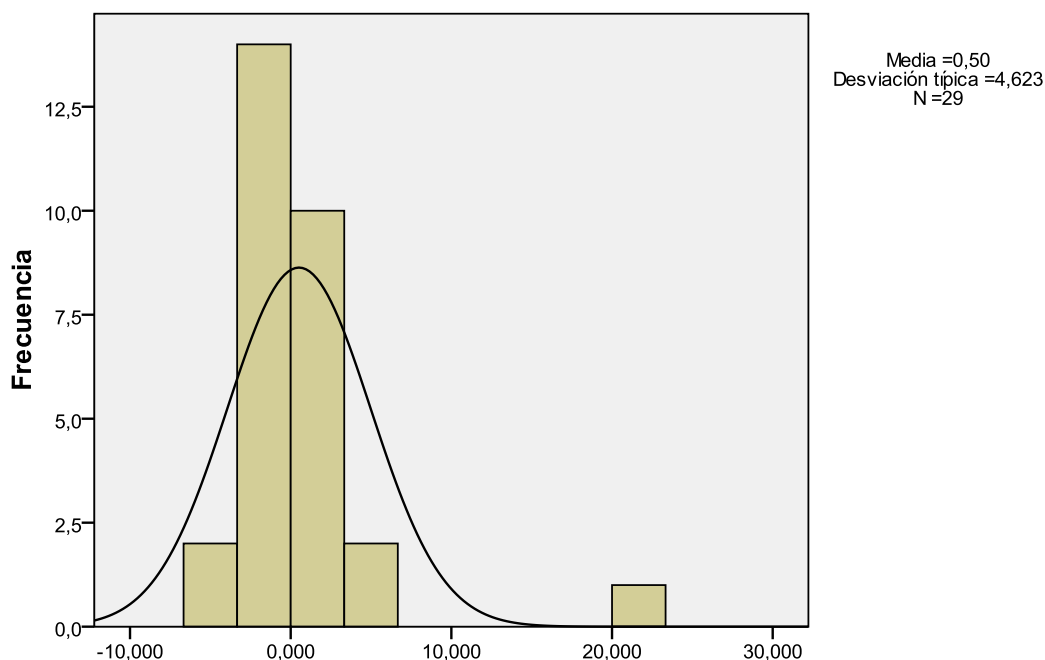
Figura 5.68. Estadísticos descriptivos variación media rentabilidad financiera

Tipo de empresa	Media	Mediana	Desv. típ.	Coficiente de variación	Asimetría	Curtosis
Total empresas	,49999	-,02180	4,623358	9,246868	3,788	18,351
Continúa	,20700	-,01348	1,171566	5,65967798	2,093	7,191
No continúa	,81391	-,50615	6,660036	8,18277695	2,792	9,345

Fuente: Elaboración propia

La variación media de la rentabilidad financiera tiene una media de 0,4999 con una mediana de -0,0218. La variabilidad de la distribución es muy alta, con una desviación típica de 4,6234, lo que representa un coeficiente de variación de Pearson de 9,2469. El grupo es muy heterogéneo, por tanto la media no será tampoco en este caso un estadístico representativo y por ello, el estadístico de medida central más adecuado sería la mediana con un valor de -0,0218.

La asimetría es positiva, lo que indica que las observaciones se concentran en valores bajos de la variable; la curtosis con un valor de 18,351 indica que la distribución es apuntada o leptocúrtica. (Figuras 5.68 y 5.69).

Figura 5.69. Variación media rentabilidad financiera

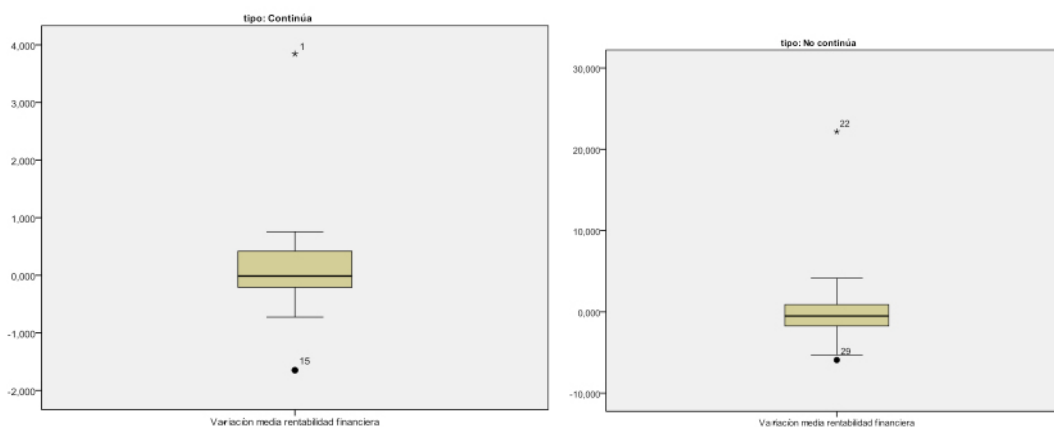
Fuente: Elaboración propia

B) ANÁLISIS DE LA VARIACIÓN MEDIA POR TIPO DE EMPRESA

En este apartado se observa que, tanto en las empresas que continúan como en las que no continúan la variación media es positiva, con unos valores respectivos de 0,2070 y 0,81391. Las medianas, sin embargo, en ambos casos son negativas, siendo más negativa en las empresas que no continúan con un valor de -0,50615 frente a las que continúan con un valor de -0,01348. Los coeficientes de variación (continúan = 1,17156; no continúan = 6,660) también son muy altos, por lo que la mediana representa mejor a los dos grupos.

La asimetría en el grupo de las que continúan es positiva (así. = 2,093), y lo mismo ocurre con las empresas que no continúan (así. = 2,792), lo que indica que en ambos casos las observaciones se concentran en valores bajos de la variable. En cuanto a la curtosis en ambos casos es leptocúrtica o más apuntada que la normal. (Figura 5.70).

Figura 5.70. Diagrama de cajas y bigotes con/sin datos atípicos de la variación media rentabilidad financiera



Fuente: Elaboración propia

C) ANÁLISIS DE LA NORMALIDAD

H0: la distribución de la variable variación media **rentabilidad financiera** es normal.

H1: la distribución de la variable variación media **rentabilidad financiera** no es normal.

Como se aprecia en la figura 5.71, tanto en el grupo total como por tipo de empresa las significaciones son superiores a 0,05 (total sig. = 0,324; continúan sig. = 0,096; no continúan sig. = 0,183), por lo que se acepta la hipótesis de normalidad tanto para el grupo total como para los grupos de empresas por separado en función del tipo de empresa. Respecto al análisis inferencial de la comparación de la variación media de **rentabilidad financiera** en función del tipo de empresa se empleará la prueba de la T de Student de dos muestras independientes.

Figura 5.71. Prueba de la normalidad K-S de la variación media rentabilidad financiera

Prueba de Estadísticos	Variación media rentabilidad financiera
Kolmogorov-Smirnov	
Total empresas	
N	29
Z de Kolmogorov-Smirnov	1,764
Sig. asintót. (bilateral)	,004
Continúan	
N	15
Z de Kolmogorov-Smirnov	,981
Sig. asintót. (bilateral)	,291
No continúan	
N	14
Z de Kolmogorov-Smirnov	1,223
Sig. asintót. (bilateral)	,100

Fuente: Elaboración propia

2.3. ANÁLISIS BIVARIANTE

En este epígrafe se contrastarán las hipótesis de igualdad de promedios de los indicadores en función del tipo de empresa para determinar en qué variables estas diferencias son estadísticamente significativas y pueden influir en la variable dependiente.

Hipótesis

En este apartado se trata de contrastar si existe relación entre el tipo de empresa y los indicadores de variación estudiados, es decir, se pretende determinar si los promedios de los indicadores analizados son diferentes en las empresas familiares que continúan y en las empresas familiares que no continúan.

Para la contrastación de esta hipótesis se emplearán dos pruebas estadísticas: la T de Student de muestras independientes y la U de Mann-Whitney.

La prueba de la T de Student es una prueba paramétrica, por lo que su realización exige que los dos grupos en cada una de las variables de estudio se distribuyan como una normal.

Previo a esta prueba hay que realizar un contraste de homocedasticidad mediante la prueba de Levene, donde las hipótesis son:

H0: las varianzas de las distribuciones de los dos grupos son iguales.

H1: las varianzas de las distribuciones de los dos grupos son distintas.

Si la significación obtenida por el estadístico F de Snedecor es mayor de 0,05, se acepta la hipótesis nula y se asume la igualdad de las varianzas en las distribuciones de los dos grupos; si la significación asociada al estadístico F de Snedecor es inferior a 0,05 se rechaza la hipótesis nula y se asume que las varianzas de los dos grupos son distintas.

Una vez analizada la homocedasticidad, se lleva a cabo el contraste con el estadístico de la prueba de la T de Student donde las hipótesis son:

H0: las medias de las variaciones medias son iguales en los dos grupos.

H1: las medias de las variaciones medias son distintas en los dos grupos.

Si la significación obtenida por el estadístico T de Student da un valor mayor de 0,05, se acepta la hipótesis nula y se concluye que no existen diferencias estadísticamente significativas entre las medias de las variaciones medias de los indicadores en los dos tipos de empresas. Si la significación es inferior a 0,05, se rechaza la hipótesis nula y se concluye que sí existen diferencias estadísticamente significativas entre las variaciones medias de los indicadores estudiados entre los dos tipos de empresas.

En el caso de que en alguno de los grupos o en los dos las distribuciones no sean normales se empleará la prueba no paramétrica para dos muestras independientes de la U de Mann-Whitney.

Las hipótesis de estas pruebas son las siguientes:

H0: las diferencias encontradas en las variaciones medias de los indicadores en las empresas que continúan y las empresas que no continúan se deben al azar.

H1: las variaciones medias de indicadores en las empresas que continúan son distintas a las de las empresas que no continúan.

2.3.1. Inmovilizado/activo total

En este apartado se trata de contrastar si la variación media inmovilizado/activo total es diferente entre las empresas que continúan y las empresas que no continúan.

En este caso, se observa que solo el grupo de las empresas que continúan se distribuía como una normal, por tanto, también en este caso se empleará la prueba de la U de Mann-Whitney, donde las hipótesis son:

H0: las diferencias encontradas en las variaciones medias inmovilizado/activo total en las empresas que continúan y las empresas que no continúan se deben al azar.

H1: las variaciones medias inmovilizado/activo total en las empresas que continúan son distintas a las de las empresas que no continúan.

La U de Mann-Whitney proporciona un valor de 71 con una $Z = -1,722$ y una significación asociada = 0,085 que, al ser mayor de 0,05, hace que se acepte la hipótesis nula y se concluya que no hay diferencias en la variación media inmovilizado/activo total entre los dos tipos de empresas, según se refleja en la figura 5.72.

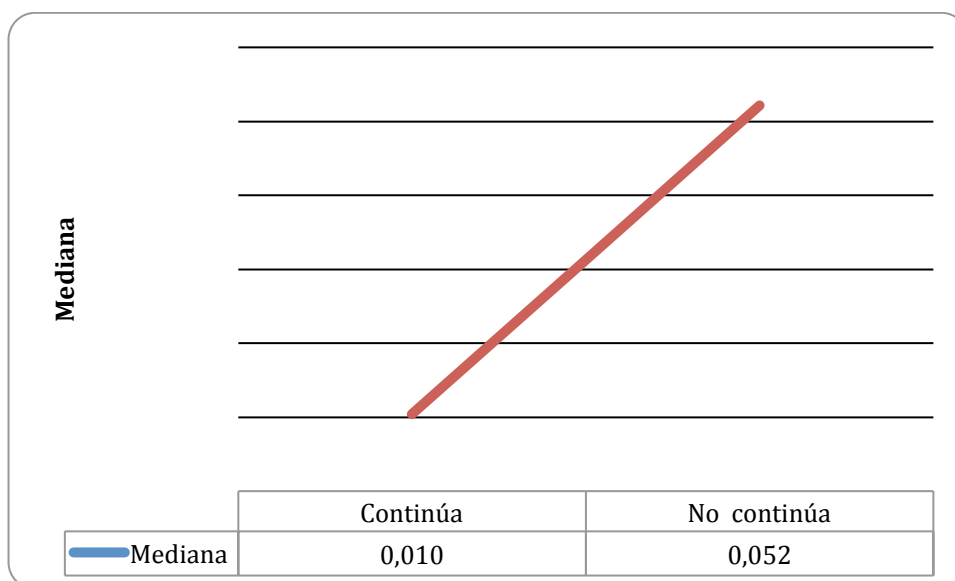
Figura 5.72. Prueba U de Mann-Whitney variación media inmovilizado/activo total

Variación media inmovilizado/activo total	
U de Mann-Whitney	71,000
Z	-1,722
Sig. asintót. (bilateral)	,085

Fuente: Elaboración propia

En este caso se observa que, en ambos grupos, la variación es positiva y la diferencia no es estadísticamente significativa, es decir, se debe al azar. (Figura 5.73).

Figura 5.73. Variación media inmovilizado/activo total



Fuente: Elaboración propia

2.3.2. Activo circulante/activo total

La hipótesis que se trata de contrastar en este apartado es si la variación media activo circulante/activo total es diferente en las empresas que continúan frente a las que no continúan.

En este caso, se observaba que solo el grupo de las empresas que continúan se distribuía como una normal, por tanto, también en este caso se empleará la prueba de la U de Mann-Whitney, donde las hipótesis son:

H0: las diferencias encontradas en las variaciones medias activo circulante/activo total en las empresas que continúan y las empresas que no continúan se deben al azar.

H1: las variaciones medias activo circulante/activo total en las empresas que continúan son distintas a las de las empresas que no continúan.

La U de Mann-Whitney proporciona un valor de 96 con una $Z = -0,684$ y una significación asociada = 0,494 que al ser mayor de 0,05, hace que se acepte la hipótesis nula y se concluya que no hay diferencias en la variación media activo circulante/activo total entre los dos tipos de empresas. (Figura 5.74).

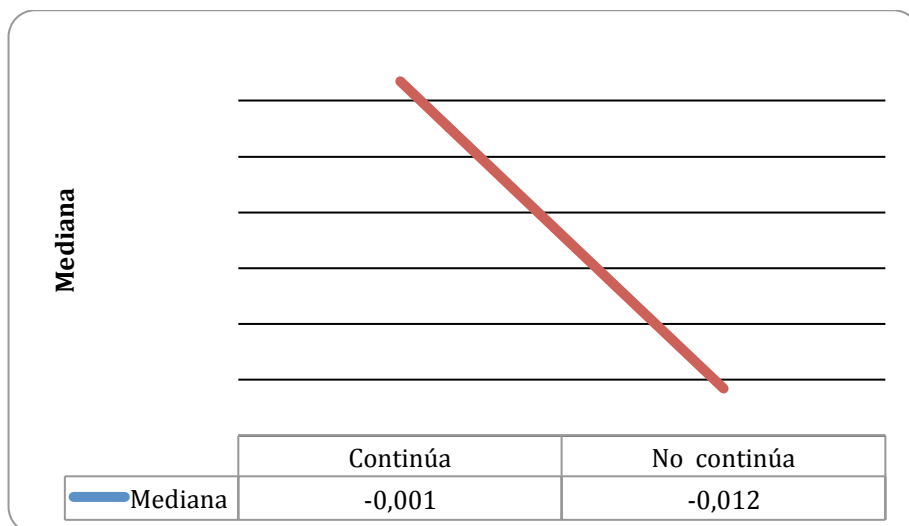
Figura 5.74. Prueba U de Mann-Whitney variación media activo circulante/activo total

Variación media activo circulante/activo total	
U de Mann-Whitney	96,000
Z	-,684
Sig. asintót. (bilateral)	,494

Fuente: Elaboración propia

Se observa que, tanto en las empresas que continúan como en las que no continúan, la mediana es muy similar, y en ambos casos próxima a cero. (Figura 5.75).

Figura 5.75. Variación media circulante/activo total



Fuente: Elaboración propia

2.3.3. Existencias/activo total

La hipótesis de partida de este apartado es si la variación media existencias/activo total es diferente en las empresas que continúan frente a las que no continúan.

En este caso, los dos grupos sí se distribuyen como una normal, por tanto, para contrastar esta hipótesis se empleará la prueba de la T de Student para dos muestras independientes, donde las hipótesis son:

H0: las medias de variación media existencias/activo total son iguales en las empresas que continúan y en las que no continúan.

H1: las medias de variación media existencias/activo total no son iguales en las empresas que continúan y en las que no continúan.

Como se observa en la figura 5.76, las varianzas de los dos grupos son iguales ya que mediante la prueba de Levene la significación obtenida es de 0,001 (menor de 0,05), por lo que no se asume que las varianzas sean iguales. El estadístico T da un valor de 1,422 con una significación asociada de 0,187 que, al ser mayor de 0,05, permite aceptar la hipótesis nula y se concluye que no existen diferencias significativas entre las medias de los dos grupos.

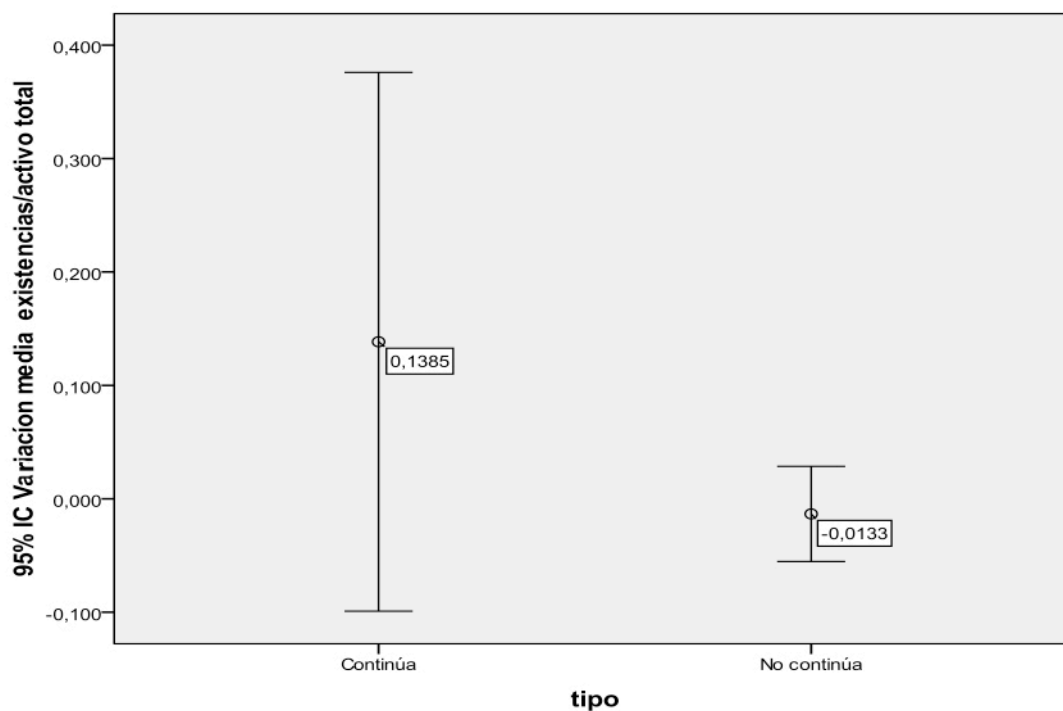
Figura 5.76. Prueba de la T de student variación media existencias/activo total

Prueba de muestras independientes	Prueba de Levene para la igualdad de varianzas	Prueba T para la igualdad de medias				
		F	Sig.	T	Gl	Sig. (bilateral)
Variación media existencias/activo total	No se han asumido varianzas iguales	7,782	,011	1,422	9,594	,187

Fuente: Elaboración propia

La diferencia entre las medias en los dos grupos no es estadísticamente significativa, y como se observa en tabla 5.77, están solapadas.

Figura 5.77. Variación media existencias/activo total



Fuente: Elaboración propia

2.3.4. Activo circulante/pasivo circulante

La hipótesis de contraste en este apartado es si la variación media activo circulante/pasivo circulante es diferente en las empresas que continúan frente a las que no continúan.

En este caso, se observaba que solo el grupo de las empresas que continúan se distribuía como una normal, por tanto, también en este caso se empleará la prueba de la U de Mann-Whitney, donde las hipótesis son:

H0: las diferencias encontradas en la variación media activo circulante/pasivo circulante en las empresas que continúan y las empresas que no continúan se deben al azar.

H1: la variación media activo circulante/pasivo circulante en las empresas que continúan es distinta a la de las empresas que no continúan.

La U de Mann-Whitney proporciona un valor de 110 con una $Z = -0,104$ y una significación asociada = 0,935 que, al ser mayor de 0,05, hace que se acepte la hipótesis nula y se concluye que no hay diferencias en la variación media activo circulante/pasivo circulante entre los dos tipos de empresas, según se refleja en la figura 5.78.

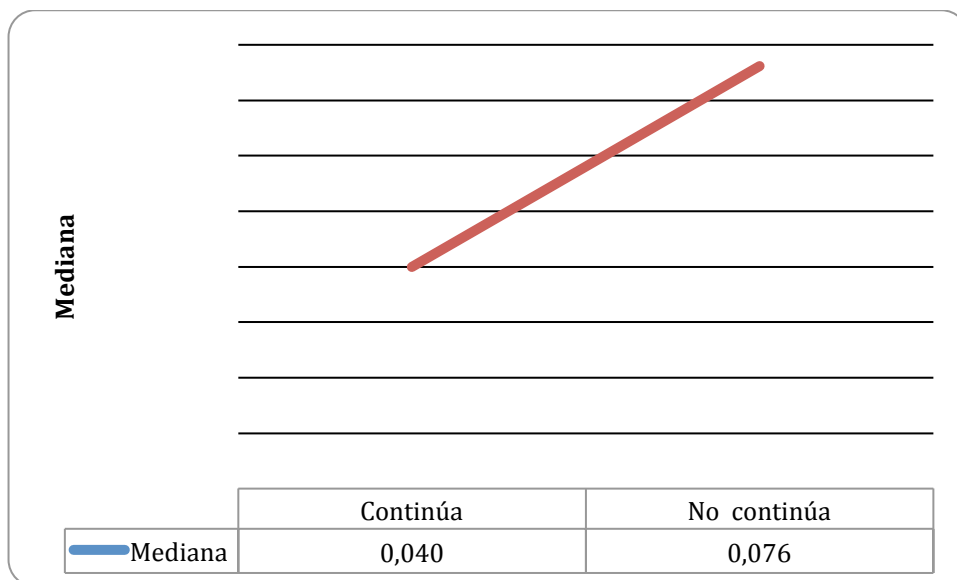
Figura 5.78. Prueba U de Mann-Whitney variación media activo circulante/pasivo circulante

Variación media activo circulante/pasivo circulante	
U de Mann-Whitney	110,000
Z	-,104
Sig. exacta [2*(Sig. unilateral)]	,935 ^a

Fuente: Elaboración propia

Se observa en la figura 5.79 que, tanto en las empresas que continúan como en las que no continúan, la mediana es muy similar, y en ambos casos próxima a cero.

Figura 5.79. Variación media activo circulante/pasivo circulante



Fuente: Elaboración propia

2.3.5. Realizable más disponible/pasivo circulante

En este apartado se trata de contrastar la hipótesis de si la variación media liquidez realizable más disponible/pasivo circulante es diferente en las empresas que continúan frente a las que no continúan.

En este caso, se observa que solo el grupo de las empresas que continúan se distribuía como una normal, por tanto, también en este caso se empleará la prueba de la U de Mann-Whitney, donde las hipótesis son:

H0: las diferencias encontradas en las variaciones medias liquidez realizable más disponible/pasivo circulante en las empresas que continúan y las empresas que no continúan se deben al azar.

H1: las variaciones medias liquidez realizable más disponible/pasivo circulante en las empresas que continúan son distintas a las de las empresas que no continúan.

La U de Mann-Whitney proporciona un valor de 74 con una $Z = -0,539$ y una significación asociada = 0,590 que, al ser mayor de 0,05, conlleva que se acepte la

hipótesis nula y se pone de manifiesto que no hay diferencias en la variación media liquidez realizable más disponible/pasivo circulante entre los dos tipos de empresas, según se aprecia en la figura 5.80.

Figura 5.80. Prueba U de Mann-Whitney variación media liquidez realizable más disponible/pasivo circulante

Variación media liquidez realizable más disponible/pasivo circulante	
U de Mann-Whitney	74,000
Z	-,539
Sig. asintót. (bilateral)	,590

Fuente: Elaboración propia

Se observa que, tanto en las empresas que continúan como en las que no continúan, la mediana es muy similar, y en ambos casos próxima a cero, según consta en la figura 5.81.

Figura 5.81. Variación media liquidez realizable más disponible/pasivo circulante



Fuente: Elaboración propia

2.3.6. Pasivo circulante/pasivo a largo plazo

La hipótesis que se contrasta en este apartado es si la variación media liquidez pasivo circulante/pasivo a largo plazo es diferente en las empresas que continúan frente a las que no continúan.

En este caso los dos grupos sí se distribuyen como una normal, por tanto, para contrastar esta hipótesis se empleará la prueba de la T de Student para dos muestras independientes, donde las hipótesis son:

H0: las medias de variación media liquidez pasivo circulante/pasivo a largo plazo son iguales en las empresas que continúan y en las que no continúan.

H1: las medias de variación media liquidez pasivo circulante/pasivo a largo plazo no son iguales en las empresas que continúan y en las que no continúan.

Como se observa en la figura 5.82, las varianzas de los dos grupos no son iguales ya que mediante la prueba de Levene la significación obtenida es de 0,018 (menor de 0,05). El estadístico T facilita un valor de -1,277 con una significación asociada de 0,221 que, al ser mayor de 0,05, hace que se acepte la hipótesis nula y se concluye que no existen diferencias significativas entre las medias de la variación media de liquidez pasivo circulante/pasivo a largo plazo, entre los dos grupos.

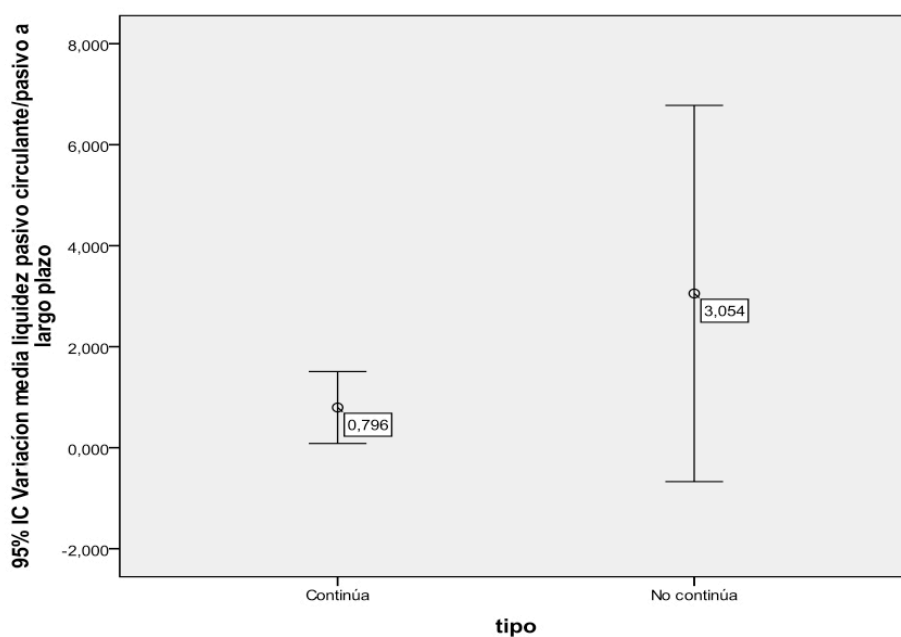
Figura 5.82. Prueba de la T de student variación media liquidez pasivo circulante/pasivo a largo plazo

Prueba de muestras independientes			Prueba de Levene para la igualdad de varianzas		Prueba T para la igualdad de medias		
			F	Sig.	T	Gl	Sig. (bilateral)
Variación media liquidez pasivo circulante/pasivo a largo plazo	media pasivo	No se han asumido varianzas iguales	6,266	,018	-1,277	15,022	,221

Fuente: Elaboración propia

La gráfica de intervalos de confianza de la media muestra que estas se solapan, por lo que la diferencia que se encuentra no es significativa, según consta en la figura 5.83.

Figura 5.83. Intervalos de confianza de la media liquidez pasivo circulante/pasivo a largo plazo



Fuente: Elaboración propia

2.3.7. *Cash flow*

La hipótesis de partida y que se pretende contrastar en este apartado es si la variación media de *cash flow* es diferente en las empresas que continúan frente a las que no continúan.

Como se observó en el apartado del estudio de normalidad, la variación media de los fondos propios en ninguno de los dos grupos se distribuía como una normal, por lo que para contrastar esta hipótesis se empleará la prueba de la U de Mann-Whitney, donde las hipótesis son:

H0: las diferencias encontradas en las variaciones medias de *cash flow* en las empresas que continúan y las empresas que no continúan se deben al azar.

H1: las variaciones medias de *cash flow* en las empresas que continúan son distintas a las de las empresas que no continúan.

La U de Mann-Whitney proporciona un valor de 26 con una $Z = -3,588$ y una significación asociada $< 0,001$, por lo que se rechaza la hipótesis nula y se concluye que sí hay diferencias en la variación de *cash flow* entre los dos tipos de empresas, según se refleja en la figura 5.84.

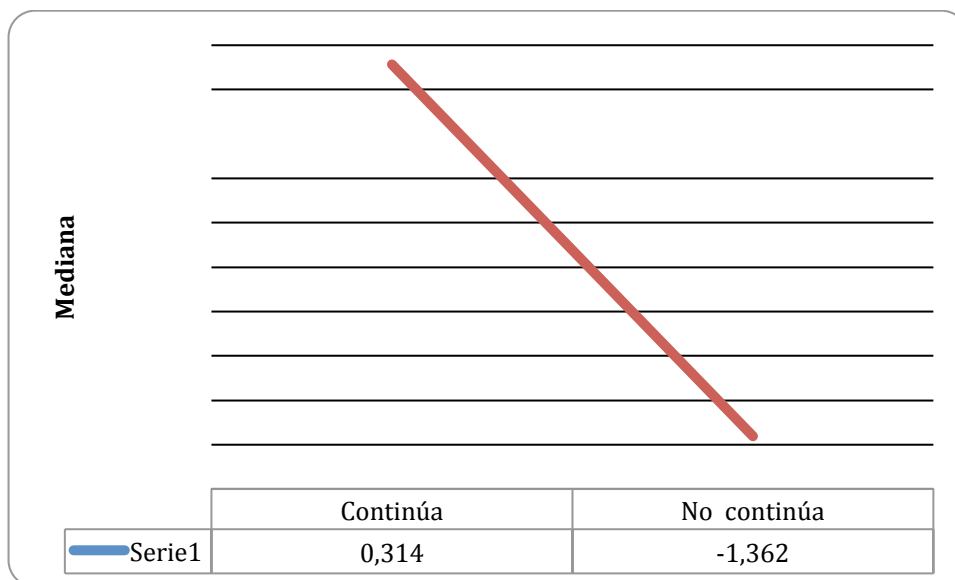
Figura 5.84. Prueba U de Mann-Whitney variación media *cash flow*

Variación media <i>cash flow</i>	
U de Mann-Whitney	26,000
Z	-3,588
Sig. asintót. (bilateral)	,000

Fuente: Elaboración propia

Las variaciones medias del *cash flow* tienen una mediana positiva lo que indica que han ido creciendo en las empresas que continúan, mientras que en las empresas que no continúan su valor es negativo, lo que indica que el *cash flow* ha ido disminuyendo. (Figura 5.85).

Figura 5.85. Variación media *cash flow*



Fuente: Elaboración propia

2.3.8. Total deudas/pasivo más neto

La hipótesis de partida de este apartado es contrastar si la variación media endeudamiento total deudas/pasivo total más neto es diferente en las empresas que continúan frente a las que no continúan.

En este caso los dos grupos sí se distribuyen como una normal, por tanto para contrastar esta hipótesis se empleará la prueba de la T de Student para dos muestras independientes, donde las hipótesis son:

H0: las medias de variación media liquidez pasivo circulante/pasivo a largo plazo son iguales en las empresas que continúan y en las que no continúan.

H1: las medias de variación media liquidez pasivo circulante/pasivo a largo plazo no son iguales en las empresas que continúan y en las que no continúan.

Como se observa en la figura 5.86, las varianzas de los dos grupos son iguales ya que, mediante la prueba de Levene, la significación obtenida es de 0,145 (mayor de 0,05). El

estadístico T proporciona un valor de -4,172 con una significación asociada menor de 0,001, por lo que se rechaza la hipótesis nula y se concluye que sí existen diferencias significativas entre las medias de la variación media de liquidez pasivo circulante/pasivo a largo plazo, entre los dos grupos.

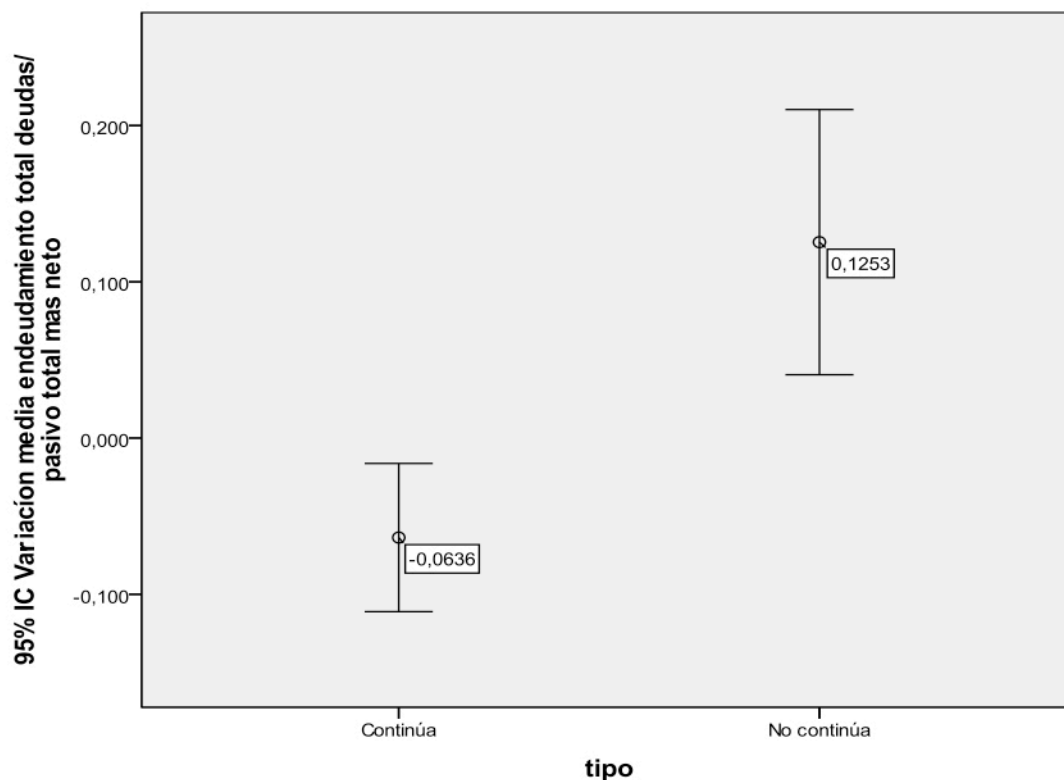
Figura 5.86. Prueba de la T de student variación media endeudamiento total deudas/pasivo total más neto

Prueba de muestras independientes		Prueba de Prueba T para la Levene para igualdad de medias la igualdad de varianzas				
		F	Sig.	T	Gl	Sig. (bilateral)
Variación media endeudamiento total deudas/pasivo total más neto	Se han asumido varianzas iguales	2,243	,145	-4,172	28	,000

Fuente: Elaboración propia

Se observa en la figura 5.87, que la variación media de endeudamiento total deudas/pasivo total más neto es inferior en las empresas que continúan que en las empresas que no continúan, en las que es más elevada esa variación.

Figura 5.87. Intervalos de confianza de la media endeudamiento total de deudas/pasivo total más neto



Fuente: Elaboración propia

2.3.9. Capitales propios/deudas

En este epígrafe la hipótesis que se formula y cuya contrastación se pretende es si la variación media capitales propios/total deudas es diferente en las empresas que continúan frente a las que no continúan.

En este caso los dos grupos no se distribuyen como una normal, por tanto, para contrastar esta hipótesis se empleará la prueba de la U de Mann-Whitney, donde las hipótesis son:

H0: las medias de variación media capitales propios/total deudas son iguales en las empresas que continúan y en las que no continúan.

H1: las medias de variación media capitales propios/total deudas no son iguales en las empresas que continúan y en las que no continúan.

Según se observa en la figura 5.88, se obtiene una $Z = -4,252$, con una significación asociada menor de 0,001, por lo que se rechaza la hipótesis nula y se concluye que los promedios de la autonomía son diferentes en ambos grupos.

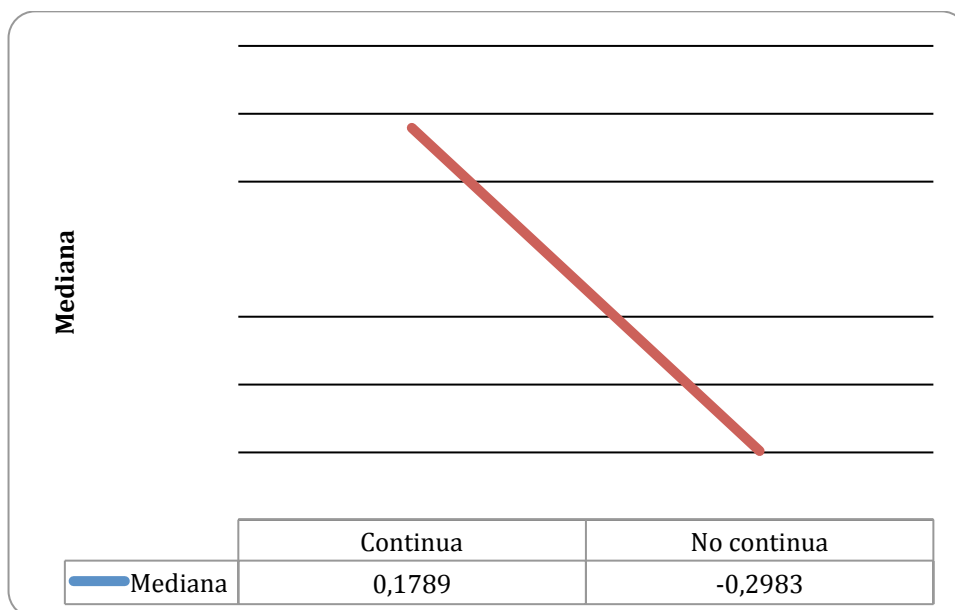
Figura 5.88. Prueba U de Mann-Whitney variación media capitales propios/total deudas

Variación media capitales propios/total deudas	
U de Mann-Whitney	10,000
Z	-4,252
Sig. asintót. (bilateral)	,000

Fuente: Elaboración propia

La gráfica muestra que la mediana de las empresas que continúan es positiva y superior a la de las empresas que no continúan que es negativa. (Figura 5.89).

Figura 5.89. Variación media capitales propios/total deudas



Fuente: Elaboración propia

2.3.10. Deudas a corto plazo/total deudas

La hipótesis de partida de este epígrafe es contrastar si la variación media deudas a corto plazo/total deudas es diferente en las empresas que continúan frente a las que no continúan.

En este caso los dos grupos sí se distribuyen como una normal, por tanto, para contrastar esta hipótesis se empleará la prueba de la T de Student para dos muestras independientes, donde las hipótesis son:

H0: las medias de variación media a deudas a corto plazo/total deudas son iguales en las empresas que continúan y en las que no continúan.

H1: las medias de variación media deudas a corto plazo/total deudas no son iguales en las empresas que continúan y en las que no continúan.

Como se observa en la figura 5.90, las varianzas de los dos grupos son iguales ya que mediante la prueba de Levene, la significación obtenida es de 0,665 (mayor de 0,05). El estadístico T da un valor de -0,016 con una significación asociada menor de 0,981, por lo que se acepta la hipótesis nula y se concluye que no existen diferencias significativas entre las medias de la variación media calidad de la deuda deudas a corto plazo/total deudas entre los dos grupos.

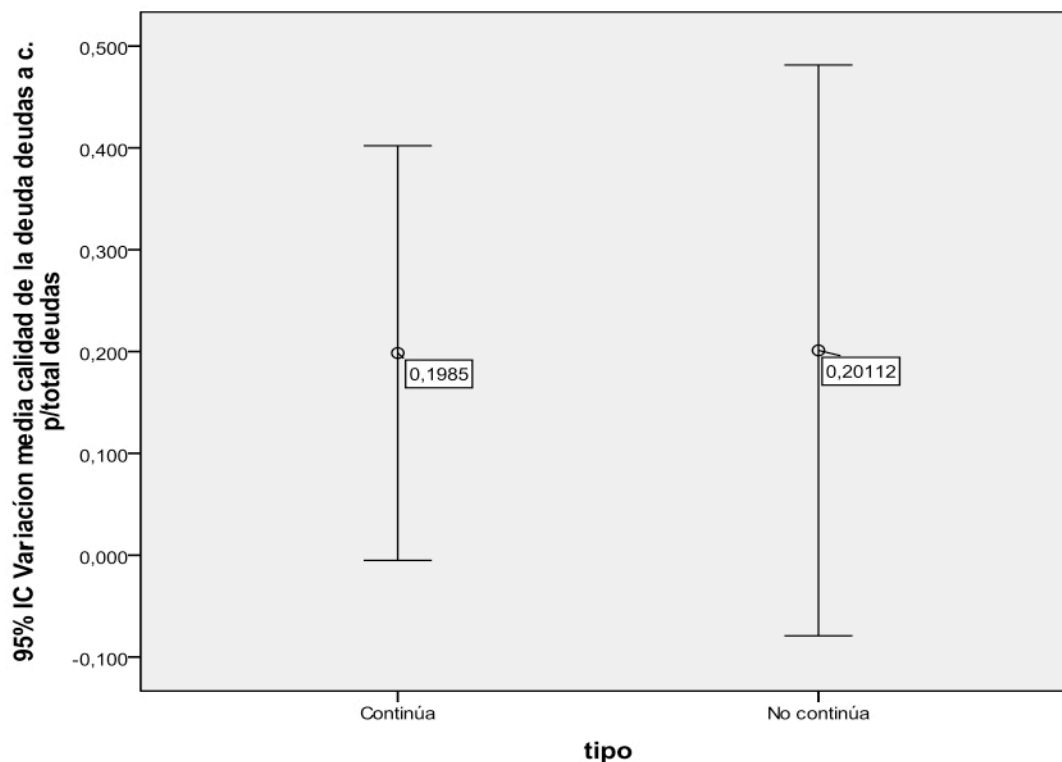
Figura 5.90. Prueba de la T de student variación media deudas a corto plazo/total deudas

Prueba de muestras independientes	de	muestras	Prueba de Levene para la igualdad de varianzas		Prueba T para la igualdad de medias		
			F	Sig.	T	Gl	Sig. (bilateral)
Variación deudas a corto plazo/total deudas	media	Se han asumido varianzas iguales	,192	,665	-,016	28	,987

Fuente: Elaboración propia

La gráfica de intervalos de confianza de la media muestra que estas se solapan, por lo que la diferencia que se encuentra no es significativa, según se refleja en la figura 5.91.

Figura 5.91. Intervalos de confianza de la media deudas a corto plazo/total deudas



Fuente: Elaboración propia

2.3.11. Patrimonio neto/activo total

La hipótesis de la que se parte en este apartado es si la variación media cobertura recursos permanentes (patrimonio neto/activo total) es diferente en las empresas que continúan frente a las que no continúan.

En este caso los dos grupos sí se distribuyen como una normal, por tanto, para contrastar esta hipótesis se empleará la prueba de la T de Student para dos muestras independientes, donde las hipótesis son:

H0: las medias de variación media cobertura recursos permanentes (PN/activo total) son iguales en las empresas que continúan y en las que no continúan.

H1: las medias de variación media cobertura recursos permanentes (PN/activo total) no son iguales en las empresas que continúan y en las que no continúan.

Como se observa en la figura 5.92, las varianzas de los dos grupos no son iguales ya que, mediante la prueba de Levene, la significación obtenida es de 0,017 (menor de 0,05). El estadístico T proporciona un valor de 0,948 con una significación asociada menor de 0,359, por lo que se acepta la hipótesis nula y se concluye que no existen diferencias significativas entre las medias de la variación media cobertura recursos permanentes (PN/activo total) entre los dos grupos.

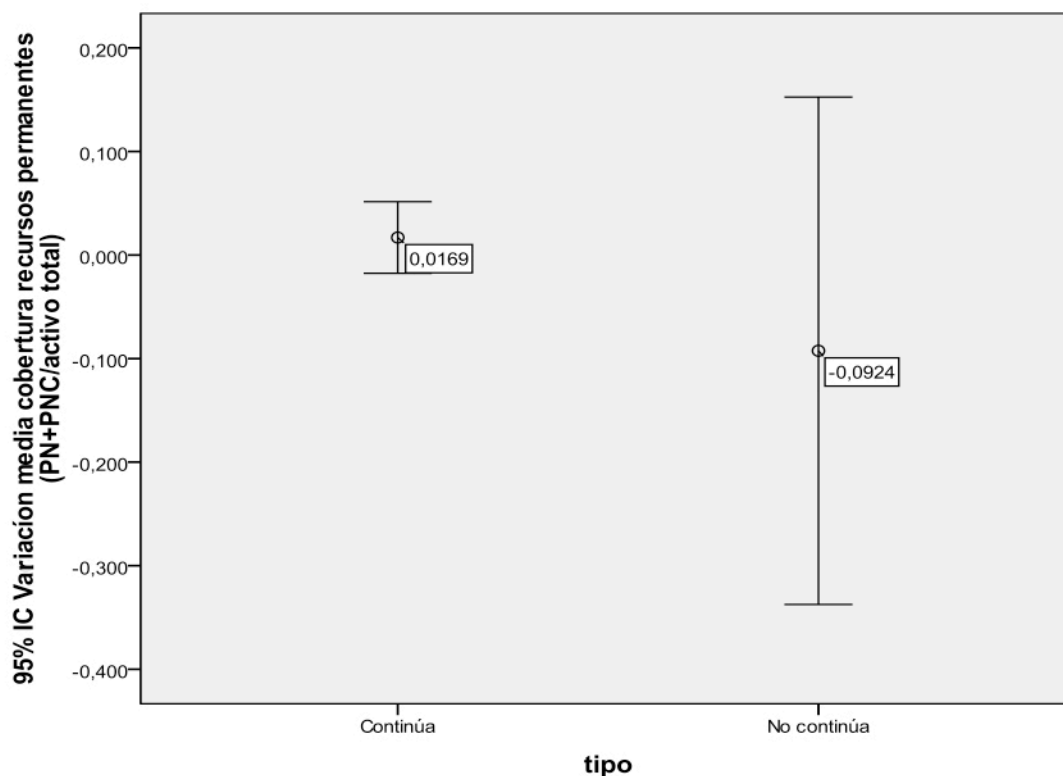
Figura 5.92. Prueba de la T de student variación media cobertura recursos permanentes (PN+PNC/activo total)-

Prueba de muestras independientes	Prueba de Prueba T para la					
	Levene	igualdad de medias				
	para la					
	igualdad de					
	varianzas					
	F	Sig.	T	Gl	Sig.	
					(bilateral)	
Variación media cobertura recursos permanentes (PN+PNC/activo total)	No se han	6,483	,017	,948	14,557	,359
	asumido					
	varianzas					
	iguales					

Fuente: Elaboración propia

La gráfica de intervalos de confianza de las medias reflejada en la figura 5.93 muestra que estas se solapan, por lo que la diferencia que se encuentra no es significativa.

Figura 5.93. Intervalos de confianza de la media cobertura recursos permanentes (PN/activo total)



Fuente: Elaboración propia

2.3.12. Fondos propios

La hipótesis que se pretende contrastar en este apartado es si la variación media de fondos propios es diferente en las empresas que continúan frente a las que no continúan.

Como se observó en el apartado del estudio de normalidad, la variación media de los fondos propios en ninguno de los dos grupos se distribuía como una normal, por lo que para contrastar esta hipótesis se empleará la prueba de la U de Mann-Whitney, donde las hipótesis son:

H0: las diferencias encontradas en las variaciones medias de fondos propios en las empresas que continúan y las empresas que no continúan se deben al azar.

H1: las variaciones medias de fondos propios en las empresas que continúan son distintas a las de las empresas que no continúan.

Según se aprecia en la figura 5.94, La U de Mann-Whitney da un valor de 2 con una Z = -4,584 y una significación asociada < 0,001, por lo que se rechaza la hipótesis nula y se concluye que sí hay diferencias en la variación de fondos propios entre los dos tipos de empresas.

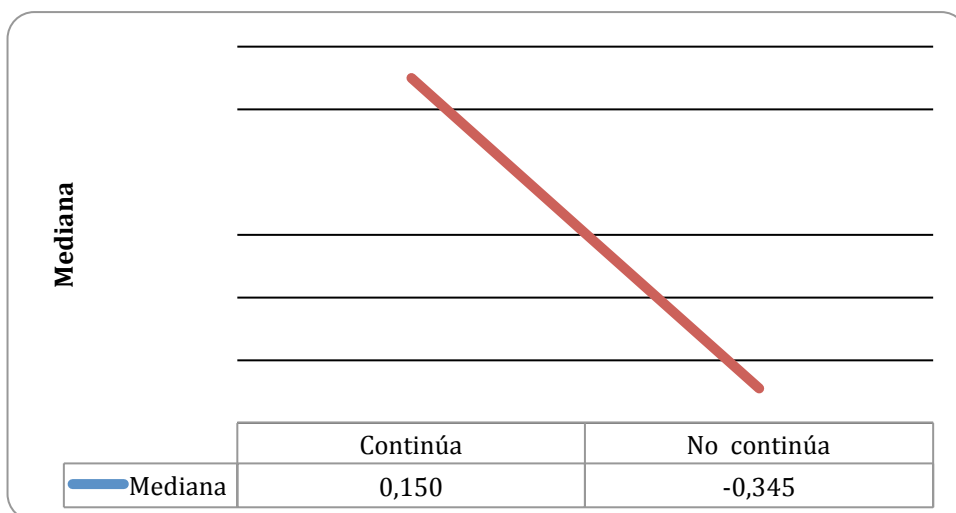
Figura 5.94. Prueba U de Mann-Whitney variación media fondos propios

Variación media fondos propios	
U de Mann-Whitney	2,000
Z	-4,584
Sig. asintót. (bilateral)	,000

Fuente: Elaboración propia

Las variaciones medias de los fondos propios tienen una mediana positiva lo que indica que han ido creciendo en las empresas que continúan, mientras que en las empresas que no continúan su valor es negativo lo que significa que los fondos propios han ido disminuyendo, según se observa en la figura 5.95.

Figura 5.95. Variación media fondos propios



Fuente: Elaboración propia

2.3.13. Deudas a largo plazo/pasivo + patrimonio neto

La hipótesis de partida es si la variación media deudas a largo plazo/pasivo total más neto es diferente en las empresas que continúan frente a las que no continúan.

En este caso, los dos grupos sí se distribuyen como una normal, por tanto, para contrastar esta hipótesis se empleará la prueba de la T de Student para dos muestras independientes, donde las hipótesis son:

H0: las medias de variación media deudas a largo plazo/pasivo total más neto son iguales en las empresas que continúan y en las que no continúan.

H1: las medias de variación media deudas a largo plazo/pasivo total más neto no son iguales en las empresas que continúan y en las que no continúan.

Como se aprecia en la figura 5.96, las varianzas de los dos grupos son iguales ya que mediante la prueba de Levene la significación obtenida es de 0,809 (mayor de 0,05). El estadístico T registra un valor de -1,278 con una significación asociada de 0,212 que al ser mayor de 0,05, hace que se acepte la hipótesis nula y se concluye que no existen diferencias significativas entre las medias de la variación media de deudas a largo plazo/pasivo total más neto, entre los dos grupos.

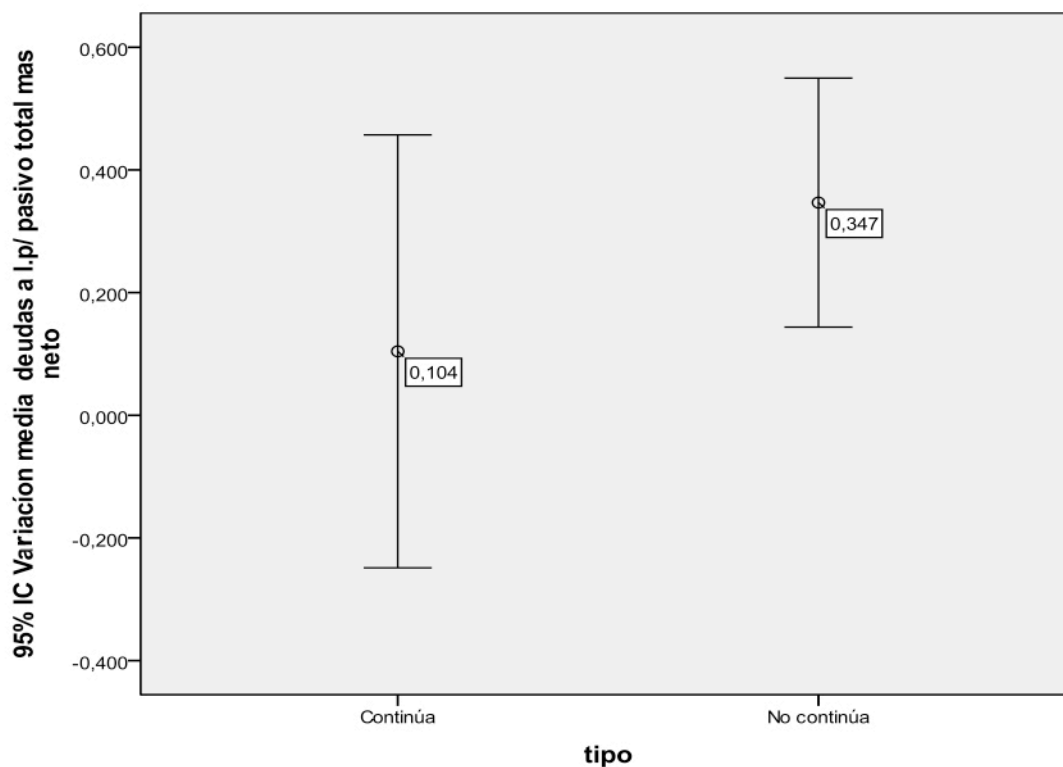
Figura 5.96. Prueba de la T de student variación media deudas a largo plazo/pasivo total más neto

Prueba de muestras independientes		Prueba de Levene para la igualdad de varianzas		Prueba T para la igualdad de medias		
		F	Sig.	T	Gl	Sig. (bilateral)
Variación media deudas a largo plazo/pasivo total más neto	Se han asumido varianzas iguales	,059	,809	-1,278	28	,212

Fuente: Elaboración propia

La gráfica de intervalos de confianza de las medias reflejada en la figura 5.97 muestra que estas se solapan, por lo que la diferencia que se encuentra no es significativa.

Figura 5.97. Intervalos de confianza de la media deudas a largo plazo/pasivo total más neto



Fuente: Elaboración propia

2.3.14. Deudas a corto plazo/pasivo total más neto

La hipótesis que se pretende contrastar es si la variación media deudas a corto plazo/pasivo total más neto es diferente en las empresas que continúan frente a las que no continúan.

En este caso, los dos grupos sí se distribuyen como una normal, por tanto, para contrastar esta hipótesis se empleará la prueba de la T de Student para dos muestras independientes, donde las hipótesis son:

H0: las medias de variación media deudas a corto plazo/pasivo total más neto son iguales en las empresas que continúan y en las que no continúan.

H1: las medias de variación media deudas a corto plazo/pasivo total más neto no son iguales en las empresas que continúan y en las que no continúan.

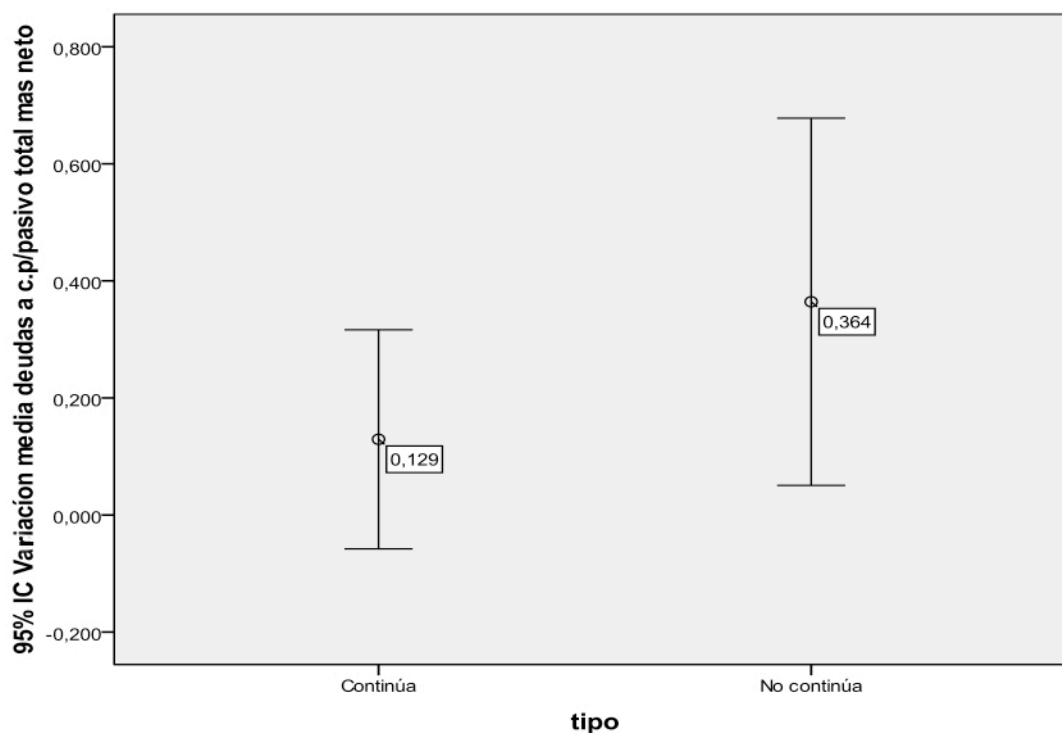
Como se observa en la figura 5.98, las varianzas de los dos grupos son iguales ya que, mediante la prueba de Levene la significación obtenida es de 0,115 (mayor de 0,05). El estadístico T proporciona un valor de -1,380 con una significación asociada de 0,179 que, al ser mayor de 0,05, hace que se acepte la hipótesis nula y se concluye que no existen diferencias significativas entre las medias de la variación media de deudas a corto plazo/pasivo total más neto, entre los dos grupos.

Figura 5.98. Prueba de la T de student variación media deudas a corto plazo/pasivo total más neto

Prueba de muestras independientes		Prueba de Prueba T para la Levene para igualdad de medias la igualdad de varianzas				
		F	Sig.	T	Gl	Sig. (bilateral)
Variación media deudas a corto plazo/pasivo total más neto	Se han asumido varianzas iguales	2,640	,115	-1,380	28	,179

Fuente: Elaboración propia

La gráfica de intervalos de confianza de la media muestra que estas se solapan, por lo que la diferencia que se encuentra no es significativa, como se aprecia en la figura 5.99.

Figura 5.99. Intervalos de confianza de la media deudas a corto plazo/pasivo total más neto

Fuente: Elaboración propia

2.3.15. Rentabilidad económica

La hipótesis de partida en este apartado es si la variación media rentabilidad económica es diferente en las empresas que continúan frente a las que no continúan.

En este caso los dos grupos sí se distribuyen como una normal, por tanto, para contrastar esta hipótesis se empleará la prueba de la T de Student para dos muestras independientes, donde las hipótesis son:

H0: las medias de variación media rentabilidad económica son iguales en las empresas que continúan y en las que no continúan.

H1: las medias de variación media rentabilidad económica no son iguales en las empresas que continúan y en las que no continúan.

Como se observa en la figura 5.100, las varianzas de los dos grupos son iguales ya que mediante la prueba de Levene, la significación obtenida es de 0,141 (mayor de 0,05). El estadístico T facilita un valor de -4,234 con una significación asociada menor de 0,001, por lo que se rechaza la hipótesis nula y se concluye que sí existen diferencias

significativas entre las medias de las variaciones medias rentabilidad económica, entre los dos grupos.

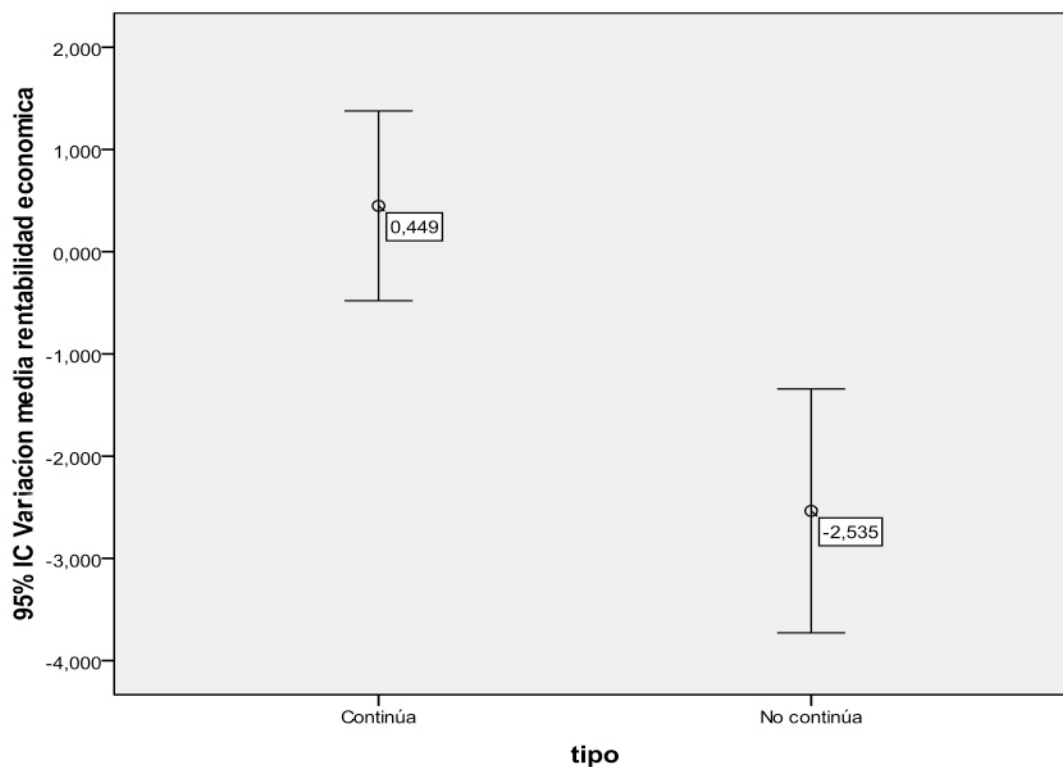
Figura 5.100. Prueba de la T de student variación media rentabilidad económica

Prueba de muestras independientes	de	muestras	Prueba Levene para igualdad de varianzas	Prueba T para la igualdad de medias				
				F	Sig.	T	Gl	Sig. (bilateral)
Variación media rentabilidad económica	Se han	asumido	Se han asumido varianzas iguales	2,295	,141	4,234	28	,000

Fuente: Elaboración propia

Se observa en la figura 5.101 que la variación media de rentabilidad económica es inferior en las empresas que continúan que en las empresas que no continúan, en las que es más elevada esa variación.

Figura 5.101. Intervalos de confianza de la media rentabilidad económica



Fuente: Elaboración propia

2.3.16. Rentabilidad financiera

La hipótesis de partida es si la variación media rentabilidad financiera es diferente en las empresas que continúan frente a las que no continúan.

En este caso los dos grupos sí se distribuyen como una normal, por tanto, para contrastar esta hipótesis se empleará la prueba de la T de Student para dos muestras independientes, donde las hipótesis son:

H0: las medias de variación media rentabilidad financiera son iguales en las empresas que continúan y en las que no continúan.

H1: las medias de variación media rentabilidad financiera no son iguales en las empresas que continúan y en las que no continúan.

Como se observa en la figura 5.102, las varianzas de los dos grupos son iguales ya que mediante la prueba de Levene, la significación obtenida es de 0,052 (mayor de 0,05). El estadístico T proporciona un valor de -0,348 con una significación asociada menor de 0,731, lo que conlleva la aceptación de la hipótesis nula y se concluye que no existen diferencias significativas entre las medias de las variaciones medias rentabilidad financiera, entre los dos grupos.

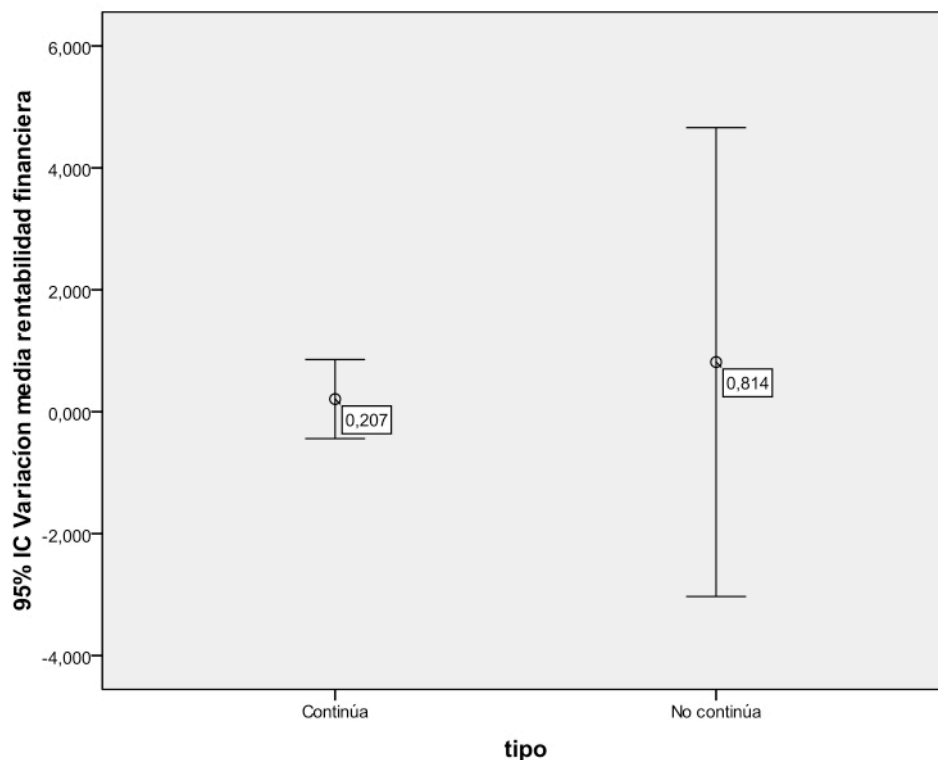
Figura 5.102. Prueba de la T de student variación media rentabilidad financiera

Prueba de muestras independientes			Prueba de Levene para la igualdad de varianzas		Prueba T para la igualdad de medias		
			F	Sig.	T	Gl	Sig. (bilateral)
Variación rentabilidad financiera	media	Se han asumido varianzas iguales	4,124	,052	-,348	27	,731

Fuente: Elaboración propia

Se observa en la figura 5.103 que la variación media de rentabilidad financiera es similar en ambos grupos.

Figura 5.103. Intervalos de confianza de la media rentabilidad financiera



Fuente: Elaboración propia

2.3.18. Consecuencias del análisis bivariante

Los resultados obtenidos muestran una relación entre la no continuidad de las empresas y la disminución de los fondos propios; las empresas que no continúan presentan una variación media negativa frente a las empresas que continúan, que en media, su variación media de fondos propios es positiva. La principal causa de esta disminución se encuentra en los resultados negativos que se van produciendo a lo largo del periodo, por lo que es un indicador significativo a la hora de determinar la influencia de este indicador en la no continuidad de la empresa familiar.

Con respecto al *cash flow*, la trayectoria es similar ya que en las empresas que no continúan la variación media en el periodo es negativa, frente a las que continúan en las que es positiva, siendo esta diferencia significativa entre los dos grupos.

En cuanto al ratio de estructura del inmovilizado con respecto al activo total, en la variación de este indicador no se encuentran diferencias significativas en las empresas que continúan frente a las que no continúan, por lo que en este caso no es un factor que determina la continuidad o no continuidad de las empresas analizadas.

Por otra parte, la variación media del ratio activo circulante/activo no influye en la no continuidad de las empresas dado que las diferencias encontradas entre los dos grupos no son estadísticamente significativas. Asimismo, tampoco lo es el indicador de variación de existencias/activo total ya que los promedios estadísticamente son iguales.

La variación media de deudas a largo plazo/pasivo total más neto tampoco muestra diferencias significativas entre los dos grupos, por lo que este indicador tampoco va a influir en la no continuidad de las empresas. El mismo resultado se observa con la variación media de deudas a corto plazo/pasivo total más neto respecto al que no se encuentra diferencias significativas entre los dos grupos.

La variación media activo circulante/pasivo circulante no influye tampoco en la no continuidad de la actividad empresarial.

En cuanto a la variación media liquidez realizable más disponible/pasivo circulante, tampoco se halla una diferenciación y por tanto, no influye de forma significativa en la no continuidad de la actividad y lo mismo ocurre con el ratio de liquidez en la variación media del pasivo circulante/pasivo a largo plazo.

Sin embargo, sí se encuentran diferencias en la variación media de endeudamiento total deudas/pasivo total más neto entre los dos grupos siendo la variación en el grupo de las que no continúan mayor y positiva frente a las empresas que continúan, debido fundamentalmente a la disminución del patrimonio neto y al aumento del endeudamiento total.

Respecto a la variación media de autonomía capital fondos propios/total deudas, la variación media calidad de la deuda y la variación de la cobertura de los recursos permanentes tampoco determinan o influyen en la no continuidad de la actividad empresarial.

Sin embargo, la variación media de la rentabilidad económica es diferente en las empresas que no continúan frente a las que continúan por lo que este indicador sí diferencia a ambos grupos e influye y determina en la no continuidad de la actividad.

En resumen, los indicadores de variación que influyen en la no continuidad de la actividad empresarial son los que aparecen en la figura 5.104.

Figura 5.104. Indicadores con diferencias en los promedios estadísticamente significativas

INDICADORES CON DIFERENCIAS EN LOS PROMEDIOS ESTADÍSTICAMENTE SIGNIFICATIVAS	Promedios		Estadístico de contraste	p-valor
	Continúan	No continúan		
Variación media fondos propios	0,15	-0,345	Z = -4,584	< 0,001
Variación media del <i>cash flow</i>	0,314	-1,362	Z = -3,588	< 0,001
Variación media endeudamiento total deudas/pasivo total más neto	-0,0636	0,1263	T = -4,172	< 0,001
Variación media rentabilidad económica	0,449	-2,535	T = 4,234	< 0,001

Fuente: Elaboración propia

Esta figura muestra los indicadores de variación media que son diferentes en función del tipo de empresa. La variación media de fondos propios en las empresas que continúan es mayor que en las empresas que no continúan y lo mismo ocurre con la variación media del *cash flow*, la variación media del resultado del ejercicio y la variación media de la rentabilidad económica. En el caso de la variación media endeudamiento total

deudas/pasivo total más neto la variación se incrementa en las empresas que no continúan y disminuye en las empresas que continúan.

2.4. ANÁLISIS MULTIVARIANTE

Como se señalaba en el anterior capítulo un modelo de regresión logística binaria muestra la dependencia de una variable dicotómica en función de variables tanto cuantitativas como cualitativas.

En el presente estudio será esta técnica la que se empleará para estimar la continuidad o no continuidad de una empresa familiar. Por su parte, como variables explicativas se emplearán los índices de variación medios de los ratios analizados. La variable dependiente es el tipo de empresa y se le asignan los siguientes valores: 1 = no continúan y 0 = continúan.

La estimación de la función logística se puede leer como la probabilidad de que acontezca el suceso 1 = no continuar.

Este modelo permite trabajar con variables explicativas que tienen gran variabilidad, como ocurre en el presente estudio empírico, ya que los supuestos de las distribuciones no son importantes en esta técnica estadística. Este modelo permite predecir la variable dependiente a partir de las variables predictores o independientes, conteniendo una fórmula matemática que permite calcular la probabilidad del suceso estudiada en un nuevo caso en razón a los valores que presentan los coeficientes de las variables predictoras incluidas en el modelo. El objetivo es, por tanto, buscar entre todos los modelos el más parsimonioso, es decir, el que tenga el menor número de variables predictoras posibles, y generar una predicción precisa y válida de la respuesta evaluada.

En nuestro caso, el tamaño de la muestra hace conveniente obtener un modelo que sea preciso y que introduzca el menor número de variables explicativas posibles. Como variables explicativas se van a elegir aquellas que en el análisis bivariante tuvieron diferencias estadísticamente significativas en función del tipo de empresa. Estas son:

- Variación media fondos propios.
- Variación media patrimonio neto/total deudas.
- Variación media *cash flow*.

- Variación media endeudamiento total deudas/pasivo total más neto.
- Variación media rentabilidad económica.

En primer lugar, se lleva a cabo un análisis de regresión logística con solo una variable independiente o explicativa.

Las hipótesis de los coeficientes obtenidos son las siguientes.

H0: $\beta_i = 0$

H1: $\beta_i \neq 0$

Como se observa en la figura 5.105, aparecen todos los modelos de regresión obtenidos con las variables en donde se encuentran diferencias estadísticamente significativas en función de si las empresas continuaban o no continuaban. Como puede observarse, hay cinco variables que tienen una significación asociada al coeficiente que acompaña a la variable explicativa menor de 0,05, por lo que en estas variables sí se rechaza que los coeficientes sean cero y por tanto, sí serían modelos logísticos lineales.

Figura 5.105. Ecuación de las variables que tienen diferencias estadísticamente significativas en función del tipo de empresa

Ecuación de las variables que tienen diferencias estadísticamente significativas en función del tipo de empresa	B	Wald	Sig.	Exp(B)
Variación media fondos propios	-33,727	2,649	0,104	0
Constante	-1,671	1,079	0,299	0,188
Variación media <i>cash flow</i>	-1,456	4,669	0,031	0,233
Constante	-0,456	0,853	0,356	0,634
Variación media endeudamiento total deudas/pasivo total más neto	41,159	3,976	0,046	7,50E+17
Constante	-4,42E-01	0,609	0,435	0,643
Variación media rentabilidad económica	-1,947	7,345	0,007	0,143
Constante	-1,402	4,334	0,037	0,246
Variación media autonomía capitales propios/total deudas	-11,875	5,520	0,019	6,96E-06
Constante	-0,3	0,233	0,630	0,741

Fuente: Elaboración propia

Posteriormente, se llevan a cabo los modelos de regresión logística con dos variables de las que habían salido significativas con una sola variable explicativa.

Se observa que cuando se incorporan dos variables no se puede rechazar la hipótesis nula, así los coeficientes de las variables independientes sean igual a cero, por tanto, no es posible crear un modelo de regresión con dos variables explicativas.

Los resultados del análisis bivariante aparecen en la figura 5.106:

Figura 5.106. Modelos de regresión logística con dos variables explicativas

Modelos de regresión logística con dos variables explicativas	B	E.T.	Wald	Sig.
Variación media <i>cash flow</i>	-2,96E+00	2,461	1,448	0,229
Variación media endeudamiento total deudas/pasivo total más neto	84,868	54,179	2,454	0,117
Constante	-1,79E+00	1,43	1,572	0,21
	B	E.T.	Wald	Sig.
Variación media <i>cash flow</i>	-0,596	0,725	0,676	0,411
Variación media rentabilidad económica	-1,527	0,785	3,782	0,052
Constante	-1,219	0,695	3,076	0,079
	B	E.T.	Wald	Sig.
Variación media <i>cash flow</i>	-1,159	0,620	3,488	0,062
Variación media autonomía capitales propios/total deudas	-16,999	8,655	3,858	0,050

Modelos de regresión logística con dos variables explicativas	B	E.T.	Wald	Sig.
Constante	-0,788	0,820	0,924	0,336
	B	E.T.	Wald	Sig.
Variación media endeudamiento total deudas/pasivo total más neto	34,727	26,588	1,706	0,192
Variación media rentabilidad económica	-1,51E+00	0,836	3,252	0,071
Constante	-1,942	1,148	2,862	0,091
	B	E.T.	Wald	Sig.
Variación media endeudamiento total deudas/pasivo total más neto	12,238	19,968	0,376	0,540
Variación media autonomía capitales propios/total deudas	-8,960	6,117	2,146	0,143
Constante	-0,459	0,663	0,478	0,489
	B	E.T.	Wald	Sig.
Variación media autonomía capitales propios/total deudas	-23,335	13,631	2,931	0,087
Variación media rentabilidad económica	-2,373	1,494	2,522	0,112
Constante	-2,808	2,023	1,927	0,165

Fuente: Elaboración propia

Por tanto, se puede concluir que cuando se incorporan dos variables no se puede rechazar la hipótesis de que los coeficientes de las variables independientes sean igual a cero, por tanto, no es posible crear un modelo de regresión con dos variables explicativas, lo que permite concluir que es preciso utilizar un modelo con una variable explicativa y la variable que más R cuadrado obtenía y cumplía todos los supuestos de esta prueba es la variación media del ratio de autonomía. No obstante, las variaciones medias del ratio de rentabilidad económica tienen un valor muy similar y el del *cash flow* y por tanto, no debe descartarse su importancia.

A continuación, en la figura 5.107, se resumen los resultados por orden de valor de su R cuadrado:

Figura 5.107. R-cuadrado de los modelos de regresión logística

Variable	R cuadrado de Cox y Snell	R cuadrado de Nagelkerke
A) LIQUIDEZ		
media5cashflow	0,424	0,566
B) RENTABILIDAD		
media5r22rentabilidadeconómica	0,508	0,677
C) ENDEUDAMIENTO		
media5r12endeudamientototaldeudaspasivototalmásneto	0,51	0,68
media5r13autonomíacapitalespropiostotaldeudas	0,57	0,76

Fuente: Elaboración propia

Por tanto, se tiene que para las variables que se han confirmado:

1. Si una empresa tiene un valor de la variación media de *cash flow* de 0,31434 (valor que toma la mediana en las empresas que continúan), la probabilidad de no continuar sería de 0,247. Si se disminuye la variación en 0,1 unidades (0,21434), la probabilidad de no continuar aumentaría a 0,238. La bondad del ajuste mediante la prueba Ómnibus de los coeficientes del modelo o Chi-cuadrado da un valor de 16,557 con una significación menor de 0,001, lo que indica un buen ajuste del modelo. El R2 de Cox y Snell y el R2 de Nalgerkerke son respectivamente de 0,424 y 0,566, lo que representa también un buen ajuste. Por otro lado, la prueba de Hosmer y Lemeshow, con un valor de 9,975 y una significación asociada de 0,276, indica también un buen ajuste de los datos.

2. En cuanto a las variaciones medias del endeudamiento total deudas/pasivo total en el periodo estudiado, existe una relación positiva y significativa con respecto a la no continuidad de las empresas familiares, es decir, variaciones positivas en las variaciones medias del endeudamiento total deudas/pasivo total hacen más probable la no continuidad de las empresas analizadas, resultado coincidente con el planteamiento teórico expuesto. El modelo obtenido es el siguiente: $\text{Pr}(Nc = 1) = -0,442 + 41,159 * \text{variación media endeudamiento}$. Así, si una empresa tiene un valor de la variación media de endeudamiento de -0,03759 (valor que toma la mediana en las empresas que continúan), la probabilidad de no continuar sería de 0,0998. Si se aumenta la variación en 0,1 unidades (0,06242), la probabilidad de no continuar aumentaría a 0,7498.

La bondad del ajuste mediante la prueba Ómnibus de los coeficientes del modelo o Chi-cuadrado da un valor de 21,385 con una significación menor de 0,001, lo que indica un buen ajuste del modelo. El R2 de Cox y Snell y el R2 de Nalgerkerke son respectivamente de 0,51 y 0,68, lo que representa un buen ajuste también. Por otro lado, la prueba de Hosmer y Lemeshow, con un valor de 7,604 y una significación asociada de 0,473, indica también un buen ajuste de los datos.

3. En cuanto a las variaciones medias de la autonomía capitales propios/total deudas en el periodo estudiado existe una relación negativa y significativa con respecto a la no continuidad de las empresas familiares, es decir, variaciones

negativas en las variaciones medias de este indicador hacen más probable la no continuidad de las empresas analizadas, resultado coincidente con el planteamiento teórico expuesto. Así el modelo obtenido es el siguiente: $\Pr(Nc = 1) = -0,3 -11,875* \text{ variación media autonomía}$. Por tanto, si una empresa tiene un valor de la variación media de autonomía de 0,17893 (valor que toma la mediana en las empresas que continúan), la probabilidad de no continuar sería de 0,0699. Si se disminuye la variación en 0,1 unidades (0,07893), la probabilidad de no continuar aumentaría a 0,17498. La bondad del ajuste mediante la prueba Ómnibus de los coeficientes del modelo o Chi-cuadrado da un valor de 25,301 con una significación menor de 0,001, lo que indica un buen ajuste del modelo. El R2 de Cox y Snell y el R2 de Nalgerkerke son respectivamente de 0,57 y 0,76, lo que representa un buen ajuste también. Por otro lado, la prueba de Hosmer y Lemeshow, con un valor de 5,86 y una significación asociada de 0,663, indica también un buen ajuste de los datos.

4. En cuanto a las variaciones medias de la rentabilidad económica en el periodo estudiado existe una relación negativa y significativa con respecto a la no continuidad de las empresas familiares, es decir, variaciones negativas en las variaciones medias de este indicador hacen más probable la no continuidad de las empresas analizadas, resultado coincidente con el planteamiento teórico expuesto. Así el modelo obtenido es: $\Pr(Nc = 1) = -1,402 -1,947* \text{ variación media rentabilidad económica}$. En consecuencia, si una empresa tiene un valor de la variación media de 0,00115 (valor que toma la mediana en las empresas que continúan), la probabilidad de no continuar sería de 0,1555. Si se disminuye la variación en 0,1 unidades (-0,0988), la probabilidad de no continuar aumentaría a 0,178385.

La bondad del ajuste mediante la prueba Ómnibus de los coeficientes del modelo o Chi-cuadrado da un valor de 21,266 con una significación menor de 0,001, lo que indica un buen ajuste del modelo. El R2 de Cox y Snell y el R2 de Nalgerkerke son respectivamente de 0,508 y 0,677, lo que representa un buen ajuste también. Por otro lado, la prueba de Hosmer y Lemeshow, con un valor de 5,131 y una significación asociada de 0,744, indica también un buen ajuste de los datos.

A continuación, la figura 5.108 muestra una tabla con los datos anteriormente comentados:

Figura 5.108. Modelos y contrastes de los modelos de regresión logística significativos

Modelos de regresión	Variable explicativa, modelo regresión logística binaria simple			
	<i>Cash flow</i>	Endeudamiento total deudas/pasivo total	Autonomía capitales propios/total deudas	Rentabilidad económica
Coefficiente	-1,456	41,159	-11,875	-1,947
Estadístico Wald	4,669	3,976	5,52	7,345
Significación	0,031	0,046	0,019	0,007
Constante	-0,456	-0,442	-0,3	-1,402
Estadístico Wald	0,853	0,609	0,233	4,334
Significación	0,356	0,435	0,6	0,037
Exp(B1)	0,233	7,50E+17	6,96424E-06	0,143
Exp(B0)	0,634	0,643	0,741	0,246
-2 log. verosimilitud	25,032	20,204	16,288	20,323
Chi-cuadrado	16,557	21,385	25,301	21,266
Significación	< 0,001	< 0,001	< 0,001	< 0,001

Modelos de regresión	Variable explicativa, modelo regresión logística binaria simple			
	<i>Cash flow</i>	Endeudamiento total deudas/pasivo	Autonomía capitales propios/total deudas	Rentabilidad económica
R2 Cox y Snell	0,424	0,51	0,57	0,508
R2 Nagelkerke	0,566	0,68	0,76	0,677
Pr. Hosmer y Lemeshow	9,975	7,604	5,86	5,131
Significación	0,276	0,473	0,663	0,744
N	30	30	30	30
% clasificación correcto	86,7	83,3	86,7	83,3
No continúan	73,3	80	80	80
Continúan	100	86,7	93,3	86,7

Fuente: Elaboración propia

5.2.4. RESUMEN DE LA CONTRASTACIÓN DE HIPÓTESIS

Una vez presentados y analizados los resultados de los análisis que se han llevado a cabo, se pasará a analizar la verificación de las hipótesis planteadas en el marco teórico y estudiado en el análisis empírico anteriormente planteado.

H1. Se espera que un incremento del nivel de endeudamiento haga más probable la no continuidad de la empresa familiar.

Esta hipótesis general presupone un crecimiento temporal del nivel de endeudamiento que hará más probable la no continuidad de la actividad económica.

- Con respecto a los valores del ratio de endeudamiento analizado, la hipótesis propone que el decrecimiento de los valores del ratio patrimonio neto/total deudas hará más probable la no continuidad de las empresas familiares. Con los resultados obtenidos se puede confirmar esta hipótesis ya que tanto en el contraste de promedios, como en la regresión logística, los resultados arrojaron influencias significativas en este indicador.
- Con respecto a los valores del ratio de endeudamiento total deudas/pasivo + PN la hipótesis propone que el crecimiento de este hará más probable la no continuidad de las empresas familiares, es decir, un crecimiento temporal de los valores de este ratio de endeudamiento hará más probable la no continuidad de la actividad económica. Con los resultados obtenidos se puede confirmar esta hipótesis ya que, tanto en el contraste de promedios, como en la regresión logística, los resultados arrojaron influencias significativas en este indicador.
- Con respecto a los valores del ratio de endeudamiento deudas a corto plazo/total deudas (calidad de la deuda), el crecimiento de los valores de este ratio hará más probable la no continuidad de las empresas familiares, es decir, un crecimiento temporal de los valores de este ratio de calidad de la deuda hará más probable la no continuidad. Con los resultados obtenidos no se puede confirmar esta hipótesis ya que tanto en el contraste de promedios, como en la regresión logística, los resultados no arrojaron influencias significativas en este indicador.
- El decrecimiento de los valores del ratio de endeudamiento patrimonio Neto/activo total (cobertura recursos permanentes) hará más probable la no

continuidad de las empresas familiares, es decir, un decrecimiento temporal de los valores de este ratio de cobertura de recursos permanentes hará más probable la no continuidad. Con los resultados obtenidos no es posible confirmar esta hipótesis ya que, tanto en el contraste de promedios, como en la regresión logística, los resultados no arrojaron influencias significativas en este indicador.

- El decrecimiento de los fondos propios hará más probable la no continuidad de las empresas familiares, es decir, un decrecimiento temporal de los fondos propios hará más probable la no continuidad. Con los resultados obtenidos no se puede confirmar esta hipótesis ya que tanto en el contraste de promedios, como en la regresión logística, los resultados no arrojaron influencias significativas en este indicador.
- Esta hipótesis propone que el crecimiento en los valores del ratio de deudas a largo plazo/pasivo total más neto, hará más probable la no continuidad de las empresas familiares. Tampoco en los análisis realizados se han encontrado evidencias de la influencia de este indicador en la continuidad o no de las empresas.
- Por último, la hipótesis que propone que el crecimiento en los valores del ratio deudas a corto plazo/pasivo total más patrimonio neto hará más probable la no continuidad de las empresas familiares, tampoco se ha podido confirmar a través de este indicador.

En definitiva, para esta primera hipótesis se concluye que solo las variaciones en los valores de los dos primeros ratios analizados influyen de forma significativa en la continuidad o no de la empresa familiar estudiada. En consecuencia, la influencia positiva o negativa del nivel de endeudamiento en la continuidad de la empresa familiar se confirma y será medida por los valores de ambos ratios.

H2. Se espera que un incremento de la rentabilidad económica haga más probable la continuidad de la empresa familiar.

Esta hipótesis general presupone que el decrecimiento de la rentabilidad económica hará más probable la no continuidad de las empresas familiares, es decir, un decrecimiento temporal del ratio de rentabilidad económica hará más probable la no continuidad.

- Con respecto al ratio de rentabilidad económica analizado, la hipótesis propone que el decrecimiento de los valores del ratio beneficio operativo/activo total hará más probable la no continuidad de las empresas familiares. Con los resultados obtenidos se puede confirmar esta hipótesis ya que, tanto en el contraste de promedios, como en la regresión logística, los resultados arrojaron influencias significativas en este indicador.

Se concluye que las variaciones en el ratio analizado, rentabilidad económica, influyen de forma significativa en la continuidad o no de la empresa familiar estudiada. Por tanto, queda confirmada esta hipótesis.

H3. Se espera que una variación negativa de la rentabilidad financiera haga más probable la no continuidad de la empresa familiar.

Esta hipótesis general presupone que el decrecimiento de la rentabilidad financiera hará más probable la no continuidad de las empresas familiares, es decir, un decrecimiento temporal del ratio de rentabilidad financiera hará más probable la no continuidad.

- Con respecto a los valores del ratio de rentabilidad financiera analizado, la hipótesis propone que el decrecimiento del mismo hará más probable la no continuidad de las empresas familiares. Con los resultados obtenidos no se puede confirmar esta hipótesis ya que tanto en el contraste de promedios, como en la regresión logística, los resultados no arrojaron influencias significativas en este indicador.

Por tanto, no se encuentran evidencias significativas de que los valores del ratio rentabilidad financiera influyan en la no continuidad de la empresa familiar estudiada. En consecuencia, esta hipótesis no se confirma.

H4. Se espera que un decrecimiento en el nivel de liquidez haga más probable la no continuidad de la empresa familiar.

Esta hipótesis general presupone que el decrecimiento de la liquidez hará más probable la no continuidad de las empresas familiares, es decir, un decrecimiento temporal de la liquidez hará más probable la no continuidad de la actividad económica.

- Con respecto a los valores del primer ratio de liquidez analizado, la hipótesis propone que el decrecimiento de los valores de activo circulante/pasivo

circulante hará más probable la no continuidad de las empresas familiares. Con los resultados obtenidos no se puede confirmar esta hipótesis ya que, tanto en el contraste de promedios, como en la regresión logística, los resultados no arrojaron influencias significativas en este indicador.

- Con respecto a los valores del ratio de liquidez analizado, la hipótesis propone que el decrecimiento de estos, realizable + disponible/pasivo circulante (ratio de tesorería), hará más probable la no continuidad de las empresas familiares. Con los resultados obtenidos mediante las pruebas analizadas, tampoco se han encontrado evidencias significativas de la influencia de este ratio de liquidez en la continuidad o no continuidad.
- Esta hipótesis propone que el decrecimiento de los valores del ratio de liquidez pasivo circulante/pasivo a largo plazo hará más probable la no continuidad de las empresas familiares. Con los resultados obtenidos mediante las pruebas analizadas, tampoco en este indicador se han encontrado evidencias significativas de la influencia en la continuidad o no continuidad.
- Con respecto al *cash flow* la hipótesis propone que el decrecimiento del mismo supondrá una mayor probabilidad de la no continuidad de la empresa familiar. Con los resultados obtenidos, se puede confirmar esta hipótesis ya que tanto en el contraste de promedios, como en la regresión logística, los resultados sí arrojaron influencias significativas en este indicador.

Se concluye para esta cuarta hipótesis que las variaciones en los ratios analizados de liquidez no influyen de forma significativa en la continuidad o no de la empresa familiar estudiada a excepción del *cash flow* que sí resulta significativo en el análisis. Por consiguiente, se puede aceptar esta hipótesis general y será medida por los valores del *cash flow*.

H5. Se espera que un descenso en el nivel de inversión en activos haga más probable la no continuidad de la empresa familiar.

La hipótesis presupone que el decrecimiento de los valores de activos no hará más probable la no continuidad de las empresas familiares.

- Con respecto a los valores del primer ratio de estructura estudiado, la hipótesis propone que el decrecimiento de los valores de inmovilizado/activo total no hará más probable la no continuidad de las empresas familiares. Los resultados obtenidos no muestran evidencias que pueden confirmar esta hipótesis, ya que en el análisis bivalente no se encuentran diferencias significativas en los promedios entre los dos grupos y mediante la regresión logística tampoco se encuentran evidencias significativas. Por tanto, esta hipótesis no queda confirmada.
- Con respecto a los valores del segundo ratio estudiado, la hipótesis propone que el decrecimiento de los valores del ratio de estructura activo circulante/activo total no hará más probable la no continuidad de las empresas familiares. Los resultados obtenidos no muestran evidencias que confirmen esta hipótesis, ya que en el análisis bivalente no se encuentran diferencias significativas en los promedios entre los dos grupos y mediante la regresión logística tampoco se encuentran evidencias significativas que confirmaran esta hipótesis.
- Con respecto a los valores del tercer ratio, la hipótesis propone que el decrecimiento en los valores del ratio existencias/activo total no hará más probable la no continuidad de las empresas familiares. Los resultados obtenidos no muestran evidencias que confirman esta hipótesis, ya que en el análisis bivalente no se encuentran diferencias significativas en los promedios entre los dos grupos y mediante la regresión logística tampoco se encuentran evidencias significativas que confirmaran esta hipótesis.

Se concluye que las variaciones en los ratios analizados de estructura no influyen de forma significativa en la continuidad o no de la empresa familiar estudiada, por tanto no queda confirmada esta hipótesis.

La figura 5.109 contiene el resumen de la contrastación de hipótesis formuladas en el presente trabajo empírico.

Figura 5.109. Resumen contrastación de hipótesis

H1	Influencia en las variaciones de los ratios de endeudamiento en la no continuidad de las empresas familiares	Verificación
1A	<i>El decrecimiento del ratio Patrimonio neto/ total deudas, hará más probable la no continuidad de las empresas familiares.</i>	X
2A	<i>El crecimiento de endeudamiento Total deudas/Pasivo+Neto hará más probable la no continuidad de las empresas familiares</i>	√
3A	<i>El crecimiento del ratio Deudas a C.P. / Total Deudas. (Calidad de la deuda) hará más probable la no continuidad de las empresas familiares.</i>	√
4A	<i>El decrecimiento del ratio de endeudamiento PN+PNC/ Activo total. (cobertura recursos permanentes), hará más probable la no continuidad de las empresas familiares.</i>	X
5A	<i>El decrecimiento de los Fondos Propios hará más probable la no continuidad de las empresas familiares.</i>	X
6A	<i>El crecimiento del ratio de endeudamiento, Deudas a Largo Plazo/Pasivo Total más Neto, hará más probable la no continuidad de las empresas familiares.</i>	X
7A	<i>El crecimiento del ratio de endeudamiento, Deudas a Corto Plazo/Pasivo Total más Neto, hará más probable la no continuidad de las empresas familiares.</i>	X
H2	Influencia en las variaciones del ratios de rentabilidad económica en la no continuidad de las empresas familiares	
2A	<i>El decrecimiento del ratio rentabilidad económica, hará más probable la no continuidad de las empresas familiares.</i>	√
H3	El decrecimiento de la rentabilidad financiera, hará más probable la no continuidad de las empresas familiares	
3 ^a	<i>El decrecimiento de la rentabilidad financiera, hará más probable la no continuidad de las empresas familiares.</i>	X
H4	Influencia en las variaciones de los ratios de liquidez en la no continuidad de las empresas familiares	
4 ^a	<i>El decrecimiento del ratio de liquidez Activo Circulante/Pasivo Circulante, hará más probable la no continuidad de las empresas familiares</i>	X
4B	<i>El decrecimiento del ratio de liquidez Realizable + disponible / Pasivo Circulante. (Ratio de tesorería), hará más probable la no continuidad de las empresas familiares.</i>	X

4C	<i>El decrecimiento del ratio de liquidez Pasivo circulante / pasivo a largo plazo.,hará más probable la no continuidad de las empresas familiares.</i>	X
4D	<i>El decrecimiento del cashflow supondrá una mayor probabilidad la no continuidad de la empresa familiar.</i>	√
H5	Influencia en las variaciones de los ratios de estructura en la no continuidad de las empresas familiares.	
5ª	<i>El decrecimiento del ratio de estructura Inmovilizado/Activo total, hará más probable la no continuidad de las empresas familiares.</i>	X
5B	<i>El decrecimiento del ratio de estructura Activo circulante/Activo total, hará más probable la no continuidad de las empresas familiares.</i>	X
5C	<i>El decrecimiento del ratio de estructura existencias/activo total, hará más probable la no continuidad de las empresas familiares.</i>	X

Fuente: Elaboración propia

CAPITULO 6. CONCLUSIONES Y LÍNEAS FUTURAS

El objetivo de este último capítulo de la tesis es exponer las principales conclusiones del trabajo de investigación llevado a cabo a partir del marco teórico analizado y los resultados empíricos obtenidos, así como el desarrollo de las principales aportaciones e implicaciones y limitaciones del mismo, y fijar las posibles líneas de investigación para futuros estudios.

El primer apartado de este capítulo contiene un breve resumen de la revisión llevada a cabo en la literatura sobre la cuestión que será objeto de contrastación y el segundo apartado se dedica a la exposición de las conclusiones obtenidas en el análisis empírico. Posteriormente, los dos apartados sucesivos se ocuparán de describir las principales aportaciones del trabajo, las limitaciones del mismo y el planteamiento de futuras líneas de investigación.

1. CONCLUSIONES DE LA REVISIÓN TEÓRICA

La empresa familiar desempeña un papel decisivo en el desarrollo de las economías mundiales; así, en la Unión Europea se estima que el 60 % de las empresas tienen carácter familiar, y en Estados Unidos se registran porcentajes similares. Los datos que presenta el Instituto de Empresa Familiar en 2009 revelan que en España, el 85 % de las empresas tienen este carácter y el total de su facturación equivale al 70 % del PIB español y el 50 % de las empresas españolas que cotizan en bolsa son familiares.

No obstante lo anterior, la investigación sobre la empresa familiar es escasa y fragmentaria y su reconocimiento como disciplina científica independiente no es pacífico.

En este panorama teórico son cada vez más las voces que se alzan para que se preste al estudio de la empresa familiar el interés que se merece, pues será la única forma en que este fenómeno económico y social que constituye la empresa familiar sea objeto de un análisis y una comprensión que permitan construir un cuerpo teórico sólido que, además de servir de guía en la práctica empresarial, permita el planteamiento de políticas públicas que favorezcan el impulso y desarrollo de estas empresas.

Como se ha puesto de manifiesto a lo largo de este trabajo doctoral, uno de los principales obstáculos a los que se enfrentan las investigaciones en torno a la empresa familiar es la propia indefinición del término bajo el cual se integra una heterogeneidad de entidades económicas de muy diversa índole, si bien parece ser unánime que han de contener como rasgo distintivo mínimo la existencia de una propiedad/dirección familiar y una voluntariedad de permanencia y de ser legada a sucesivas generaciones.

El interrogante central de esta tesis doctoral es la identificación de las causas que permiten explicar el hecho de que las empresas familiares presentan un alto índice de mortandad pese a que, a priori, algunas de sus ventajas y características que les son propias podrían llevar a pensar que tienen mayores probabilidades de sobrevivir.

Por otra parte, el propio término de continuidad o supervivencia de la empresa se configura como un concepto de enorme ambigüedad y que admite diversas perspectivas y planteamientos de integración. Las derivaciones del término continuidad: el éxito y el fracaso empresarial tampoco son construcciones sobre las que exista unanimidad en cuanto a su significado y alcance. En todo caso, en la empresa familiar, la continuidad y el éxito están asociados a la longevidad, de forma que se considera como tal a la empresa que haya sido capaz de adaptarse a diversas transformaciones tecnológicas, económicas y sociales mediante la adopción de las formulas estratégicas, la implantación de los órganos de gobierno adecuados a su realidad concreta y la planificación de la sucesión de forma que permitan asegurar su viabilidad como entidad económica y la conservación de su identidad cultural y familiar. A través del modelo de los cinco círculos propuesto por Amat (2000) se desgranar en los capítulos 2 y 3 de este trabajo los principales factores que se consideran de influencia en la continuidad de la empresa.

El solapamiento de los sistemas que forman la empresa familiar y la finalidad de satisfacer tanto los intereses económicos como los intereses familiares va a ser una condición que afecte a todas las dimensiones implicadas en la empresa familiar y será también un parámetro decisivo para medir el éxito de la empresa familiar, en el que necesariamente han de incluirse criterios subjetivos y objetivos.

En todo caso, e independientemente de lo anterior, está claro que la empresa familiar no puede sobrevivir sin éxito financiero, de forma que su rendimiento económico es una pieza esencial en su continuidad. La empresa familiar es un ente económico financiero

que se desenvuelve en un entorno competitivo y como tal ha de adoptar las decisiones e implantar los mecanismos que potencien sus fortalezas y minimicen sus debilidades. La existencia en esta clase de empresa de lo que se ha denominado una «lógica financiera propia» y la complejidad de la compatibilización de las exigencias de los sistemas integrados en la misma dificultan la elección de los criterios de medición del rendimiento de las empresas familiares. Los factores económicos financieros analizados en este trabajo como factores determinantes de la continuidad de la empresa familiar son: estructura de capital, la rentabilidad y la liquidez.

Las empresas desarrollan su actividad para el cumplimiento de sus objetivos de crecimiento y de rentabilidad esperada de la inversión efectuada, a la vez que tratan de alcanzar una estabilidad que les garantice su permanencia en el tiempo. Estas finalidades son también propias de las empresas familiares a las que, tradicionalmente, se ha asociado con la percepción de disponer de un menor número de recursos financieros, registrar un menor crecimiento, así como mostrar una menor preocupación por la rentabilidad.

La estructura de capital y las decisiones de financiación que la conforman son dos pilares básicos del funcionamiento económico de la empresa familiar. Las implicaciones que las principales construcciones teóricas tienen en las empresas de esta naturaleza son objeto de revisión, si bien la misma pone de manifiesto la disparidad de conclusiones alcanzadas. La misma falta de unanimidad presentan los estudios empíricos que han tratado de averiguar la influencia de la propiedad familiar en la estructura de capital, tanto en su nivel de endeudamiento como en cuestiones relativas a la facilidad de acceso al crédito, coste del mismo y elección de las diversas formas de financiación. No obstante, y con carácter general, la estructura de capital es un factor que se tiene en cuenta en la mayor parte de los estudios que, desde la perspectiva económica financiera, analizan los factores determinantes de la continuidad de la empresa.

La rentabilidad en sus dos vertientes, rentabilidad económica y financiera, es un indicador básico de la situación de la empresa y un factor decisivo para su crecimiento a medio y largo plazo. La revisión de la literatura sobre la influencia de la propiedad familiar en la rentabilidad de la empresa no presenta tampoco evidencias empíricas unánimes, ni tampoco argumentos teóricos indiscutidos. Pese a ello, la rentabilidad se erige como el indicador financiero más habitual a la hora de medir el acierto o fracaso

en la gestión empresarial y las predicciones sobre la no continuidad de la empresa mantienen que las empresas que presentan menores niveles de rentabilidad tienen más probabilidades de fracasar.

La liquidez es un elemento clave a la hora de tomar decisiones de inversión y de financiación, así como un elemento decisivo para la medición y el control de los riesgos financieros. La relación entre la liquidez y la inversión es también un criterio generalmente aceptado. La liquidez tiene una especial implicación en la empresa familiar pues en ella concurren las necesidades de liquidez de los distintos sistemas que la integran, siendo la disponibilidad de liquidez uno de los conflictos más frecuentes en el seno de la empresa familiar, especialmente en los ciclos evolutivos más avanzados de la vida de la misma. La revisión sobre la influencia de la propiedad familiar en la liquidez y nivel de inversión de la misma presenta de nuevo divergencia de resultados. Independientemente de lo anterior, la liquidez y su necesaria traducción en las inversiones de la empresa se consideran como características financieras de la empresa significativas de la predicción de insolvencia de la misma.

2. CONCLUSIONES DEL ANÁLISIS EMPÍRICO

A partir del marco teórico construido que, como se ha visto, pretendía avanzar en la reflexión acerca de cuáles son los factores que influyen o contribuyen a la continuidad de la empresa familiar, el análisis empírico llevado a cabo en este trabajo doctoral parte del marco teórico específico en el que se ha contemplado la empresa familiar como negocio, integrado en el modelo de los cinco círculos expuesto por Amat, pero con una dimensión propia y como pieza esencial determinante de la continuidad de la empresa familiar.

En particular, el presente estudio formula una serie de hipótesis que tratan responder las siguientes cuestiones básicas:

1. ¿Cómo afectará el nivel de endeudamiento en la probabilidad de continuidad de la empresa familiar?
2. ¿Cómo afectará el nivel de rentabilidad económica en la probabilidad de continuidad de la empresa familiar?

3. ¿Cómo afectará el nivel de rentabilidad financiera en la probabilidad de continuidad de la empresa familiar?
4. ¿Cómo afectará el nivel de liquidez en la probabilidad de continuidad de la empresa familiar?
5. ¿Cómo afectará el nivel de inversión en activos en la probabilidad de continuidad de la empresa familiar?

La verificación empírica de las hipótesis planteadas en el presente trabajo doctoral se ha llevado cabo sobre una muestra obtenida de la base de datos SABI gestionada por la empresa INFORMA S. A. La variable dependiente elegida ha sido la continuidad/no continuidad de la empresa familiar y se ha utilizado para su medida de control el criterio legal establecido por la vigentes Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio) y como variables independientes, una serie de ratios económicos financieros de mayor utilización en la literatura sobre predicción de quiebra o insolvencia. La selección temporal de la muestra abarca el periodo 2007-2012.

La herramienta metodológica empleada es la regresión logística binaria, y para la medición de las variables independientes se ha empleado la tasa de variación aritmética de los índices en cadena para estudiar la evolución temporal de la muestra, ya que resultó el mejor indicador para explicar la continuidad/no continuidad en la muestra analizada.

Los resultados obtenidos tras las contrastaciones empíricas llevadas a cabo en el análisis empírico permiten alcanzar las siguientes conclusiones:

- El nivel de endeudamiento es un factor determinante en la continuidad de la empresa familiar. Como se ha señalado anteriormente, la hipótesis a contrastar presupone que un crecimiento del nivel de endeudamiento hará más probable la no continuidad de la actividad económica de la empresa.

Los resultados obtenidos confirman las evidencias halladas por la gran mayoría de los estudios sobre predicción de la quiebra o fracaso empresarial, ya que la incapacidad de asumir las cargas asumidas por la deuda contraída se configura como una de las razones por las que las empresas fracasan, entre otras causas por el hecho de que los mayores niveles de endeudamiento llevarán aparejado un mayor coste del mismo y las

posibilidades de obtener recursos propios para cumplir con las obligaciones de devolución contraídas se reducen.

- La rentabilidad económica es un factor determinante en la continuidad de la empresa familiar. La hipótesis de partida presuponía que una menor rentabilidad económica de la empresa implicaría una mayor probabilidad de no continuidad de la empresa familiar.

Los resultados obtenidos confirman las evidencias halladas por la gran mayoría de los estudios sobre predicción de la quiebra o fracaso empresarial, ya que cuanto mayor es el rendimiento obtenido a través del desarrollo de las actividades típicas menor es la probabilidad de la insolvencia.

- La rentabilidad financiera no es un factor determinante en la continuidad de la empresa familiar. La hipótesis a contrastar presupone que una menor rentabilidad financiera hará más probable la no continuidad de la empresa familiar.

Sin embargo, los resultados obtenidos no encuentran evidencias significativas de que la rentabilidad financiera influya en la no continuidad de la empresa, de forma que, como se señaló en el capítulo anterior, esta hipótesis no se confirma, lo que contradice la evidencia empírica mostrada por la mayor parte de las investigaciones anteriores.

- La liquidez es un factor determinante en la continuidad de la empresa familiar. La hipótesis a contrastar presupone que una menor liquidez hará más probable la no continuidad de la empresa familiar.

Las evidencias obtenidas confirman las conclusiones halladas por la gran mayoría de los estudios sobre predicción de la quiebra o fracaso empresarial, ya que la liquidez se manifiesta como uno de los indicadores básicos para la supervivencia de las empresas, convirtiéndose en una de las variables con mayor poder explicativo de dicha continuidad. La ausencia o restricciones de liquidez de una empresa tiene su traducción en una menor capacidad para atender a sus obligaciones con la consiguiente necesidad de incurrir en un mayor endeudamiento, circunstancia que, como se ha indicado anteriormente, incrementa el riesgo de insolvencia, con los consiguientes costes de transacción asociados y la mayor probabilidad de mortandad.

Asimismo, este resultado es congruente con las afirmaciones de que la liquidez tiene un papel determinante en las empresas familiares por cuanto han de atenderse no solo las necesidades de liquidez del negocio, sino las particulares de los miembros de la familia.

- El nivel de inversión es un factor determinante en la continuidad de la empresa familiar. La hipótesis a contrastar presupone que una descenso en la inversión hará más probable la no continuidad de la empresa familiar.

Los resultados obtenidos no confirman las evidencias halladas por la gran mayoría de los estudios sobre predicción de la quiebra o fracaso empresarial, ya que estudio empírico no constata esta hipótesis.

3. IMPLICACIONES DEL TRABAJO

Como se ha señalado en la introducción de la presente tesis doctoral, este proyecto está animado por un interés personal en el estudio de la empresa familiar, pero también pretende ser una contribución en el campo de investigación con las aportaciones teóricas y resultados empíricos contenidos en la misma. Asimismo, ese trabajo pretende ser un instrumento práctico que sirva de orientación y guía a los directivos, propietarios, consultores y cualquier persona vinculada directa o indirectamente con la empresa familiar, sin olvidar a las instituciones públicas y privadas que, desde sus diversas esferas de actuación, intervienen en promoción y desarrollo de las empresas familiares así como los organismos públicos con competencia para el establecimiento de políticas y medidas que favorezcan el desarrollo de este importante motor para la economía de los países.

Desde el punto de vista teórico, el desarrollo de este trabajo pretende profundizar en los factores que influyen en la continuidad de la empresa o, en otras palabras, identificar las causas que motivan que las empresas familiares no sobrevivan en sucesivas generaciones. La amplitud de este objetivo hace necesario que se lleve a cabo una amplia revisión de la literatura sobre empresa familiar con especial atención a aquellas piezas que se han configurado como elementos claves para la continuidad de la empresa: dirección estratégica, órganos de gobierno y sucesión. Por último, el marco teórico relativo a la empresa familiar como dimensión de negocio, contiene una exposición de las principales investigaciones desarrolladas en torno a esta cuestión

específica, especialmente respecto a los factores considerados como mejores indicadores económicos financieros de influencia en la empresa.

El fracaso empresarial es una cuestión pendiente de conceptualización y cuyo estudio presenta una cierta indefinición, principalmente por la diversidad de herramientas metodológicas empleadas y la heterogeneidad de las variables seleccionadas. No obstante, el presente trabajo pretende enriquecer los resultados obtenidos en investigaciones previas sobre este tema. Las conclusiones obtenidas en el análisis empírico, al considerar el nivel de endeudamiento, la rentabilidad económica y la liquidez como variables indicadoras de la continuidad de la empresa, resultan coincidentes con la mayor parte de la evidencia empírica anterior. De esta forma, se confirma que la información económico financiera contenida en las cuentas anuales de las empresas depositadas en el Registro Mercantil es un instrumento útil para el estudio y predicción del fracaso empresarial.

Las aportaciones metodológicas de la investigación empírica también implican una contribución a las técnicas estadísticas utilizadas en esta clase de trabajos, lo que unido al carácter dinámico del estudio permite una mayor solidez de los resultados obtenidos. El periodo temporal que abarca el estudio (seis años) es más amplio que el que se suele emplear en los estudios de predicción de quiebra o solvencia, lo que también favorece la mejora de los resultados y permite que el diagnóstico se lleve a cabo con mayor antelación, lo que lleva aparejado importantes consecuencias prácticas.

La utilización como indicador estadístico de la variación media aritmética de los índices en cadena de los ratios seleccionados, en vez de los valores absolutos de estos, supone una importante contribución de este estudio. El empleo de este indicador permite no tener que utilizar o realizar comparaciones sectoriales, ya que, de esta manera, se analizan las variaciones de los datos propios de cada empresa en particular sin que sea preciso llevar a cabo comparaciones con los datos mostrados por otras empresas. Por tanto, la importancia de esta aportación radica en que lo decisivo es la forma en que varían estos ratios de un año a otro, dentro del periodo temporal analizado y no su valor puntual en un momento concreto y respecto a otras empresas del mismo o distinto sector. Además, el hecho de que sobre esta variación se haga una media aritmética permite realizar un diagnóstico más certero que permite evitar el hecho de que una empresa un año tenga un aumento o disminución significativo del ratio como valor

absoluto que pueda llevar a conclusiones distorsionadas, pues el empleo de una media aritmética mitiga tal efecto.

Las implicaciones que, desde el punto de vista de la práctica empresarial, se derivan de este trabajo adquieren especial significación en el periodo de crisis actual que afecta a las economías mundiales, y que ha tenido como una de sus principales repercusiones la desaparición de gran cantidad de empresas, con las consecuencias de destrucción de puestos de trabajo y de riqueza que este hecho lleva aparejadas. El interés, por tanto, en identificar y establecer medidas que favorezcan la continuidad de la empresa se hace más que nunca imprescindible para todos los implicados en la actividad empresarial.

La empresa familiar no ha permanecido ajena a esta situación de incertidumbre económica que ha ocasionado también el cierre de empresas familiares de larga tradición y sólida consolidación en el mercado, por lo que se hace precisa una concienciación general sobre la necesidad de establecer medidas que permitan el análisis constante del riesgo financiero de las empresas y encaminadas a la evitación del fracaso.

Las conclusiones empíricas de la investigación llevada a cabo permiten recomendar a los implicados en la gestión, dirección y asesoramiento de las empresas familiares, adoptar medidas que controlen el nivel de endeudamiento, promover políticas de inversión que favorezcan la obtención de mayores rentabilidades y establecer estrategias que favorezcan la generación de liquidez tanto a largo como a corto plazo.

Por otra parte, las investigaciones de predicción del fracaso se muestran también como una herramienta no solo para que las empresas que se encuentran en situación de dificultad económica adopten decisiones que les permitan superar tal coyuntura, sino como medida de prevención para que la generalidad de las empresas ajusten sus políticas a las recomendaciones planteadas por estos trabajos, de forma que puedan mantener su actividad económica de forma estable y continuada.

Las conclusiones de este estudio tienen también relevancia para los bancos y entidades financieras que suelen adoptar sus decisiones, especialmente las crediticias y de inversión, basadas en criterios económico financieros.

Por último, es deseable que se promuevan iniciativas públicas y privadas que contribuyan a respaldar la actividad económica de las empresas familiares, ya que solo

en un marco legal e institucional adecuado y con el establecimiento de las medidas de fomento oportunas, podrá garantizarse el crecimiento y desarrollo de las mismas como motor básico de creación de riqueza y empleo.

4. LIMITACIONES DEL TRABAJO Y LÍNEAS FUTURAS DE INVESTIGACIÓN

El presente trabajo de investigación presenta una serie de limitaciones que conviene resaltar para que sean tenidas en consideración.

En primer lugar, una de las limitaciones procede de la amplitud del objeto de análisis, que ha hecho que sea necesaria la revisión de diversos marcos teóricos que se refieren a aspectos diversos de la empresa familiar, lo que supone, por una parte, una aportación, pero, por otra parte, plantea la necesidad de una mayor profundización en los mismos. Estos marcos teóricos solo ofrecen explicaciones parciales a la cuestión de la supervivencia de la empresa y carecen de contrastación empírica suficiente o la que existe es contradictoria, lo que provoca una falta de coherencia estructural y una ausencia de metodología unificada que facilite la investigación en este campo de estudio.

En segundo lugar, otra de las limitaciones se deriva de la propia indefinición del concepto de empresa familiar y que, en concreto, ha supuesto una dificultad a la hora de la clasificación de las empresas, ya que la fuente de información (SABI) no diferencia entre empresas familiares y empresas no familiares, ni existe registro disponible que permita distinguir las, lo que ha hecho necesario proceder a una clasificación forzada o manual a partir de los datos suministrados por dicha base de datos.

La tercera limitación viene marcada también por una ambigüedad en el significado del concepto de continuidad/no continuidad de la empresa, sobre la que no existe tampoco un enfoque o interpretación única, lo que influirá en que la elección del criterio que la define influya en los resultados obtenidos.

Por último, la limitación del tamaño muestral empleado no ha permitido plantear un modelo de regresión binaria único en el que se incluyera más de una variable explicativa que permitiera obtener modelos más precisos, por lo que podría resultar conveniente en el futuro ampliar la población objeto de estudio.

A partir del presente trabajo pueden desarrollarse varias líneas de investigación futuras. La continuidad de la empresa familiar es un fenómeno multidimensional que depende de la combinación de factores internos y externos a la empresa. Por ello, creemos que sería enriquecedor analizar el efecto de variables adicionales que permitan profundizar en el comportamiento de esta clase de empresas.

Por tanto, la utilización de criterios y variables no financieras en la determinación del fracaso empresarial constituye otra posible vía de estudio. La relación entre las diversas estrategias corporativas y competitivas con el rendimiento económico de la empresa y su influencia en la continuidad de la empresa es un camino que queda abierto a partir del marco analizado en este trabajo y sobre el que se hace necesaria una profundización. En el mismo sentido, las variables de gobierno corporativo de la empresa familiar como explicativas de la probabilidad de fracaso empresarial se plantea como una cuestión de especial interés en el estudio de la empresa familiar, una vez revisada la extensa literatura existente en torno a la composición del mismo y su repercusión en el rendimiento económico de esta clase de empresas. Por último, sería de vital importancia, desarrollar una línea de investigación que abordara la sucesión en la empresa familiar y su influencia en la predicción del fracaso empresarial.

La influencia del tamaño y la edad de la empresa familiar, relacionados con los diversos ciclos de vida propios de la empresa familiar, podrían ser variables merecedoras de atención en futuros trabajos sobre predicción del fracaso empresarial.

En definitiva, el presente trabajo pretende ser un mapa que facilite la comprensión del complejo universo que conforma la empresa familiar, mediante una revisión del marco básico teórico que configura el modelo de los cinco círculos propuestos por el profesor Amat y así como una guía que, través de las conclusiones del mismo, permita respaldar el establecimiento de medidas y políticas que puedan contribuir a la mejora de su actividad económica, mediante la implementación de las estrategias que permitan fortalecer las ventajas competitivas de cada empresa mediante la maximización de sus recursos (*familiness*), el establecimiento de los órganos de gobierno adecuados tanto para la empresa como para la familia, la planificación de la sucesión y la toma de decisiones económicas financieras que permitan la viabilidad de la mismas de forma que, con el debido equilibrio de estos elementos, se logre la consecución del objetivo de vocación transgeneracional de la empresa familiar.

BIBLIOGRAFÍA

- Acedo, M.A.; Ayala, J.C.; Rodríguez, J.E. (2005). «Rentabilidades, endeudamiento y coste de la deuda de las pymes. Análisis empírico de las empresas por tamaños», *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 14(4): 1068-1089.
- ; Alútiz Hernando, A.; Ruiz Cabestre, F.J. (2012). «Factores determinantes de la estructura de capital de las empresas españolas», *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*, 868: 155-172.
- Adams, J.S.; Taschian, A.; Shore, T.H. (1996). «Ethics in family and nonfamily owned firms: An exploratory study», *Family Business Review*, 9(2): 157-170.
- AECA (2005). *Estrategia e Innovación de la Pyme Industrial en España. Estudios Empíricos*, Madrid: Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.
- Agrawal, A.; Nagarajan, N. (1990). «Corporate capital structure, agency costs, and ownership control: the case of allequity firms», *Journal of Finance*, 45(4): 1325-1331.
- Aguiar Díaz, I.; Ruiz Mallorquí, M.V. (2014). «La resolución del concurso en las empresas canarias», *Hacienda Canaria*, 41: 85-110.
- Al-Khatib, H.B.; Al-Horani, A. (2012). «Predicting financial distress of public companies listed in Amman stock exchange», *European Scientific Journal*, 8(15).
- Albarrán Lozano, I.; Cardone Riportella, C.; Cazorla Papis, L. (2000). «Determinantes de la Estructura de Capital de las PYMEs: una aproximación», I Encuentro Iberoamericano de Finanzas y Sistemas de Información celebrado en Jerez de la Frontera, Cádiz.
- Alcade Fradejas, N.; Galve Górriz, C.; Salas Fumás, V. (2001). «Análisis económico y financiero de la gran empresa familiar», *Revista valenciana de economía y hacienda*, 1: 183-198.
- Alcorn, P.B. (1982). *Success and survival in the family-owned firm*, Nueva York: McGraw Hill.

- Aldamen, H.; Duncan, K.; Kelly, S.; McNamara, R. (2011). *Performance of family firms during the global financial crisis: Does governance matter?*, Financial Markets & Corporate Governance Conference.
- Allouche, J.; Amann, B. (1998). «La confiance: une explication des performances des entreprises familiales», *Économies et Sociétés, Sciences de Gestion*, 8(9): 129-154.
- ; 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*, 21(4): 315-329.
- Almeida, H.V.; Campello, M.; Weisbach, M.S. (2004). «The cash flow sensitivity of cash», *Journal of Finance*, 59(4): 1777-1804.
- Almeida, H.V.; Wolfenzon, D. (2006). «A theory of pyramidal ownership and family business groups», *Journal of Finance*, 61(6): 2637-2680.
- Altman, E.I. (1968). «Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy», *Journal of Finance*, 23(4): 589-609.
- ; Loris, B. (1976). «A financial early warning system for over-the-counter broker-dealers», *Journal of Finance*, 31(4): 1201-1217.
- Álvarez de Linera, P. (2011). «La preparación de la siguiente generación para dirigir la empresa familiar», *Revista Tribuna Democrática*, (54): 5-6.
- Álvarez Otero, S. (1998). «Evidencia empírica de la relación entre la inversión de la empresa industrial española y las variables financieras», *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 4(2): 45-56.
- Álvarez Pérez, M.B.; Arbesú López, P.; Cantó, C.F. (2000). *Las cooperativas en el marco de la teoría de la agencia*, Red CIRIEC, 2000.
- Álvarez, F. (2001). «Las empresas familiares y la bolsa», I Congreso Nacional de Investigación sobre la Empresa Familiar.
- Amat Salas, J.M. (1997). «La continuidad de la empresa familiar», *AECA: Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, (45): 2-6.
- (2001). *La continuidad de la empresa familiar*, Barcelona: Gestión 2000.

-
- ; Corona, J.F. (2007). *El protocolo familiar*, Bilbao: Ediciones Deusto, Colección del Instituto de la Empresa Familiar.
- Ampenberger, M.; Schmid, T.; Achleitner, A.K.; Kaserer, C. (2013). «Capital structure decisions in family firms: empirical evidence from a bank-based economy», *Review of Managerial Science*, 7(3): 247-275.
- Anderson, R.C.; Duru, A.; Reeb, D.M. (2009). «Founders, heirs, and corporate opacity in the United States», *Journal of Financial Economics*, 92(2): 205-222.
- Anderson, R.C.; Mansi, S.A.; Reeb, D.M. (2003). «Founding family ownership and the agency cost of debt», *Journal of Financial Economics*, 68(2): 263-285
- Anderson, R.C.; Reeb, D.M. (2003). «Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500», *Journal of Finance*, 58(3): 1301-1328.
- Andres, C. (2008). «Large shareholders and firm performance—An empirical examination of founding-family ownership», *Journal of Corporate Finance*, 14(4): 431-445.
- Antón, C.; Cuadrado, C.; Rodríguez, J.A. (1990). «Factores explicativos del crecimiento y la rentabilidad», *Investigaciones económicas (second)*: 153-158.
- Aragón-Correa, J.A.; Sharma, S. (2003). «A contingent resource-based view of proactive corporate environmental strategy», *Academy of Management Review*, 28(1): 71-88.
- Arenas Cardona, H.A.; Rico Balvín, D. (2014). «Family business, protocol and family succession», *Estudios Gerenciales*, 30(132): 252-258.
- Arias Sandoval, A.; Jung, A.; Peña, I. (2007). «Factores asociados al cese de actividades de nuevas firmas españolas», *Cuadernos de Economía*, 2: 7-21.
- ; Quiroga Marín, R.F. (2008). «SME shutdowns in the metropolitan area of Cali (2000-2004): an analysis of company survival», *Cuadernos de Administración*, 21(35): 249-277.
- Aronoff, C.E.; Ward, J.L. (1995). «Family-owned businesses: a thing of the past or a model for the future?», *Family Business Review*, 8(2): 121-130.

-
- Arosa, B.; Maseda, A. (2006). Características y estructura de gobierno de la empresa familiar. *AECA: Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, (74): 40-44.
- ; Iturrealde, T.; Maseda, A. (2010). «Outsiders on the board of directors and firm performance: Evidence from Spanish non-listed family firms», *Journal of Family Business Strategy*, 1(4): 236-245.
- Arregle, J.L.; Beamish, P.W.; Hebert, L. (2009). «The regional dimension of MNE's foreign subsidiary localization», *Journal of International Business Studies*, 40(1): 86-107.
- Arteaga Pérez, R. (2014). *Gobierno corporativo de la empresa familiar: Relevancia del protocolo familiar*, trabajo fin de máster, Universidad de Oviedo.
- Ashforth, B.E.; Mael, F. (1989). «Social identity theory and the organization», *Academy of Management Review*, 14(1): 20-39.
- Astrachan, J.H. (1998). «Family Firm and Community Culture», *Family Business Review*, 1: 165-189.
- ; Kolenko, T.A. (1994). «A neglected factor explaining family business success: Human resource practices», *Family Business Review*, 7(3): 251-262.
- ; Klein, S.B.; Smirnyos, K.X. (2002). «The F-PEC scale of family influence: A proposal for solving the family business definition problem», *Family Business Review*, 15(1): 45-58.
- ; Zellweger, T. (2008). «Performance of family firms: A literature review and guidance for future research», *Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship*, 56(1/2): 1-22.
- Aziz, A.; Emanuel, D.C.; Lawson, G.H. (1988). «Bankruptcy prediction-an investigation of cash flow based models [1]», *Journal of Management Studies*, 25(5): 419-437.
- Azofra Palenzuela, V.; López Iturriaga, F.J. (1997). «Incidencia de la información asimétrica en el comportamiento económico-financiero de la empresa industrial

- española», *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 6(3): 111-128.
- ; López Iturriaga, F.J. (1997). «Modelos de inversión en activo fijo: determinantes y propuestas», *Anales de estudios económicos y empresariales*, 12:7-26.
- ; Andrés de, P.; López, F. (2005). «Corporate Boards in OECD Countries: Size, Composition, Functioning and Effectiveness», *Corporate Governance: An International Review*, 13(2): 197-210.
- ; Saona Hoffmann, P.; Vallelado González, E. (2007). «Oportunidades de crecimiento y estructura de propiedad como determinantes del apalancamiento de las empresas españolas», *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 36(133): 11-30.
- Babicky, J. (1987). «Consulting to the family business», *Journal of Management Consulting*, 3(4): 25-32.
- Bach, L. (2010). «Why are Family Firms so Small?», Finance Meeting EUROFIDAI-AFFI celebrado en diciembre en París.
- Backes-Gellner, U.; Wallau, F.; Kayser, G. (2001). «Das industrielle Familienunternehmen-Kontinuität im Wandel», *Untersuchung im Auftrag des Bundesverbandes der Deutschen Industrie eV (BDI) und der Ernst & Young AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft*, 116.
- Balcaen, S.; Ooghe, H. (2006). «35 years of studies on business failure: an overview of the classic statistical methodologies and their related problems», *The British Accounting Review*, 38: 63-93.
- ; Manigart, S.; Ooghe, H. (2011). «From distress to exit: determinants of the time to exit», *Journal of Evolutionary Economics*, 21(3): 407-446.
- Baltar Salgado, E.; Fernández López, S.; Vivel Búa, M.; Neira Gómez, I. (2012). «Survival Of Spanish Innovative Firms: Effects Of Innovation», *Revista Galega de Economía*, 21(2).
- Bancel, F.; Mittoo, U.R. (2004). «Cross-country determinants of capital structure choice: a survey of European firms», *Financial Management*, 33(4): 103-132.

-
- Bañegil, T.M.; Sanguino, R. (2007). «Intangible Measurement Guidelines: a comparative study in Europe», *Journal of Intellectual Capital*, 8(2): 192-204.
- ; Barroso Martínez, A.; Tato Jiménez, J.L. (2011). «Profesionalizarse, emprender y aliarse para que la empresa familiar continúe», *Revista de Empresa Familiar*, 1(2): 27-41.
- ; Barroso Martínez, A.; Sanguino Galván, R. (2013). «La gestión del conocimiento en las empresas familiares», Barcelona: Omnia Science Monographs.
- Barach, J.A.; Ganitsky, J.B.; Ourson, J.A.; Doochin, B.A. (1988). «Entry of the next generation: strategy challenge for family business», *Journal of Small Business Management*, 3: 12.
- ; Ganitsky, J.B. (1995). «Successful succession in family business», *Family Business Review*, 8(2): 131-155.
- Barbeito Roibal, S. (2001). «Empresas familiares gallegas versus empresas no familiares. Dos características diferenciadoras: el criterio de elección del sucesor y el vínculo emocional», II Congreso de Economía de Galicia.
- ; Guillen Solórzano, E.; Domínguez Feijoó, G.; Martínez Carballo, M. (2004). «Visión europea del proceso de sucesión en la empresa familiar», *Boletín económico de ICE, Información Comercial Española*, 2822: 27-38.
- Barge-Gil, A.; Jesús Nieto, M.; Santamaría, L. (2011). «Hidden innovators: The role of non-R&D activities», *Technology analysis & Strategic management*, 23(4): 415-432.
- Barnes, J.B.; Hershon, S.A. (1976). «Transferring power in family business», *Harvard Business Review*, 54(4): 105-114.
- Barney, J.B. (1986). «Strategic Factor Markets: Expectations, Luck, and Business Strategy», *Management Science*, 32(10): 1231-1241.
- (1991). «Firms and sustained competitive advantage», *Journal of Management*, 17: 99-120.

-
- ; Hansen, M.H. (1994). «Trustworthiness as a source of competitive advantage», *Strategic Management Journal*, 15(S1): 175-190.
- Barniv, R. et al. (2002). «Predicting Bankruptcy Resolution», *Journal of Business Finance and Accounting*, 29(3 y 4).
- Barontini, R.; Caprio, L. (2006). «The effects on family control on family value and performance: evidence from continental Europe», *European Financial Management*, 12: 689-723.
- Barrios, J. M. (2013). «Gobierno de la Empresa Familiar: Identificando Líneas de Investigación Futura», *Palermo Business Review*, 10: 21-52.
- ; Macciocchi, D. (2014). «Family Ownership, Earnings Management, and CEO Turnover», *Earnings Management, and CEO Turnover*, 10 de febrero.
- Barroso, Martínez, A.; Sanguino, R.; Bañegil, T.M. (2012). «Diferentes criterios del concepto de empresa familiar. Una aportación desde Extremadura, España», *Ide@s Concyteg*, 83(7): 611-622.
- Barroso Martínez, A. (2014). «¿Por qué desaparecen las empresas familiares extremeñas?», *GeoGraphos*, 5(60): 98-132.
- Barry, B. (1975). «Development of organization structure in family firm», *Journal of General Management*, 3(1): 42-60.
- Barth, E.; Gulbrandsen, T.; Schønea, P. (2005). «Family ownership and productivity: The role of owner-management», *Journal of Corporate Finance*, 11(1): 107-127.
- Barton, S.L.; Matthews, C. (1989). «Small firm financing: implications from a strategic management perspective», *Journal of Small Business Management*, 27(1): 1-7.
- Basco, R.J.T. (2005). *Comportamientos en la dirección y gobierno de la empresa familiar. Análisis empírico de la profesionalización como garantía de continuidad*, Madrid: Universidad Complutense de Madrid, Servicio de Publicaciones.
- (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*, 12(1): 33-54.

- Baum, C.F.; Caglayan, M.; Ozkan, N.; Talavera, O. (2006). «The impact of macroeconomic uncertainty on non-financial firms' demand for liquidity», *Review of Financial Economics*, 15(4): 289-304.
- Bauweraerts, J.; Colot, O. (2012). «Pecking-Order or static trade-off theory in family firms? Evidence from Belgium», *International Business Research*, 5(11): 1.
- ; Colot, O. (2013). «How do Family Firms Deal with the Crisis?», *International Advances in Economic Research*, 19(3): 313-314.
- Beaver, W.H. (1966/01). «Financial ratios as predictors of failure», *Journal of Accounting Research*, 4: 71-111, en <<http://dx.doi.org/10.2307/2490171>>.
- Becker, G. (1965). «A theory of the allocation of time», *Economic Journal*, 75: 493-517.
- Beckhard, R.; Dyer, W.G. (1983). «Managing continuity in the family-owned business», *Organizational Dynamics*, 12(1): 5-12.
- Belausteguigoitia, I. (2004). *Empresas Familiares, Su Dinámica, Equilibrio y Consolidación*, 1.ª edición, México: McGraw Hill.
- Belenzon, S.; Zarutskie, R. (2012). *Married to the firm? Family ownership, performance, and financing in private firms*, Duke University.
- Benavides-Velasco, C.A.; Quintana-García, C.; Guzmán-Parra, V.F. (2013). «Trends in family business research», *Small Business Economics*, 40(1): 41-57.
- Bennedsen, M.; Nielsen, K.; Wolfenzon, D. (2004). «The family behind the family firm: Evidence from CEO transitions», New York University, *working paper*.
- ; Nielsen, K.M.; Pérez-González, F.; Wolfenzon, D. (2006). *Inside the family firm: The role of families in succession decisions and performance*, National Bureau of Economic Research, n.º w12356.
- ; Pérez-González, F.; Wolfenzon, D. (2006). «Do CEOs Matter?», *NYU working paper* n.º FIN-06-032.

-
- ; Kongsted, H.C.; Nielsen, K.M. (2008). «The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firms», *Journal of Banking & Finance*, 32(6): 1098-1109.
- Benson, B. (1990). *Your family business: A success guide for growth and survival*, McGraw Hill Professional Publishing.
- Berle, A.A.; Means, G.G.C. (1991). *The modern corporation and private property*, Transaction publishers.
- Bernadich, M.; Urbano, D. (2012). *Creación y desarrollo de Empresas Familiares: Una revisión de literatura desde el enfoque institucional*, Omnia Science Monographs (1).
- Bernard, B. (1975). «The development of organization structure in the family firm», *Journal of General Management*, otoño: 42-60.
- Bernard, V.L.; Stober, T.L. (1989). «The nature and amount of information in cash flows and accruals», *Accounting Review*, 64(4): 624-652.
- Bernstein, P.L. (1999). «Risk, Time, and Reversibility», *Geneva Papers on Risk and Insurance. Issues and Practice*, 24: 131-139.
- Berrone, P. (2007). *Retribución, empresa familiar e innovación: un análisis empírico desde una perspectiva medioambiental*, tesis doctoral, Universidad Carlos III de Madrid.
- Bertrand, M.; Johnson, S.; Samphantharak, K.; Schoar, A. (2008). «Mixing family with business: A study of Thai business groups and the families behind them», *Journal of Financial Economics*, 88(3): 466-498.
- Besley, S.; Brigham, E. (2005). *Essentials of Managerial Finance*, 13.^a ed., Thomson.
- Bettinelli, C. (2011). «Boards of directors in family firms: An exploratory study of structure and group process», *Family Business Review*, 24(2): 151-169.
- Bhagat, S.; Bolton, B. (2008). «Corporate governance and firm performance», *Journal of Corporate Finance*, 14(3): 257-273.

- Bhattacharya, U.; Ravikumar, B. (2001). «Capital markets and the evolution of family businesses», *Journal of Business*, 74(2): 187-219.
- Bhunia, A. (2010). «A trend analysis of liquidity management efficiency in selected private sector Indian steel industry», *International Journal of Research in Commerce and Management*, 1(5): 213-215.
- Binder, H. (1994). *The Quest for Growth: A Survey of UK Private Companies*, Londres: Binder Hamlyn.
- Bingham, J.B.; Dyer Jr., W.G.; Smith, I.; Adams, G.L. (2011). «A stakeholder identity orientation approach to corporate social performance in family firms», *Journal of Business Ethics*, 99(4): 565-585.
- Bird, B.; Welsh, H.; Astrachan, J.H.; Pistrui, D. (2002). «Family business research: The evolution of an academic field», *Family Business Review*, 15(4): 337-350.
- Björnberg, Å.; Nicholson, N. (2012). «Emotional ownership: The next generation's relationship with the family firm», *Family Business Review*, 25: 374-390.
- Blanco Mazagatos, V.; Quevedo-Puente, D.; Castrillo, L.A. (2007). «The Trade-Off Between Financial Resources and Agency Costs in the Family Business: An Exploratory Study», *Family Business Review*, 20(3): 199-213.
- ; De Quevedo Puente, E.; García, Bautista Delgado, J. (2009). «La estructura financiera de la empresa familiar y el cambio generacional», *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 38(141): 57-73.
- Blanco, A.; Irimia, A.; Alfonso, M.D.O. (2012). «The Prediction of Bankruptcy of Small Firms in the UK using Logistic Regression», *Análisis Financiero*, (118): 32-40.
- Block, J. (2010). «Family management, family ownership, and downsizing: Evidence from S&P 500 firms», *Family Business Review*, 23(2): 109-130.
- Blum, M. (1974). «Failing company discriminant analysis», *Journal of Accounting Research*, 12(1): 1-25.

- Boedo Vilabella, L. (1997). «Factores que determinan la estructura financiera de las pequeñas y medianas empresas: revisión de diversos trabajos empíricos». En *Ponencias y comunicaciones: XI Congreso Nacional, VII Congreso Hispano-Francés*, Lleida: Universitat de Lleida, celebrado el 17, 18, 19 y 20 de junio, pp. 159-166.
- Bonsón Ponte, E.; Escobar Rodríguez, T.; Martín Zamora, M.P. (1997a). «Sistemas de inducción de árboles de decisión: utilidad en el análisis de crisis bancarias», Biblioteca Electrónica Ciberconta, en <<http://ciberconta.unizar.es/Biblioteca/Biblioteca.htm>>.
- Boyd, J.; Upton, N.; Wircenski, M. (1999). «Mentoring in family firms: A reflective analysis of senior executives' perceptions», *Family Business Review*, 12(4): 299-309.
- Bradley, D.B.; Rubach, M.J. (1999). «Small Business Bankruptcies: A comparison of Causes from 1981 and 1995», *Journal of Business and Entrepreneurship*, 11(1): 31-50.
- Brau, J.C. (2002). «Do banks price owner–manager agency costs? An examination of small business borrowing», *Journal of Small Business Management*, 40(4): 273-286.
- Bridges, S.; Guariglia, A. (2008). «Financial constraints, global engagement, and firm survival in the United Kingdom: evidence from micro data», *Scottish Journal of Political Economy*, 55(4): 444-464.
- Brito, P.; Mello, A.S. (1995). «Financial constraints and firm post-entry performance», *International Journal of Industrial Organization*, 13(4): 543-565.
- Broer, D.P.; Van Leeuwen, G. (1994). «Investment behaviour of Dutch industrial firms: A panel data study», *European Economic Review*, 38(8): 1555-1580.
- Brokaw, L. (1992). «Why family business are best», *Inc. Magazine*, 14(3): 73-81, 1 de marzo.
- Bru, L.; Crespí, R. (2006). «Diversification of family business groups and board control», *working paper*, disponible en SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=924845>>.

-
- Bruel, M. (2009). *A model of liquidity in family business. Combining financial and emotional factors*, Groningen State University.
- Bueno, E. (1987). *La empresa española: estructura y resultados*, Madrid: Instituto de Estudios Económicos.
- (1990). *La empresa española: estructura y resultados*, Madrid: Instituto de Estudios Económicos.
- Busenitz, L.; West, G.P.I.; Shepherd, D.A.; Nelson, T.; Chandler, G.N.; Zacharakis, A. (2003). «Entrepreneurship in emergence: fourteen years of entrepreneurship research in management journals», *Journal of Management*, 29: 285-308.
- Cabrera Suárez, M.K.; De Saá Pérez, P. (1996). *La empresa familiar desde la perspectiva de la teoría de los recursos y capacidades. La empresa en una economía globalizada: Retos y cambios*, Granada: AEDEM.
- Cabrera Suárez, M.K. (1998). «Factores determinantes del éxito y fracaso del proceso de sucesión en la empresa familiar», tesis doctoral, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria.
- ; De Saá Pérez, P.; García Almeida, D. (2001). «The Succession Process from a Resource and Knowledge Based View of the Family Firm», *Family Business Review*, 14: 37-47.
- ; Santana Martín, D.J. (2002). «El gobierno en la empresa familiar», *Boletín de Estudios Económicos*, 57(177): 467.
- (2005). «Leadership transfer and the successor's development in the family firm», *The Leadership Quarterly*, 16(1): 71-96.
- ; Martín, J. (2007). «Factores que afectan al proceso de sucesión en la empresa familiar: Perspectiva del predecesor versus sucesor», J.C. (coord.): *Conocimiento, innovación y emprendedores*, Universidad de La Rioja: 1258-1275.
- (2011). «El proceso de sucesión en la empresa familiar». En J. Corona (ed.): *Empresa familiar: aspectos jurídicos y económicos*, Barcelona: Ediciones Deusto.

-
- ; Olivares-Mesa, A. (2012). «Family firms' resources and the timing of the export development process», *Atlantic Review of Economics*, 1.
- Calder, G.H. (1953). «Some management problems of the small family controlled manufacturing business en la Universidad de Indiana», tesis doctoral, Indiana University.
- Camisón, C. (2001). «Estructura de propiedad-control de la empresa familiar y desempeño organizativo: un análisis dentro de la población de empresas industriales valencianas», en I Congreso Nacional de Investigación sobre la Empresa Familiar.
- Campbell, A.; Devine, M.; Young, D.; Young, D. (1990). *A sense of mission*, Londres: Economist Books.
- Campos Freire, F. (1993). «La reconversión de la prensa en Galicia, 1982-92. La empresa familiar», tesis doctoral, Facultad de Ciencias de la Comunicación, Universidad de Santiago de Compostela.
- Carlock, R.; Ward, J. (2003). *La planificación estratégica de la familia empresaria*, Bilbao: Instituto de Empresa Familiar, Ediciones Deusto.
- Carney, M.; Gedajlovic, E. (2002). «The coupling of ownership and control and the allocation of financial resources: Evidence from Hong Kong», *Journal of Management Studies*, 39(1): 123-146.
- Carney, M. (2005). «Corporate governance and competitive advantage in family-controlled firms», *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(3): 249-265.
- Carpenter, R.E.; Petersen, B.C. (2002). «Capital market imperfections, high-tech investment, and new equity financing», *The Economic Journal*, 112(477): F54-F72.
- Carsrud, A.L. (1994). «Meanderings of a resurrected psychologist or lessons learned in creating a program», *Entrepreneurship Theory and Practice*, 19(1): 39-48.
- Casado, F. (2003). «La importancia de la empresa familiar», *Actualidad Económica*.
- Casey, C.; Bartczak, N. (1985). «Using operating cash flow data to predict financial distress: some extensions», *Journal of Accounting Research*, 23(1): 384-401.

- Casillas, J.C. (2005). «Investigación, crecimiento e internacionalización de la empresa familiar», Ed. PricewaterhouseCoopers e Instituto de la Empresa Familiar, documento 132.
- ; Acedo, F.J.; Fernández, Z.; Fernández, R.; Fuentes, G.; Moreno, A.; Nieto, M.J. (2005). «Crecimiento e internacionalización de la empresa familiar», Ed. PricewaterhouseCoopers, documento 132.
- ; Díaz, C.; Vázquez, A. (2005). *La gestión de la empresa familiar: conceptos, casos y soluciones*, Thomson Paraninfo.
- ; Acedo, F.J. (2007). «Evolution of the intellectual structure of family business literature: A bibliometric study of FBR», *Family Business Review*, 20(2): 141-162.
- Castaño Gutiérrez, F.J.; Tascón Fernández, M.T.; Amor Tapia, B. (2013). «Investigación empírica sobre fracaso empresarial en pymes», *AECA: Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas*, 103: 16-17.
- Ceja, L.; Tàpies, J. (2011). «A model of psychological ownership in next-generation members of family-owned firms: A qualitative study», *IESE Business School Working Paper* n.º 929.
- Cemil, K.; Akyüz, I.; Serin, H.; Cindik, H. (2006). «The financing preferences and capital structure of micro, small and medium sized firm owners in forest products industry in Turkey», *Forest Policy and Economics*, 8(3): 301-311.
- Cennamo, C.; Berrone, P.; Cruz, C.; Gómez-Mejía, L.R. (2012). «Socioemotional Wealth and Proactive Stakeholder Engagement: Why Family-Controlled Firms Care More About Their Stakeholders», *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(6): 1153-1173.
- Centeno-Caffarena, L.; Bocatto, E. (2014). *The internationalization of Family Business: state-of-the-art and comprehensive research framework*. Disponible en <webs 2002.uab.es>.
- Chaganti, R.; Damanpour, F. (1991). «Institutional ownership, capital structure, and firm performance», *Strategic Management Journal*, 12(7): 479-491.

-
- Chamberlain, T.W. (2009). «Firm Survival: Liquidity versus Profitability», en <http://faculty.buffalostate.edu/joth/pk2009/Site/program_files/Chamberlain.pdf>.
- Chami, R. (1999). «Whats different about family business?», *working paper 70(1)*, Serie del Fondo Monetario Internacional.
- Chandler, A.D. (1962). *Strategy and Structure: Chapters in the History of American Industrial Enterprise*, Cambridge, MA: MIT Press.
- (1990). *The visible hand: the managerial revolution in American business*, Cambridge, Massachusetts, 1977.
- Charalambous, C.; Charitou, A.; Kaourou, F. (2000). «Comparative analysis of artificial neural network models: Application in bankruptcy prediction», *Annals of Operations Research*, 99(1-4): 403-425.
- Charitou, A.; Neophytou, E.; Charalambous, C. (2004). «Predicting corporate failure: empirical evidence for the UK», *European Accounting Review*, 13(3): 465-497.
- Chell, E. (2008). *The entrepreneurial personality: A social construction*, Routledge.
- Chen, E.T.; Nowland, J. (2010). «Optimal Board Monitoring in Family-owned Companies: Evidence from Asia», *Corporate Governance: An International Review*, 18(1): 3-17.
- Chen, H.L.; Hsu, W.T. (2009). «Family ownership, board independence, and R&D investment», *Family Business Review*, 22: 347-362.
- Cheung Y.L.; Rau P.R.; Stouraitis A. (2006). «Tunneling, propping, and expropriation: evidence from connected party transactions in Hong Kong», *Financial Economics*, 82(2): 343-386.
- Chiner, A. (2011). «La necesidad de un buen gobierno de la familia en las empresas familiares», *Universia Business Review*, 4(32).
- Chowdhury, S.D.; Lang, J.R. (1993). «Crisis, decline and turnaround: a test of competing hypotheses for shortterm performance improvement in small firms», *Journal of Small Business Management*, 31(4): 8-17.

-
- Chrisman, J.; Chua, J.H.; Kellermanns, F.W.; Chang, E.P.C. (2007). «Are family managers agents or stewards? An exploratory study in privately held family firms», *Journal of Business Research*, 60: 1030-1038.
- Chrisman, J.; Chua, J.H.; Litz, R. (2003). «A unified systems perspective of family firm performance: An extension and integration», *Journal of Business Venturing*, 18(4): 467-472.
- (2004). «Comparing the agency costs of family and non-family firms: Conceptual issues and exploratory evidence», *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(4): 335-354.
- Chrisman, 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: 555-575.
- Chrisman, J.; Patel, P.C. (2012). «Variations in R&D investments of family and nonfamily firms: Behavioral agency and myopic loss aversion perspectives», *Academy of Management Journal*, 55(4): 976-997.
- Christensen, C.R. (1953). *Management succession in small and growing enterprises*, Boston: Harvard University.
- Chua, J.H.; Chrisman, J.J.; Sharma, P. (1999). «Defining the family business by behavior», *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23: 19-40.
- ; Chrisman, J.J.; Sharma, P. (2003). «Succession and Nonsuccession Concerns of Family Firms and Agency Relationship with Nonfamily Managers», *Family Business Review*, 16(2): 89-107.
- ; Chrisman, J.J.; Steier, L.P. (2003). «Extending the theoretical horizons of family business research», *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23: 19-39.
- ; Chrisman, J.J.; Bergiel, E.B. (2009). «An agency theoretic analysis of the professionalized family firm», *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(2): 355-372.
- ; Chrisman, J.J.; Kellermanns, F.; Wu, Z. (2011). «Family involvement and new venture debt financing», *Journal of Business Venturing*, 26(4): 472-488.

-
- Chung, H.M.; Chan, S.T. (2012). «Ownership structure, family leadership, and performance of affiliate firms in large family business groups», *Asia Pacific Journal of Management*, 29(2): 303-329.
- Church, R. (1993). «The family firm in industrial capitalism: International perspectives on hypotheses and history», *Business History*, 35(4): 17-43.
- Churchill, B.C. (1952). «Survival Patterns of the Postwar Business Population, Survey of Current Business», En Watson, J. (2003): *The potential impact of accesing advice on SME failure rates*, 16th Annual Conference of Small Enterprise Association of Australia and New Zealand celebrada en septiembre-octubre, 32(12): 12-19.
- Churchill, N.C.; Hatten, K.J. (1997). «Non-market-based transfers of wealth and power: A research framework for family business», *Family Business Review*, 10(1): 53-67.
- Claver Cortés, E.; Rienda, L.; Pertusa, E. (2004). «Un marco teórico para la continuidad de la empresa familiar desde un punto de vista estratégico», *ESIC Market*, 118: 229-259.
- ; Rienda García, L.; Quer Ramón, D. (2006). «El comportamiento de las empresas familiares y no familiares en los mercados extranjeros: un estudio comparativo», *Cuadernos de Gestión*, 6(2): 11-25.
- Cleary, S.; Povel, P.; Raith, M. (2007). «The U-shaped investment curve: theory and evidence», *Journal of financial and quantitative analysis*, 42(01): 1-39.
- Cochran, A.B. (1981). «Small business mortality rates: a review of the literature», *Journal of Small Business Management*, 19(4): 50-59.
- Coleman, S.; Carsky, M. (1999). «Sources of Capital for Small Family-Owned Businesses Evidence from the National Survey of Small Business Finances», *Family Business Review*, 12(1): 73-84.
- Colli, A. (2012). «Contextualizing performances of family firms: The perspectives of business history», *Family Business Review*, 25(3): 243-257.
- Collis, D.J. (1994). «Research note: How valuable are organizational capabilities», *Strategic Management Journal*, 15(8): 143-152.

-
- Colomer i Espinet, A. (dir). (2009). *Los Business Angels, innovando en la cultura de financiación de las empresas*, Madrid: Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.
- Corbetta, G.; Salvato, C.A. (2004). «The board of directors in family firms: one size fits all?», *Family Business Review*, 17(2): 119-134.
- Córdoba, A. (2006). «Lecciones sobre responsabilidad social corporativa», *Harvard-Deusto Marketing & Ventas*, 73: 75-79.
- Corona Ramón, J.F. (2005). *Manual de la empresa familiar*, Ediciones Deusto.
- Corona, J.; Téllez, J. (2011). «Órganos de gobierno de la empresa familiar. especial referencia al gobierno de la familia empresaria». En J. Corona (ed.): *Empresa familiar: aspectos jurídicos y económicos*, Barcelona: Ediciones Deusto.
- Correa, A.; Acosta, M.; González, A.L. (2003). «La insolvencia empresarial: Un análisis empírico para la pequeña y mediana empresa», *Revista de Contabilidad*, 12: 47-79.
- Cortés Romero, A.M.; Rayo Cantón, S.; Lara Rubio, J. (2011). «Un Modelo Explicativo-Predictivo de la Rentabilidad Financiera de las Empresas en los Principales Sectores Económicos Españoles», XVI Congreso AECA celebrado en Granada.
- Covin, T.J. (1994). «Perceptions of family-owned firms: The impact of gender and education level», *Journal of Small Business Management*, 32(3): 29-39.
- Cox, D.R.; Snell, E.J. (1989). *Analysis of binary data*, CRC Press, vol. 32.
- Craig, J.B.; Moores, K. (2006). «A 10-year longitudinal investigation of strategy, systems, and environment on innovation in family firms», *Family Business Review*, 19(1): 1-10.
- ; Dibrell, C.; Davis, P.S. (2008). «Leveraging Family-Based Brand Identity to Enhance Firm Competitiveness and Performance in Family Businesses», *Journal of Small Business Management*, 46(3): 351-371.

-
- Cramer, J.S. (2003). *Logit models from economics and other fields*, Cambridge University Press.
- Cronqvist, H.; Nilsson, M. (2003). «Agency costs of controlling minority shareholders», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(04): 695-719.
- Cruz Serrano, C.; Núñez Letamendia, L. (2012). *La creación de valor en la empresa familiar europea cotizada*, IE Business School, Banca March.
- Cuervo, A.; Rivero, P. (1986). «El análisis económico-financiero de la empresa», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 16(49): 15-33.
- D'Arquer, J. (1992). «Pyme y empresa familiar», *Alta Dirección*, 28(166): 17-22.
- D'Souza, R.; Patel, P. (2008). *How family involvement controls the affect of altruism and entrenchment within family firms*. En USASBE, Conference Proceedings 2008, p. 1, Conference Paper, enero de 2008.
- Daily, C.M.; Dollinger, M.J. (1992). «An empirical examination of ownership structure in family and professionally managed firms», *Family Business Review*, 5(2): 117-136.
- ; Thompson, S.S. (1994). «Ownership structure, strategic posture, and firm growth: An empirical examination», *Family Business Review*, 7(3): 237-249.
- Damanpour, F. (1996). «Organizational complexity and innovation: developing and testing multiple contingency models», *Management Science*, 42(5): 693-716.
- Dambolena, I.G.; Khoury, S.J. (1980). «Ratio Stability and Corporate Failure», *Journal of Finance*, septiembre, 35: 1017-1026.
- Danco, L.A. (1975). *Beyond survival: A business owner's guide for success*, Center for Family Business, Reston Pub. Co.
- (1980). *Inside the family business*, Center for Family Business, Cleveland.
- Nager, R.; Ortega, A.; Poza, E. (1999). *La empresa familiar por dentro*. Barcelona: Editorial Universitaria para la Empresa Familiar.

-
- Danes, S.M.; Zuiker, V.; Kean, R.; Arbuthnot, J. (1999). «Predictors of family business tensions and goal achievement», *Family Business Review*, 12(3): 241-252.
- Davidson, W.N.; Nemec, C.; Worrell, D.L. (2001). «Succession planning vs. agency theory: a test of Harris and Helfat's interpretation of plurality announcement market returns», *Strategic Management Journal*, 22(2): 179-184.
- Davis, J.A.; Tagiuri, R. (1985). «Bivalent attitudes of the family firm», presentado en The Western Academy of Management Meeting, 29 de marzo.
- Davis, J.H.; Schoorman, F.D.; Donaldson, L. (1997). «Toward a stewardship theory of management», *Academy of Management Review*, 22: 20-47.
- Davis, P. (1983). «Realizing the potential of the family business», *Organizational Dynamics*, 12(1): 47-56.
- ; Stern, D. (1988). «Adaptation, survival, and growth of the family business: An integrated systems perspective», *Family Business Review*, 1(1): 69-84.
- ; Harveston, P.D. (1998). «The influence of family on the family business succession process: A multi-generational perspective», *Entrepreneurship Theory and Practice*, 22: 31-54.
- Davydenko, S. (2010). *When do firms default? A study of the default boundary*, Toronto: University of Toronto, en <<http://ssrn.com/abstract=672343>>.
- Dawson, A.; Hjorth, D. (2011). «Advancing family business research through narrative analysis», *Family Business Review*, 25(3): 339-355.
- De Andrés, J. (2001). «Statistical Techniques vs. SEE5 Algorithm. An Application to a Small Business Environment», *The International Journal of Digital Accounting Research*, 2: 157-184.
- De Castro, J.O.; Álvarez, S.A.; Blasick, J.D.; Fondomicro, M.O. (1997). «An examination of the nature of business closings: are they really failures», *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 1(1): 260-271.
- De la Fuente, J.M.; García-Tenorio, J.; Guerras, L.A., Hernangómez, J. (1997). *Diseño organizativo de la empresa*, Madrid: Civitas.

- De la Garza Ramos, M.I.; Medina Quintero, J.M.; Cheín Schekaibán, N.F.; Jiménez Almaguer, K.P.; González, J.A.; Díaz Figueroa, J.G. (2011). «Los valores familiares y la empresa familiar en el nordeste de México», *Cuadernos de Administración*, 24(42): 315-333.
- De Massis, A.; Chua, J.H.; Chrisman, J.J. (2008). «Factors preventing intra-family succession», *Family Business Review*, 21(2): 183-199.
- De Oliveira, J.L.; Albuquerque, A.L.; Pereira, R.D. (2012). «Governança, Sucessão e Profissionalização em uma Empresa Familiar: (re)arranjando o lugar de família multigeracional/Governance, Succession, and Formalization of Management in Family Businesses: (re)organizing the role played by multi-generation families/Gobierno Corporativo, Sucesión y Profesionalización en una Empresa Familiar: reorganizando el lugar de la familia multigeneracional», *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 14(43): 176.
- De Visscher, F.; Aronoff, C.E.; Ward, J. (1995). *Financing Transitions: Managing Capital and Liquidity in the Family Business*, Palgrave Macmillan.
- De Vries, M.F.K. (1994). «The dynamics of family controlled firms: The good and the bad news», *Organizational Dynamics*, 21(3): 59-71.
- Deakin, E.B. (1972). «A discriminant analysis of predictors of business failure», *Journal of Accounting Research*, 10(1): 167-179.
- DeAngelo, H.; Masulis, R.W. (1980). «Optimal capital structure under corporate and personal taxation», *Journal of Financial Economics*, 8(1): 3-29.
- ; DeAngelo, L. (1985). «Managerial ownership of voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock», *Journal of Financial Economics*, 14(1): 33-69.
- ; DeAngelo, L.; Skinner, D.J. (2008). «Corporate payout policy», *Foundations and Trends in Finance*, 3(2/3).
- Debicki, B.J.; Matherne, C.F.; Kellermanns, F.W.; Chrisman, J.J. (2009). «Family business research in the new millennium an overview of the who, the where, the what, and the why», *Family Business Review*, 22(2): 151-166.

-
- Del Olmo García, F. (2011). «Análisis de la Insolvencia Empresarial en la Comunidad de Madrid. El caso del Corredor del Henares», *Contribuciones a la Economía*, enero.
- Del Rey, E. (1996). «Bankruptcy Prediction in Non-finance Companies: An application based on Artificial Neural Network Models». En G. Sierra; E. Bonson (eds.): *Intelligent Systems in Accounting and Finance*, Huelva, pp. 253-272.
- Delfino, M.A. (2006). «Determinantes de la Estructura de Capital de las Empresas en América Latina», *working paper*, Universidad del CEMA.
- Demsetz, H. (1983). «Structure of Ownership and the Theory of the Firm», *J.L. & Econ.*, 26: 375.
- ; Lehn, K. (1985). «The structure of corporate ownership: Causes and consequences», *Journal of Political Economy*, 93: 1155-1177.
- ; Villalonga, B. (2001). «Ownership structure and corporate performance», *Journal of Corporate Finance*, 7(3): 209-233.
- Denis, D.K.; Rodgers, K.J. (2007). «Duration, outcome, and post-reorganization performance», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(1): 101-118.
- Déniz, M. de la C.D.; Martín, D.J.S.; Suárez, M.K.C. (2005). «Responsabilidad social corporativa y empresa familiar», *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 14(4): 43-58.
- DeVaney, S.A.; Gorham, E.E.; Bechman, J.C.; Haldeman, V.A. (1996). «Cash flow management and credit use: Effect of a financial information program», *Financial Counseling and Planning*, 7: 71-79.
- Di Giuli, A.; Caselli, S.; Gatti, S. (2011). «Are small family firms financially sophisticated?», *Journal of Banking & Finance*, 35(11): 2931-2944.
- Díaz Casero, J.C.; Fernández Portillo, A.; Sánchez Escobedo, M.C.; Hernández Mogollón, R. (2014). *Estructura intelectual del fracaso empresarial*, Fundación para el Análisis Estratégico y el Desarrollo de la Pequeña y Mediana Empresa.

-
- Dierickx, I.; Coal, K. (1989). «Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage», *Management Science*, 35(12): 1504-1513.
- Donaldson, L.; Davis, J.H. (1991). «Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns», *Australian Journal of Management*, 16(1): 49-64.
- Donckels, R.; Fröhlich, E. (1991). «Are family businesses really different?, European experiences from STRATOS», *Family Business Review*, 4(2): 149-160.
- ; Lambrecht, J. (1999). «The re-emergence of family-based enterprises in East Central Europe: What can be learned from family business research in the Western World?», *Family Business Review*, 12: 171-188.
- Donnelley, R.G. (1964). «The family business», *Harvard Business Review*, 42(4): 93-105.
- Dorta, J.A.; Pérez, J. (2001). «Análisis financiero de la empresa familiar», *Actualidad Financiera*, 9: 3-16.
- Dreux, D.R. (1990). «Financing family business: Alternatives to selling out or going public», *Family Business Review*, 3(3): 225-243.
- Duggal, R.; Dinh Tung, G. (2010). *Ownership Dispersion and Capital Structure in Family firms: A study of closed Swedish SMEs*.
- Dumas, C. (1989). «Understanding of father-daughter and father-son dyads in family-owned businesses», *Family Business Review*, 2(1): 31-46.
- Dun & Bradstreet Corporation (1978-1989). *Business failure record*, Nueva York: Dun & Bradstreet.
- Dunne, T.; Roberts, M.J.; Samuelson, L. (1989). «The growth and failure of US manufacturing plants», *The Quarterly Journal of Economics*, 104(4): 671-698.
- Durand, D. (1952). «Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement», Conference on research in business finance celebrada en enero: 215-262, NBER.

-
- Duréndez Gómez-Guillamón, A.; García Pérez de Lema, D. (2003). «Diferencias económico-financieras entre las empresas familiares y las no familiares», XII Congreso AECA celebrado en Cádiz.
- ; Mariño Garrido, T. (2013). «Cultura financiera en la empresa familiar», *FAEDPYME International Review*, 2(3): 9-17.
- Dyer, W.G. (1986). *Cultural change in family firms*, Jossey-Bass.
- (1988). «Culture and continuity in family firms», *Family Business Review*, 1(1): 37-50.
- ; Sánchez, M. (1998). «Current state of family business theory and practice as reflected in Family Business Review 1988-1997», *Family Business Review*, 11(4): 287-295.
- (1989). «Integrating professional management into a family owned business», *Family Business Review*, 2(3): 221-235.
- ; Handler, W. (1994). «Entrepreneurship and family business: Exploring the connections», *Entrepreneurship Theory and Practice*, 19: 71-71.
- (2003). «The Family: The Missing Variable in Organizational Research», *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4): 401-416.
- (2006). «Examining the “family effect” on firm performance», *Family Business Review*, 19(4): 253-273.
- ; Whetten, D.A. (2006). «Family firms and social responsibility: Preliminary evidence from the S&P 500», *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(6): 785-802.
- Eddleston, K.; Kellermanns, F.W.; Zellweger, T. (2008). *Corporate entrepreneurship in family firms: a stewardship perspective*, San Antonio: USASBE.
- ; Kellermanns, F.W.; Sarathy, R. (2008). «Resource configuration in family firms: Linking resources, strategic planning and technological opportunities to performance», *Journal of Management Studies*, 45(1): 26-50.

- ; Kellermanns, F.W.; Floyd, S.W.; Crittenden, V.L.; Crittenden, W.F. (2013). «Planning for growth: Life stage differences in family firms», *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(5): 1177-1202.
- Eisenhardt, K.M. (1989). «Agency Theory: An Assessment and Review», *Academy of Management Review*, 14: 57-74.
- El buen gobierno de la empresa familiar. Guía*, Instituto de la Empresa Familiar, 2005.
- El-Chaarani, H. (2014). «The success keys for family firms: comparison between lebanese and french systems», *Lebanese Science Journal*, 15(2): 133.
- Ellul, A. (2008). «Control motivations and capital structure decision», disponible en *SSRN 1094997*.
- Empresa familiar: aspectos psicosociales de la dinámica familiar*, Organismo Público Valenciano de Investigación, 2002.
- Ernst, J.; Kraus, S.; Matser, I. (2012). «The relation between performance and family involvement—an exploration into the non-linear effects during the life-stage of Dutch firms», *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, 15(3): 198-215.
- Esparza, A.; García, D.; Duréndez Gómez-Guillamón, A. (2010). «Diferencias de gestión financiera entre empresas familiares y no familiares del sector turístico mexicano», *Actualidad Contable Faces*, 13(20): 29-48.
- Esteve-Pérez, S.; Mañez-Castillejo, J.A. (2008). «The resource-based theory of the firm and firm survival», *Small Business Economics*, 30(3): 231-249.
- Evans, D.; Jovanovic, B. (1989). «An Estimated Model of Entrepreneurial Choice under Liquidity Constraints», *Journal of Political Economy*, 97: 808-827.
- Faccio, M.; Lang, L.H.; Young, L. (2001). «Dividends and expropriation», *American Economic Review*, 91(1): 54-78.
- Fagiolo, G.; Luzzi, A. (2006). «Do liquidity constraints matter in explaining firm size and growth? Some evidence from the Italian manufacturing industry», *Industrial and Corporate Change*, 15(1): 1-39.

-
- Fama, E.F.; Jensen, M.C. (1983). «Separation of ownership and control», *Journal of Law and Economics*, 26(2): 301-325.
- ; French, K.R. (2002). «Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt», *Review of Financial Studies*, 15(1): 1-33.
- ; French, K.R. (2004). «New lists: Fundamentals and survival rates», *Journal of Financial Economics*, 73(2): 229-269.
- Fan, P.H.; Wong, T.J. (2002). «Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia», *Journal of Accounting and Economics*, 33(3): 401-425.
- Farinha, M.; Santos, J. (2006). *The survival of start-ups: Do their funding choices and bank relationships at birth matter? Mimeograph*, Federal Reserve Bank of New York.
- Farjoun, M. (2002). «Towards an organic perspective on strategy», *Strategic Management Journal*, 23(7): 561-594.
- Farmen, T.; Fleten, S.; Westgaard, S.; Wijst, S. (2004). «Default Greeks under an Objective Probability Measure», *working paper*, Norwegian School of Science and Technology Management.
- Favero, C.A.; Giglio, S.; Honorati, M.; Panunzi, F. (2006). *The performance of Italian family firms*, ECGI Finance, *working paper* n.º 127: 2-30.
- Fay, M.; Williams, L. (1993). «Gender bias and the availability of business loans», *Journal of Business Venturing*, 8: 363-376.
- Fazzari, S.; Hubbard, R.G.; Petersen, B. (1988). «Investment, financing decisions, and tax policy», *The American Economic Review*, 78(2): 200-205.
- Fernández Álvarez, A.I.; García Olalla, M. (1991). *Análisis del comportamiento económico-financiero de los sectores empresariales en España*, Madrid, ESIC.
- Fernández Pérez, P.; Puig Raposo, N. (2007). «Bonsais in a wild forest? A historical interpretation of the longevity of large Spanish family firms», *Revista de Historia*

-
- Económica/Journal of Iberian and Latin American Economic History (Second Series)*, 25(03): 459-497.
- Fernández-Moya, M.; Castro-Balaguer, R. (2011). «Looking for the perfect structure: The evolution of family office from a long-term perspective», *Universia Business Review*, 32: 82-93.
- Fernández-Ortiz, R.; Rodríguez Osés, J.E.; Corcuera, R.O. (2007). «Papel de los outsiders en la empresa familiar», *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa (IEDEE)*, 13(1): 117-129.
- Fernández, E.; Montes, J.M.; Vázquez, C.J. (1996). «Caracterización económico-financiera de la gran empresa industrial española según su rentabilidad», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 25(87): 343-359.
- Fernández, J.P.; Reyes, M.J. (2000). *La empresa familiar*, Valencia: Tirant lo Blanch.
- Fernández, Z.; Nieto, M.J. (2005). «Internationalization strategy of small and medium-sized family businesses: Some influential factors», *Family Business Review*, 18(1): 77-89.
- Ferrando, M.; Blanco, F. (1998). «La previsión del fracaso empresarial en la Comunidad Valenciana: aplicación de los modelos discriminante y logit», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 27(95): 499-540.
- Fich, E.M.; Slezak, S.L. (2008). «Can corporate governance save distressed firms from bankruptcy? An empirical analysis», *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 30(2): 225-251.
- Fiegener, M.K.; Brown, B.M.; Prince, R.A.; File, K.M. (1994). «A comparison of successor development in family and nonfamily businesses», *Family Business Review*, 7(4): 313-329.
- ; Brown, B.M.; Dreux, D.R.; Dennis Jr., W.J. (2000). «The adoption of outside boards by small private US firms», *Entrepreneurship & Regional Development*, 12(4): 291-309.
- Firnstahl, T.W. (1986). «Letting go», *Harvard Business Review*, 64(5): 14-18.

-
- Fischer, M.; Wahrenburg, M. (2012). «The Resolution of Corporate Distress Inside and Outside of the Courtroom», *working paper*.
- Fitzpatrick, P. (1932). *A comparison of the ratios of successful industrial enterprises with those of failed companies*, The Accountants Publishing Company. Edinburgo.
- Foley, C.F.; Hartzell, J.C.; Titman, S.; Twite, G. (2007). «Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation», *Journal of Financial Economics*, 86(3): 579-607.
- Fondevila Roca, E. (1986). «El diagnóstico financiero», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 16(49): 89-112.
- Fowler, D.R. (2006). *Designing Family Business Continuity*, Dean Fowler Associates, Inc. © 2006.
- Franco, G.; Martínez, L.L.; Muñoz, G. (2010). «Determinantes de la estructura de capital de las grandes empresas manufactureras en Uruguay», *Quantum*, 5(1): 4.
- Frank, M.Z.; Goyal, V.K. (2003). «Testing the pecking order theory of capital structure», *Journal of Financial Economics*, 67(2): 217-248.
- ; Goyal, V.K. (2004). «The effect of market conditions on capital structure adjustment», *Finance Research Letters*, 1(1): 47-55.
- Franks, J.; Mayer, C.; Volpin, P.; Wagner, H.F. (2011). «The life cycle of family ownership: International evidence», *Review of Financial Studies*, 25(6): 1675-1712.
- Fredland, E.J.; Morris, C.E. (1976). «A cross section analysis of small business failure», *American Journal of Small Business*, 1(1): 7.
- Friedman, M.; Friedman, S. (1994). *How to run a family business*, Cincinnati: Betterway Books.
- Friedman, S.D. (1991). «Sibling relationships and intergenerational succession in family firms», *Family Business Review*, 4(1): 3-20.
- Fuentes Lombardo, G.; Vallejo Martos, M.C.; Martínez Jiménez, R. (2007). «Factores a tener en cuenta en la expansión internacional de la empresa familiar», *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa (IEDEE)*, 13(2): 75-96.

-
- ; Hernández Ortiz, M.; Vallejo Martos, M. (2008). «Razones para crecer en la empresa familiar: un análisis comparativo», *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 14(3): 15-34.
- Gabas Trigo, F. (1990). *Técnicas actuales de análisis contable: evaluación de la solvencia empresarial*, Madrid: Ministerio de Economía y Competitividad.
- Galeotti, M.; Schiantarelli, F.; Jaramillo, F. (1994). «Investment decisions and the role of debt, liquid assets and cash flow: evidence from Italian panel data», *Applied Financial Economics*, 4(2): 121-132.
- Gallego, A.M.; Gómez, J.C.; Yáñez, L. (1997). «Modelos de Predicción de Quiebras en Empresas no Financieras», *Actualidad Financiera*, (5): 3-14.
- Gallego, I. (2012). «La empresa familiar. Su concepto y delimitación jurídica», *Cuadernos de Reflexión de la Cátedra Prasa de la Empresa Familiar* (14).
- Gallizo Larraz, J.L.; Vázquez Talavera, N. (2013). «Análisis de la financiación de la empresa familiar frente a la no familiar», *Cuadernos prácticos de empresa familiar*, 2(1): 23-43.
- Gallo, M.Á.; García Pont, C. (1989). «La empresa familiar en la economía española», *Papeles de Economía Española*, (39): 67-85.
- (1991). «Las trampas profundas de las empresas familiares», *Staff Catalunya*, 10: 299-320.
- ; Sveen, J. (1991). «Internationalizing the family business: Facilitating and restraining factors», *Family Business Review*, junio, 4(2): 181-190.
- ; Estapé, M.J. (1994). Sector español de la alimentación y bebidas: empresas familiares y no familiares, IESE.
- (1995). *Empresa familiar: Textos y casos*, Barcelona: Editorial Praxis.
- ; Vilaseca, A. (1996). «Finance in family business», *Family Business Review*, 9(4): 387-401.
- ; García Pont, C. (1996). «Important factors in Family Business Internationalization», *Family Business Review*, 9(1): 45-49.

-
- (1997). *La empresa familiar*, Folio, Barcelona: Biblioteca IESE de Gestión de Empresas, 100.
- ; Cappuyns, K. (1997). «Consejos de administración en empresas familiares: Características de composición y funcionamiento. Niveles de utilidad», documento de investigación IESE, enero.
- ; Vilaseca, A. (1998). «A financial perspective on structure, conduct, and performance in the family firm: An empirical study», *Family Business Review*, 11(1): 35-47.
- ; De Rins, M.A.G.L. (1998). *La sucesión en la empresa familiar*, Barcelona: La Caixa.
- ; Cappuyns, K. (1999). «Ética de los comportamientos personales en la empresa familiar. Resultados de una encuesta». En D. Melé Carné (coord.), *Consideraciones éticas sobre la iniciativa emprendedora y la empresa familiar*, Navarra: Eunsa, pp. 173-192.
- ; Tàpies, J.; Cappuyns, K. (2000). «Comparación entre empresas familiares y no familiares: lógicas financieras y preferencias personales», documento de investigación n.º 406.
- (2002). «Unidad y confianza en la empresa familiar», IESE, junio: 28-35.
- ; Amat, J.M. (2003). *Los secretos de las empresas familiares centenarias*, Barcelona: Ediciones Deusto, Colección del Instituto de la Empresa Familiar.
- ; Tàpies, J.; Cappuyns, K. (2004). «Comparison of family and nonfamily business: Financial logic and personal preferences», *Family Business Review*, 17(4): 303-318.
- (2005). «Consejeros independientes: cómo mejorar su aportación en la empresa familiar», documento de investigación n.º 589.
- ; Klein, S.; Tomaselli, S.; Montermerlo, D.; Cappuyns, K. (2009). *La empresa familiar multigeneracional*, Navarra: Eunsa.
- ; Estapé, M.J. «Empresa Familiar: Trampas y Fortalezas», Nota técnica de la División de Investigación del IESE, DGN-466.

-
- Galve Górriz, C.; Salas Fumás, V. (1996). «Ownership structure and firm performance: Some Empirical Evidence from Spain», *Managerial and Decision Economics*, 17(6): 575-586.
- ; Salas Fumás, V. (1996). «Ownership structure and firm performance: Some empirical evidence from Spain», *Managerial and Decision Economics*, 17(6): 575-586.
- (2002). «Propiedad y gobierno: la empresa familiar», *Ekonomiaz: Revista Vasca de Economía*, 50: 158-181.
- ; Salas Fumás, V. (2003). *La empresa familiar en España. Fundamentos económicos y resultados*, Bilbao: Fundación BBVA.
- ; Salas Fumás, V. (2005). «Family ownership and performance: the net effect of productive efficiency and growth constraints», ECGI-Finance, *working paper* n.º 66.
- ; Salas Fumás, V. (2011). «¿Determina la propiedad familiar diferencias en las relaciones entre preferencias, comportamiento y resultados en las empresas españolas cotizadas?», *Revista de Economía Aplicada*, 19(57): 5-34.
- Gandía, J.L.; Gracia, J.L.; Molina, R. (1995). *Estudio empírico de la solvencia empresarial en la Comunidad Valenciana*, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.
- Ganga, H.; Acosta, E.; Fernández, F. (2014). «Influencia de las variables macroeconómicas sobre la supervivencia de las empresas constructoras e inmobiliarias españolas». En *XVII Applied Economics Meeting*, celebrado el 5-6 de junio en Gran Canaria.
- Gaona Tamez, L.L.; Hernández Sandoval, R.H.; De la Garza Cienfuegos, S.P.; Saldaña Contreras, Y.; Ruiz Díaz, F.M.; Gaytán Martínez, E.I. (2015). «Factores Que Amenazan La Supervivencia Y Continuidad De La Empresa Familiar En México (Factors That Threaten the Survival and Continuity of the Family Business in Mexico)», *Revista Global de Negocios*, 3(1): 17-27.

- García de la Borbolla Fernández, A.; Herrera Madueño, J.; Larrán Jorge, M.; Sánchez Gardey, G.; Suárez Llorens, A. (2007). «Análisis empírico de las diferencias de eficiencia entre las empresas familiares y las no familiares», *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 13(1): 103-116.
- García Falcón, J.M. (1995). *Dirección estratégica: Fundamentos*, Serie Cuadernos Canarios de Ciencias Sociales, Las Palmas de Gran Canaria: Centro de Investigación Económico y Social de Canarias (CCIES).
- García Pérez de Lema, D.; Calvo-Flores Segura, A.; Madrid Guijarro, A. (2001). «Efectos de las ayudas financieras concedidas a las Pymes: análisis empírico de las subvenciones a la inversión», XI Congreso AECA, pp. 26-28.
- García-Castro, R.; Aguilera, R.V. (2014). «Family involvement in business and financial performance: A set-theoretic cross-national inquiry», *Journal of Family Business Strategy*, 5(1): 85-96.
- García-Ramos, R.; Olalla, M.G. (2011). «Estructura del consejo de administración en la empresa familiar versus no familiar: evidencia empírica en España», *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 40(149): 35-64.
- García, D.; Madrid, A.; Munuera, J.L., (2008). «Crecimiento, endeudamiento y rentabilidad de las instituciones feriales en España», *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía*, 840: 105-122.
- García, M. (2003). «El gobierno corporativo y las decisiones de crecimiento empresarial: evidencia en las cajas de ahorro españolas», tesis doctoral, Universidad de Las Palmas de Gran Canaria.
- García, R.; Velar, L.A.; Cañadas, A.F. (2009). *Análisis de los estados contables en el nuevo PGC 2008*, Madrid: ESIC Editorial.
- Gartner, W.B. (2007). «Entrepreneurial narrative and a science of the imagination», *Journal of Business Venturing*, 22: 613-627.
- Gascó, C.; Segurado, J.; Quintana, J. (2005). «Buen gobierno en la Empresa Familiar», documento 120, Instituto de la Empresa Familiar.

-
- Gedajlovic, E.; Carney, M.; Chrisman, J.J.; Kellermanns, F.W. (2012). «The adolescence of family firm research taking stock and planning for the future», *Journal of Management*, 38(4): 1010-1037.
- Gentry, J.A.; Newbold, P.; Whitford, D.T. (1985). «Classifying bankrupt firms with funds flow components», *Journal of Accounting Research*, 23(1): 146-160.
- Gersick, K.; Davis, J.; Hampton, M.; Lansberg, I. (1997). *Generation to Generation: Life Cycles of the Family Business*, Boston: Harvard Business School Press.
- ; Davis, J.A.; Hampton, M.M.; Lansberg, I. (1997). *Empresas familiares: generación a generación*, México: McGraw Hill.
- Ghemawat, P. (2007). *Estrategia y el Panorama Empresarial*, 2.^a edición, Madrid: Prentice Hall.
- Gil de Albornoz Noguera, B.; Giner, B. (2013). «Predicción del fracaso empresarial en los sectores de construcción e inmobiliario: Modelos generales versus específicos», *Universia Business Review*, (39): 118-131.
- Ginebra, J. (1997). *Las empresas familiares: su dirección y su continuidad*, Panorama Editorial.
- Gitman, L.J. (1974). «Estimating corporate liquidity requirements: a simplified approach», *Financial Review*, 9(1): 79-88.
- Goffee, R.; Scase, R. (1985). «Proprietorial control in family firms: Some functions of ‘quasi-organic’ management systems», *Journal of Management Studies*, 22(1): 53-68.
- Goldberg, S.D. (1996). «Research note: Effective successors in family-owned businesses: Significant elements», *Family Business Review*, 9(2): 185-197.
- Gómez-Guillamón, A.D.; de Lema, D.G.P. (2005). «Diferencias económico-financieras entre las empresas familiares y las no familiares», *Revista de Contabilidad y Dirección*, (2): 241-265.
- Gómez-Mejía, L.R.; Wiseman, R.M. (1997). «Reframing Executive Compensation: An Assessment and Outlook», *Journal of Management*, 23(3): 291-374.

-
- ; Núñez-Nickel, M.; Gutierrez, I. (2001). «The role of family ties in agency contracts», *Academy of Management Journal*, 44(1): 81-95.
- ; Haynes, K.T.; Núñez-Nickel, M.; Jacobson, K.J.; Moyano-Fuentes, J. (2007). «Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills», *Administrative Science Quarterly*, 52(1): 106-137.
- ; Makri, M.; Kintana, M.L. (2010). «Diversification decisions in family-controlled firms», *Journal of Management Studies*, 47(2): 223-252.
- ; Cruz, C.; Berrone, P.; De Castro, J. (2011). «The bind that ties: Socioemotional wealth preservation in family firms», *The Academy of Management Annals*, 5(1): 653-707.
- Gómez, M.E.; De la Torre, J.M.; Román, I. (2008). «Análisis de sensibilidad temporal en los modelos de predicción de insolvencia: una aplicación a las PYMES industriales», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 37(137): 85-111.
- Gómez, S; Fernández, C.; Álvarez, A.I.F. (1998). «El papel supervisor del consejo de administración sobre la actuación gerencial: evidencia para el caso español», *Investigaciones económicas*, 22(3): 501-516.
- Gorg, H.; Spaliara, M.E. (2009). «Financial health, exports, and firm survival: A comparison of British and French firms», *CEPR Discussion Paper*, n.º DP7532.
- Gracia, J.L.; Martínez, A.C.; Arias, C.A. (2004). «Efectos financieros y estratégicos sobre la estructura de capital de la pequeña y mediana empresa», *Moneda y crédito*, (219): 71-100.
- Graham, B.; Dodd, D.L.F. (1940). *Security Analysis (The Classic 1940 Second Edition)*, Nueva York: McGraw Hill.
- Graham, J.R.; Harvey, C.R. (2001). «The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field», *Journal of Financial Economics*, 60(2): 187-243.
- Grant, R.M. (1991). «The resource-based theory of competitive advantage: implications for strategy formulation», *Knowledge and Strategy*, 33(3): 3-23.

-
- (1996). «Prospering in dynamically-competitive environments: Organizational capability as knowledge integration», *Organizational Science*, 7: 375-387.
- (1996). «Toward a knowledge based theory of the firm», *Strategic Management Journal*, 17: 109.
- (2005). *Dirección estratégica. Conceptos, técnicas y aplicaciones*, Madrid: Civitas.
- Gregory, B.T.; Rutherford, M.W.; Oswald, S.; Gardiner, L. (2005). «An empirical investigation of the growth cycle theory of small firm financing», *Journal of Small Business Management*, 43(4): 382-392.
- Greif, A. (1994). «Cultural beliefs and the organization of society: A historical and theoretical reflection on collectivist and individualist societies», *Journal of Political Economy*, 102(5): 912-950.
- Guariglia, A.; Spaliara, M.; Tsoukas, S. (2013). *To what extent does the interest burden affect firm survival? Evidence from a panel of UK firms during the recent financial crisis*, Mimeo, Universidad de Glasgow.
- Gudmundson, D.; Tower, C.B.; Hartman, E.A. (2003). «Innovation in small businesses: Culture and ownership structure do matter» *Journal of Developmental Entrepreneurship*, 8(1): 1.
- Guerras Martín, L.A. (2004). «Problemas organizativos en el proceso de dirección estratégica», *Universia Business Review*, 1: 116-124.
- Gugler, K.; Yurtoglu, B.B. (2003). «Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany», *European Economic Review*, 47(4): 731-758.
- ; Mueller, D.C.; Yurtoglu, B.B. (2007). «Corporate governance and the determinants of investment», *Journal of Institutional and Theoretical Economics (JITE)*, 163(4): 598-626.
- Guisado, M. (1991). «Estructura financiera y estrategia competitiva», *Información Comercial Española*, 698: 173-186.
- Guthmann, H.G.; Dougall, H.E. (1955). *Corporate Finance Policy*, 3.^a ed., Nueva Jersey: Prentice-Hall.

-
- Haag, K.; Helin, J.; Melin, L. (2006). «Succession in Family Business: Communication practices and the role of power», en <<http://www.researchgate.net/publication/228546745>>.
- Habbershon, T.; Williams, M. (1999). «A Resource-Based Framework for Assessing the Strategic Advantages of Family Firms», *Family Business Review*, 12(1): 1-25.
- ; Williams, M.L.; MacMillan, I. (2003). «A unified systems perspective of family firm performance», *Journal of Business Venturing*, 18(4): 451-465.
- Hall, A.; Melin, L.; Nordqvist, M. (2001). «Entrepreneurship as radical change in the family business: Exploring the role of cultural patterns», *Family Business Review*, 14(3): 193-208.
- (2002). «Towards an Understanding of Strategy Processes in Small Family Business». En Fletcher (ed.): *Understanding The Small Business*, Routledge, pp. 32-45.
- Hambrick, D.C. (1987). «The top management team: key to strategic success», *California Management Review*, 30(1): 88.
- Hamilton, R.T.; Fox, M.A. (1998). «The financing preferences of small firm owners», *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 4(3): 239-248.
- Hammi, A. (2014). *Control Financiero interno bajo incertidumbre: control de gestión de la liquidez*, Barcelona: Universitat de Barcelona.
- Handler, W.C. (1989). «Methodological issues and considerations in studying family businesses», *Family Business Review*, 2(3): 257-276.
- (1990). «Succession in family firms: A mutual role adjustment between entrepreneurs and next-generation family members», *Entrepreneurship Theory and Practice*, 15(1): 37-51.
- (1992). «The succession experience of the next generation», *Family Business Review*, 5(3): 283-307.

-
- (1994). «Succession in family business: A review of the research», *Family business review*, 7(2): 133-157.
- Harijono. (2005). *Capital Structure Decisions of Australian Family Controlled Firms*, Monash University.
- Harris, M.; Kriebel, C.H.; Raviv, A. (1982). «Asymmetric information, incentives and intrafirm resource allocation», *Management Science*, 28(6): 604-620.
- ; Raviv, A. (1990). «Capital structure and the informational role of debt», *Journal of Finance*, 45(2): 321-349.
- ; Martínez, J.I.; Ward, J.L. (1994). «Is strategy different for the family-owned business?», *Family Business Review*, 7(2): 159-174.
- Harris, D.; Helfat, C.E. (1998). «CEO duality, succession, capabilities and agency theory: commentary and research agenda», *Strategic Management Journal*, 19(9): 901-904.
- Hart, S.; Banbury, C. (1994). «How strategy-making processes can make a difference», *Strategic Management Journal*, 15(4): 251.
- Harvey, S.J. (1999). «Owner as manager, extended horizons and the family firm», *International Journal of the Economics of Business*, 6(1): 41-55.
- Hasso, T.; Duncan, K. (2013). «Valuation of family firms: The limitations of accounting information», *Australian Accounting Review*, 23(2): 135-150.
- Haynes, G.W.; Walker, R.; Rowe, B.R.; Hong, G.S. (1999). «The intermingling of business and family finances in family-owned businesses», *Family Business Review*, 12(3): 225-239.
- Hayward, S. (1992). *Managing the family business in the UK: a Stoy Hayward survey in conjunction with the London Business School*, Londres: Stoy Hayward, 3.
- Hedge, S.P.; McDermott, J.B. (2003). «The Liquidity Effects of Revisions to the S&P500 Index: An Empirical Analysis», *Journal of Financial Markets*, 6(3): 413-459.

-
- Helwege, J.; Packer, F. (2009). «Private matters», *Journal of Financial Intermediation*, 18(3): 362-383.
- Hernández Trasobares, A.; Galve Górriz, C. (2008). «Supervivencia y diversificación de los grupos familiares y no familiares encabezados por una empresa española cotizada en el período 1990-2005», *Ekonomiaz*, 68(02): 182-209.
- ; Galve Górriz, C. (2009). «La naturaleza familiar de la empresa: aspectos positivos y negativos», *Proyecto Social*, 16(16): 7-22.
- ; Galve Górriz, C. (2015). «Efectos del control familiar en el nivel y tipo de diversificación: evidencias empíricas para los grupos empresariales españoles», *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*. <<http://dx.doi.org/10.1016/j.redec.2015.03.004>>.
- Hernández, M. (1998). *Fundamentos teóricos del gobierno de empresas. Una aplicación a las empresas españolas (1991-96)*, Fundación de las Cajas de Ahorros Confederadas para la Investigación Económica y Social.
- (2008). «Promoting Stewardship Behavior in Organizations: A Leadership Model», *Journal of Business Ethics*, 80: 121-128.
- (2012). «Toward an understanding of the psychology of stewardship», *Academy of Management Review*, 37(2): 172-193.
- Herrera Madueño, J. (2009). *Factores condicionantes en la eficiencia de la Pyme familiar frente a la no familiar. Un estudio empírico*, tesis doctoral, Universidad de Cádiz.
- Herrero, I. (2011). «Agency costs, family ties, and firm efficiency», *Journal of Management*, 37(3): 887-904.
- Hidalgo, A. (2007). «La estrategia tecnológica en la empresa familiar», *Gestión de la Empresa Familiar*, MacGraw Hill, 73-90.
- Hienert, C.; Kessler, A. (2006). «Measuring success in family businesses: The concept of configurational fit», *Family Business Review*, 19(2): 115-134.

-
- Hilston Keener, M. (2013). «Predicting The Financial Failure Of Retail Companies In The United States», *Journal of Business & Economics Research* (JBER), 11(8): 373-380.
- Hirigoyen, G. (1982). «Le comportement financier des moyennes entreprises industrielles familiales», *Banques*, 417: 588-593.
- (1985). «Les implications de la spécificité des comportements financiers des moyennes entreprises industrielles (M.E.I) familiales», *Cahier de Recherche*, IAE de Toulouse, n.º 35, septiembere.
- Hol, S.; Westgaard, S.; van der Wijst, N. (2002). *Capital structure and the prediction of bankruptcy*, Norwegian University of Science and Technology, Department of Economics and Technology Management.
- Holland, P.G.; Boulton, W.R. (1984). «Balancing the “family” and the “business” in family business», *Business Horizons*, 27(2): 16-21.
- ; Oliver, J.E. (1992). «An empirical examination of stages of development of family business», *Journal of Business & Entrepreneurship*, 4(3): 27-38.
- Holmes, S.; Kent, P. (1991). «An empirical analysis of the financial structure of small and large Australian manufacturing enterprises», *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 1(2): 141-154.
- Holtz-Eakin, D.; Joulfaian, D.; Rosen, H. (1994). «Entrepreneurial decisions and liquidity constraints», *The RAND Journal of Economics*, 25: 334-347.
- Horton, T.P. (1986). «Managing in a Family Way», *Management Review*, 75(2): 3.
- Hosmer, D.W.; Lemeshow, S. (1989). *Applied Logistic Regression*, Nueva York: Wiley.
- Howorth, C.; Wright, M.; Westhead, P. (2007). «Professionalization, stewardship and performance: A longitudinal case study analysis of family firm succession by management buyout», *Lancaster University Management School*, 1.
- ; Rose, M.; Hamilton, E.; Westhead, P. (2010). «Family firm diversity and development: An introduction», *International Small Business Journal*, 28(5): 437-451.

-
- Huang, B.; Sivaganesan, S.; Succop, P.; Goodman, E. (2004). «Statistical assessment of mediational effects for logistic mediational models», *Statistics in Medicine*, 23(17): 2713-2728.
- Huse, M. (1994). «Board-management relations in small firms: The paradox of simultaneous independence and interdependence», *Small Business Economics*, 6(1): 55-72.
- Hussain, J.; Millman, C.; Matlay, H. (2006). «SME financing in the UK and in China: a comparative perspective», *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 13(4): 584-599.
- Huybrechts, J.; Voordeckers, W.; Lybaert, N.; Vandemaele, S. (2011). «The distinctiveness of family-firm intangibles: A review and suggestions for future research», *Journal of Management & Organization*, 17(2): 268-287.
- Iacobucci, D.; Rosa, P. (2005). «Growth, diversification, and business group formation in entrepreneurial firms», *Small Business Economics*, 25(1): 65-82.
- Ibarra Mares, A. (2011). «Una perspectiva sobre la evolución en la utilización de las razones financieras o ratios», *Revista científica Pensamiento y Gestión*, 21: 236-271.
- Ibrahim, A.B.; Ellis, W. (1994). *Family business: Concepts and practice*, Iowa: Kendall Hunt Publishing Company.
- Ibrahim, A.B.; Soufani, K.; Poutziouris, P.; Lam, J. (2004). «Qualities of an effective successor: the role of education and training», *Education + Training*, 46(8/9): 474-480.
- Ibrahim, H.; Samad, F.A. (2011). «Corporate governance mechanisms and performance of public-listed family-ownership in Malaysia», *International Journal of Economics and Finance*, 3(1): 105.
- James, H.S. (1999). «Owner as manager, extended horizons and the family firm», *International Journal of the Economics of Business*, 6(1): 41-55.

-
- Jennings, J.E.; Edwards, T.; Jennings, P.D.; Delbridge, R. (2015). «Emotional arousal and entrepreneurial outcomes: Combining qualitative methods to elaborate theory», *Journal of Business Venturing*, 30(1): 113-130.
- Jensen, M.C.; Meckling, W.H. (1976). «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
- Jensen, M.C. (1986). «Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers», *American Economic Review*, 76(2): 323-329.
- Jiménez Naharro, F.; Palacín Sánchez, M.J. (2007). «Determinantes de la estructura financiera de la empresa», *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 16(4): 9-23.
- Johnson, S. (1990). «Why we'll never go public», *Family Business Review*, 1(4): 16-21.
- ; La Porta, R.; López de Silanes, F.; Shleifer, A. (2000). «Tunneling», *American Economic Review Papers and Proceedings*, 90: 22-27.
- Jones, F.L. (1987). «Current techniques in bankruptcy prediction», *Journal of Accounting Literature*, 6(1): 131-164.
- Jones, W.D. (1982). «Characteristics of planning in small firms», *Journal of Small Business Management (pre-1986)*, 20(3): 15.
- Jonovic, D.J. (1989). «Outside review in a wider context: An alternative to the classic board», *Family Business Review*, 2(2): 125-140.
- Jooste, L. (2007). «An evaluation of the usefulness of cash flow ratios to predict financial distress», *Acta Commercii*, 7: 1-13.
- Jung, A.; Peña, I. (2004). «Factores asociados al fracaso de nuevas empresas», III Conferencia Internacional de Investigadores en Emprendedurismo de América Latina, Río de Janeiro, noviembre.
- Kaplan, S.N.; Zingales, L. (1995). *Do financing constraints explain why investment is correlated with cash flow?*, n.º w5267, National Bureau of Economic Research.

-
- Karra, N.; Tracey, P.; Phillips, N. (2006). «Altruism and agency in the family firm: Exploring the role of family, kinship, and ethnicity», *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(6): 861-877.
- Kaye, K. (1996). «When the family business is a sickness», *Family Business Review*, 9(4): 347-368.
- Kealhofer, S. (2003). «Quantifying credit risk I: default prediction», *Financial Analyst Journal*, 59(3): 30-44.
- Keasey, K.; Watson, R. (1991). «Financial Distress Prediction Models: A Review of Their Usefulness 1», *British Journal of Management*, 2(2): 89-102.
- Khanna, T.; Palepu, K. (1999). «Policy shocks, market intermediaries, and corporate strategy: The evolution of business groups in Chile and India», *Journal of Economics & Management Strategy*, 8(2): 271-310.
- Kiel, G.C.; Nicholson, G.J. (2003). «Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance», *Corporate Governance: An International Review*, 11(3): 189-205.
- Kim, C.S.; Mauer, D.C.; Sherman, A.E. (1998). «The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(03): 335-359.
- Kim, H.; Gu, Z. (2006). «Predicting restaurant bankruptcy: A logit model in comparison with a discriminant model», *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 30(4): 474-493.
- Kim, W.S.; Sorensen, E.H. (1986). «Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21(02): 131-144.
- King, M.R.; Santor, E. (2008). «Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms», *Journal of Banking & Finance*, 32(11): 2423-2432.

- Klein, S.B.; Astrachan, J.H.; Smyrnios, K.X. (2005). «The F-PEC scale of family influence: construction, validation, and further implication for theory», *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(3): 321-339.
- Knez, M.; Camerer, C. (1994). «Creating Expectational Assets in the Laboratory: Coordination in ‘Weakest-Link’ Games», *Strategic Management Journal*, 15(S1): 101-119.
- Kowalewski, O.; Talavera, O.; Stetsyuk, I. (2010). «Influence of Family Involvement in Management and Ownership on Firm Performance: Evidence From Poland», *Family Business Review*, 23(1): 45-59.
- KPMG (2014). «II Barómetro Europeo de la Empresa Familiar».
- Kuan, T.H.; Li, C.S.; Chu, S.H. (2011). «Cash holdings and corporate governance in family-controlled firms», *Journal of Business Research*, 64(7): 757-764.
- Kurashina, T. (2003). *Family Kigyô no Keieigaku [Management studies on family business]*, Tokyo: Tokyo Keizai Shimbun Sha.
- La Porta, R.; López de Silanes, F.; Shleifer, A.; Vishny, R. (2000). «Investor protection and corporate governance», *Journal of Financial Economics*, 58(1): 3-27.
- Labatut Serer, G.; Pozuel Campillo, J.; Veres Ferrer, E.J. (2009). «Modelización temporal de los ratios contables en la detección del fracaso empresarial de la PYME española», *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 38(143): 423-447.
- Lacouture Danies, R. (2005). «Sociedades de familia en Colombia». Recuperado el 16 de diciembre de 2009 de: <http://sirem.supersociedades.gov.co/SIREM/files/estudios/SOCIEDADES_DE_FAMILIA.pdf>.
- Laitinen, E.K. (1991). «Financial ratios and different failure processes», *Journal of Business Finance & Accounting*, 18(5): 649-673.
- (1992). «Prediction of failure of a newly founded firm», *Journal of Business Venturing*, 7: 323-340.

-
- (1994). «Traditional versus operating cash flow in failure prediction», *Journal of Business Finance & Accounting*, 21(2): 195-217.
- Lam, J. (2009). *Succession process in a large Canadian family business: a longitudinal case study of the Molson family business: 1786-2007*, tesis doctoral, Concordia University.
- Lambrecht, J. (2005). «Multigenerational transition in family businesses: A new explanatory model», *Family Business Review*, 18(4): 267-282.
- Lane, S.; Astrachan, J.; Keyt, A.; McMillan, K. (2006). «Guidelines for family business boards of directors», *Family Business Review*, 19(2): 147-167.
- Lang, L.; Ofek, E.; Stulz, R. (1996). «Leverage, investment, and firm growth», *Journal of Financial Economics*, 40(1): 3-29.
- Lansberg, I. (1988). «The succession conspiracy», *Family Business Review*, 1(2): 119-143.
- (1999). *Succeeding generations: Realizing the dream of families in business*, Harvard Business Press.
- Lansberg, I. (1983). «Managing human resources in family firms: The problem of institutional overlap», *Organizational Dynamics*, 12(1): 39-46.
- ; Perrow, E.L.; Rogolsky, S. (1988). «Family business as an emerging field», *Family Business Review*, 1(1): 1-8.
- (2007). «El protocolo familiar dentro del contexto cultural español». En Amat, J.M. y Corona, J.F. (coords.): *El protocolo familiar. La experiencia de una década*, Barcelona: Ediciones Deusto, pp. 27-36.
- Lappalainen, J.; Niskanen, M. (2012). «Financial performance of SMEs: impact of ownership structure and board composition», *Management research Review*, 35(11): 1088-1108.
- Lauterbach, B.; Vaninsky, A. (1999). «Ownership structure and firm performance: Evidence from Israel», *Journal of Management and Governance*, 3: 189-201.

-
- Lazonick, W. (1991). *What Happened to the Theory of Economic Development?*, Cambridge: Harvard University Press.
- Leach, P. (1993). *La empresa familiar*, Barcelona: Ediciones Granica.
- (2011). *Family businesses: The essentials*, Profile Books.
- Lee, J. (2004). «The effects of family ownership and management on firm performance», *SAM: Advanced Management Journal*, 69(4): 46.
- (2006). «Family firm performance: Further evidence», *Family Business Review*, 19(2): 103-114.
- Leiblein, M.J. (2011). «What do Resource- and Capability Based Theories propose?», *Journal of Management*, 37(4): 909-932.
- Lemmon, M.L.; Ma, Y.Y.; Tashjian, E. (2009). «Survival of the fittest? Financial and economic distress and restructuring outcomes in Chapter 11». En *Third Singapore International Conference on Finance*, celebrada entre el 13 y el 16 de julio en Addis Adebba (Etiopía).
- Lennox, C. (1999). «Identifying failing companies: a re-evaluation of the logit, probit and DA approaches», *Journal of Economics and Business*, 51(4): 347-364.
- Levering, R.; Moskowitz, M. (1993). «The ten best companies to work for in America», *Business and Society Review*, 85(1): 26-38.
- Levinson, H. (1971). «Conflicts that plague family businesses», *Harvard Business Review*, 49(2): 90-98.
- Limere, A.; Laveren, E.; Molly, V.; Jorissen, A. (2004). «Intergenerational differences in financial structure and performance in family firms: a comparison with non-family firms». En *Proceedings RENT XVIII Conference*, pp.1-13.
- Lins, K.V.; Volpin, P.; Wagner, H.F. (2013). «Does family control matter? International evidence from the 2008–2009 financial crisis», *Review of Financial Studies*, 26(10): 2583-2619.

-
- Litz, R.A.; Kleysen, R.F. (2001). «Your old men shall dream dreams, your young men shall see visions: Toward a theory of family firm innovation with help from the Brubeck family», *Family Business Review*, 14(4): 335-351.
- Liu, W.; Yang, H.; Zhang, G. (2011). «Does family firm excel in firm performance? An institution-based view», *Asia Pacific Journal of Management*, 26(3): 361-380.
- Liu, Y. (2011). «Founding family ownership and cash holdings», *Journal of Financial Research*, 34(2): 279-294.
- Lizárraga Dallo, F. (1996). «Modelos multivariantes de previsión del fracaso empresarial: una aplicación a la realidad de la información contable española», tesis doctoral, Departamento de Gestión de Empresas, Universidad Pública de Navarra, Pamplona.
- (1997). «Utilidad de la información contable en el proceso de fracaso: análisis del sector industrial de la mediana empresa española», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 26(93): 871-915.
- Llaugel, F.A.; Fernández, A.I. (2011). «Evaluación del uso de modelos de regresión logística para el diagnóstico de instituciones financieras», *Ciencia y sociedad*, 36(4): 590-627.
- López García, P.; Puente, S. (2006). «Algunos rasgos de la supervivencia de empresas en España», *Boletín Económico. Banco de España*, 4: 75-83.
- López-Cózar Navarro, C.; Priede Bergamini, T.; Benito Hernández, S. (2013). «Influencia de la deuda en la estrategia de exportación de la empresa familiar», *Revista de Empresa Familiar*, 3(1): 31-46.
- López-Gracia, J.; Gandía, J.L.; Molina, R. (1998). «La suspensión de pagos en las PYMES: Una aproximación empírica», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 94: 71-97.
- López-Gracia, J.; Aybar Arias, C. (2000). «An empirical approach to the financial behaviour of small and medium sized companies», *Small Business Economics*, 14(1): 55-63.

-
- López-Gracia, J.; Sánchez-Andújar, S. (2007). «Financial structure of the family business: Evidence from a group of small Spanish firms», *Family Business Review*, 20(4): 269-287. Recuperado de: <<http://dx.doi.org/10.1111/j.1741-6>>.
- Lorange, P.; Nelson, R.T. (1987). «How to reorganize -and avoid- organizational decline», *Sloan Management Review*, 28(3): 41-46.
- Lorenzo Gómez, J.D.; Núñez-Cacho Utrilla, P. (2012). «Inercia e innovación en la empresa familiar: una primera aproximación», *Revista de Empresa Familiar*, 2(2): 23-40.
- Love, L.G.; Priem, R.L.; Lumpkin, G.T. (2002). «Explicitly articulated strategy and firm performance under alternative levels of centralization», *Journal of Management*, 28(5): 611-627.
- Lucky, E.I.; Minai, M.S.; Isaiah, A.O. (2011). «A conceptual framework of family business succession: bane of family business continuity», *International Journal of Business and Social Science*, 2(18): 106-113.
- Luengo Mulet, P.; Renart, M.A.; Sánchez Ballesta, J.P.; Vela Ródenas, J.J. (2005). *Evaluación de los factores determinantes de la rentabilidad y solvencia de la empresa murciana*, Murcia: Servicio de Estudios del Colegio de Economistas Región de Murcia, Col. Cuadernos de investigación (3).
- Lumpkin, G.T.; Dess, G.G. (1996). «Clarifying the entrepreneurial orientation construct and linking it to performance», *Academy of Management Review*, 21(1): 135-172.
- Lussier, R.N.; Sonfield, M.C. (2012). «Family businesses' succession planning: a seven-country comparison», *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 19(1): 7-19.
- Lute, R.D.; Suppf, S.P. (1965). «Preference, utility, and subjective probability». En R.D. Lute; R.R. Bush; E. Galanter (eds.): *Handbook of mathematical psychology, III*, Nueva York: Wiley, pp. 249-410.
- Lyman, A.R. (1991). «Customer service: Does family ownership make a difference?», *Family Business Review*, 4(3): 303-324.

- Machek, O.; Brabec, M.; Hnilica, J. (2013). «Measuring Performance Gaps Between Family and Non-Family Businesses: A Meta-Analysis of Existing Evidence», *International Academic Research Journal of Business and Management*, 2(3): 17-30.
- Madrid-Guijarro, A.; García Pérez de Lema, D.; van Auken, H. (2011). «An analysis of non-financial factors associated with financial distress», *Entrepreneurship and Regional Development*, 23(3/4): 159-186.
- Mahéroul, L. (1998). «Des caractéristiques financières spécifiques aux entreprises familiales non cotées», *Revue du financier*, 114: 59-75.
- (2000). «The influence of going public on investment policy: An empirical study of French family-owned businesses», *Family Business Review*, 13(1): 71-79.
- Malone, S.C. (1989). «Selected correlates of business continuity planning in the family business», *Family Business Review*, 2(4): 341-353.
- Manual IFC de Gobierno de las Empresas Familiares* (2011). International Finance Corporation.
- Marais, M.; Patell, J.; Wolfson, M. (1984). «The Experimental Design of Classification Models: An Application of Recursive Partitioning and Bootstrapping to Commercial Bank Loan Classifications», *Journal of Accounting Research*, 22(1): 87-118.
- Martín, A.; Crespi, R. (2012). «La financiación externa de las empresas familiares españolas y el impacto de la crisis: análisis comparado», Estudios de la Càtedra Banca March de l'empresa familiar.
- Martínez-Chafer, L.; Martínez-Chafer, I.; Corma, F. (2012). «Supervivencia empresarial en el sector cerámico. Factores determinantes», Conference: Qualicer, 12, XII Foro Global del Recubrimiento Cerámico, Castellón.
- Martos, L.G. (2009). «La liquidez en la empresa: caso práctico del cálculo del intervalo defensivo», *Revista de Contabilidad y Dirección*, 9: 149-158.
- Masayuki, M. (2008). *Productivity and Survival of Family Firms in Japan: An analysis using firm-level microdata (Japanese)*, n.º 08029.

-
- Maseda, A.; Iturralde, T.; Arosa, B.; Rodríguez, A.; Saiz, M. (2009). *Situación de la empresa familiar en el territorio histórico de Bizkaia*, Servicio Editorial de la Universidad del País Vasco.
- Mason, C.M.; Harrison, R.T. (2002). «Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments», *Journal of Business Venturing*, 17(3): 211-236.
- Masulis, R.W.; Pham, P.K.; Zein, J. (2011). «Family business groups around the world: Financing advantages, control motivations, and organizational choices», *Review of Financial Studies*, 24(11): 3556-3600.
- Mata, J.; Portugal, P. (2004). «Patterns of entry, post-entry growth and survival: a comparison between domestic and foreign owned firms», *Small Business Economics*, 22(3/4): 283-298.
- Mateos Ronco, A.M.; Marín Sánchez, M.D.M.; Marí Vidal, S.; Seguí Mas, E. (2011). «Los modelos de predicción del fracaso empresarial y su aplicabilidad en cooperativas agrarias», *CIRIEC-España. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*, (70): 179-208.
- Matthews, C.H.; Vasudevan, D.P.; Barton, S.L.; Apana, R. (1994). «Capital structure decision making in privately held firms: Beyond the finance paradigm», *Family Business Review*, 7(4): 349-367.
- Maury, B. (2006). «Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations», *Journal of Corporate Finance*, 12: 321-341.
- Mazzi, C. (2011). «Family business and financial performance: Current state of knowledge and future research challenges», *Journal of Family Business Strategy*, vol. 333, 2(3): 166-181.
- McConaughy, D.; Walker, M.C.; Henderson, G.V.; Mishra, C.S. (1998). «Founding family controlled firms: Efficiency and value», *Review of Financial Economics*, 7(1): 1-19.
- McConaughy, D.; Phillips, G. (1999). «Founders versus Descendants: The profitability, efficiency, growth characteristics and financing in large, public, founding-family-controlled firms», *Family Business Review*, 12(2): 123-131.

- McConaughy, D.; Matthews, C.H.; Fialko, A.S. (2001). «Founding family controlled firms: Performance, risk, and value», *Journal of Small Business Management*, 39(1): 31-49.
- McFadden, D. (1974) «Conditional logit analysis of qualitative choice behavior». En Zarembka, P. (ed.): *Frontiers in Econometrics*, Nueva York: Academic Press.
- McMahon, R.; Stanger, A. (1995). «Understanding the small enterprise financial objective function», *Entrepreneurship Theory and Practice*, 19(4): 21-39.
- Medina Hernández, U.; Acosta Molina, M. (1999). «Función financiera y estrategia competitiva de la empresa», *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 5(2): 55-68.
- Medina, O.; Milena, A. (2011). «Estructura financiera de las empresas del clúster servicios médicos y odontológicos del Valle de Aburrá en ambientes cambiantes», *Perfil de Coyuntura Económica*, (18): 167-189.
- Mejía Amaya, A.F. (2013). *La estructura de capital en la empresa: su estudio contemporáneo*, tesis doctoral, Universidad Nacional de Colombia.
- Melgarejo, Z.; Arcelus, F.; Simon, K. (2007). «Desempeño económico: diferencias de pequeñas empresas clasificadas según la estructura de la propiedad del capital», *REVESCO. Revista de Estudios Cooperativos*, 93: 7-38.
- Melle Hernández, M. (2001). «Características diferenciales de la financiación entre las PYME y las grandes empresas españolas. Asimetrías informativas, restricciones financieras y plazos de endeudamiento», *Papeles de Economía Española*, 89/90: 140-166.
- Menéndez Requejo, S. (2011). «Estrategia financiera y crecimiento de la empresa familiar». En J. Corona (ed.): *Empresa familiar: aspectos jurídicos y económicos*, Barcelona: Ediciones Deusto.
- Merkel, W.T.; Carpenter, L.J. (1987). «A cautionary note on the application of family therapy principles to organizational consultation», *American Journal of Orthopsychiatry*, 57(1): 111-115.

-
- Merwin, C.L. (1942). *Financing small corporations in five manufacturing industries, 1926-36*, NBER Books.
- Meyer, J.P.; Allen, N.J. (1991). «A three-component conceptualization of organizational commitment», *Human Resource Management Review*, 1(1): 61-89.
- Meyer, M.W.; Zucker, L.G. (1989). *Permanently failing organizations*, Sage Publications, Inc.
- Michaelas, N.; Chittenden, F.; Poutziouris, P. (1999). «Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: Empirical evidence from company panel data», *Small Business Economics*, 12(2): 113-130.
- Miller, D.; Le Breton-Miller, I. (2003). «Challenge versus advantage in family business» *Strategic Organization*, 1(1): 127-134.
- ; Steier, L.; (2003). «Lost in time: intergenerational succession, change, and failure in family business», *Journal of Business Venturing*, 18(4): 513-531.
- (2006). «Family governance and firm performance: Agency, stewardship, and capabilities», *Family Business Review*, 19(1): 73-87.
- ; Lester, R.H.; Cannella, A.A. (2007). «Are family firms really superior performers?», *Journal of Corporate Finance*, 13(5): 829-858.
- ; Scholnick, B. (2008). «Stewardship vs. stagnation: An empirical comparison of small family and Non-Family businesses», *Journal of Management Studies*, 45(1): 51-78.
- Miller, E.M. (1977). «Risk, uncertainty, and divergence of opinion», *The Journal of Finance*, 32(4): 1.151-1.168.
- Minai, M.S.; Lucky, E.O.I. (2011). «The moderating effect of location on small firm performance: Empirical evidence», *International Journal of Business and Management*, 6(10): 178.
- Mintzberg, H. (1994). *The rise and fall of Strategic Planning: Reconceiving roles for Planning, Plans, Planners*, Nueva York: The Free Press.

- Mira, F.S. (2002). «How SME uniqueness affects capital structure: evidence from a 1994-1998 spanish data panel», documentos de trabajo, Serie EC, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, (18): 1-22.
- Miralles Marcelo, J.L.; Miralles Quirós, M.D.; Lisboa, I. (2012). «Empresa familiar y bolsa: análisis de rentabilidad y estrategias de inversión», *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 41(155): 393-416.
- Mishra, C.S.; McConaughy, D. (1999). «Founding family control and capital structure: the risk of loss of control and the aversion to debt», *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4): 53-64.
- Modigliani, F.; Miller, M.H. (1958). «The cost of capital, corporation finance and the theory of investment», *The American Economic Review*, 48(3): 261-297.
- (1963). «Corporate income taxes and the cost of capital: a correction», *The American Economic Review*, 53(3): 433-443.
- Molina Manchón, H.; Rienda García, L. (2005). «Órganos de Gobierno de la empresa familiar (I)». En *Manual de la empresa familiar*, Ediciones Deusto, pp. 229-249.
- Molly, V.; Laveren, E.; Deloof, M. (2010). «Family business succession and its impact on financial structure and performance», *Family Business Review*, 23(2): 131-147.
- Mondragón-Hernández, S.A. (2011). «Marco conceptual de las teorías de la irrelevancia, del trade-off y de la jerarquía de las preferencias», *Cuadernos de Contabilidad*, 12(30): 165-178.
- Monreal, J.; Calvo-Flores, A.; García, D.; Meroño, A.; Ortiz, P.; Sabater, R. (2002). «La empresa familiar», *Realidad económica y cultura empresarial*, Madrid: Civitas.
- Monsen, R.J. (1969). «Ownership and management: The effect of separation on performance», *Business Horizons*, 12(4): 45-52.
- Mora Enguádanos, A. (1994). «Los modelos de predicción del fracaso empresarial: una aplicación empírica del logit», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 24(78): 203-233.

-
- Morck, R.; Shleifer, A.; Vishny, R.W. (1988). «Management ownership and market valuation: An empirical analysis», *Journal of Financial Economics*, 20: 293-315.
- Morck, R.; Yeung, B. (2003). «Agency problems in large family business groups», *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27: 367-382.
- Morikawa, M. (2013). «Productivity and survival of family firms in Japan», *Journal of Economics and Business*, 70: 111-125.
- Morris, M.H.; Williams, R.O.; Allen, J.A.; Ávila, R.A. (1997). «Correlates of success in family business transitions», *Journal of Business Venturing*, 12(5): 385-401.
- Mossman, C.E.; Bell, G.G.; Swartz, L.M.; Turtle, H. (1998). «An empirical comparison of bankruptcy models», *Financial Review*, 33(2): 35-54.
- Mures Quintana, M.J.; García Gallego, A. (2004). «Factores determinantes del fracaso empresarial en Castilla y León», *Revista de economía y empresa*, 21(51): 95-116.
- Muske, G.; Winter, M. (2001). «An in-depth look at family cash-flow management practices», *Journal of Family and Economic Issues*, 22(4): 353-372.
- Myers, S.C. (1977). «Determinants of corporate borrowing», *Journal of Financial Economics*, 5(2): 147-175.
- ; Majluf, N.S. (1984). «Corporate Financing and Investment Decisions when firms have information that investors do not have», *Journal of Financial Economics*, 13(2): 187-221.
- Nadaraja, P.; Zulkafli, A.H.; Masron, T.A. (2011). «Family Ownership, Firm's Financial Characteristics and Capital Structure: Evidence from Public Listed Companies in Malaysia», *Economia Seria Manage*, 14: 141-156.
- Navarrete Martínez, E. (2012). *Factores determinantes del comportamiento financiero de las empresas familiares* [tesis doctoral], Universidad de La Rioja.
- Nelson, R. (1991). «Why do firms differ and how does it matter?», *Strategic Management Journal*, 12(special issue): 61-74.
- Neubauer, F.; Lank, A.G. (1999). *La empresa familiar: cómo dirigirla para que perdure*, Ediciones Deusto.

- Nieto, M.J. (2001). «Tipos de propiedad y comportamiento estratégico de la empresa», tesis doctoral no publicada, Departamento de Economía de la Empresa, Universidad Carlos III de Madrid.
- ; Fernández, Z. (2011). «Dirección estratégica de la empresa familiar». En J. Corona (ed.): *Empresa familiar: aspectos jurídicos y económicos*, Barcelona: Ediciones Deusto.
- Nonaka, L.; Takeuchi, H.; Umemoto, K. (1996). «A theory of organizational knowledge creation», *International Journal of Technology Management*, 11(7-8): 833-845.
- Nunes, P.M.; Serrasqueiro, Z.; Da Silva, J.V. (2014). «Family-owned and non family-owned SMEs: empirical evidence of survival determinants», *Economics and Business Letters*, 3(1): 68-76.
- Núñez Cacho Utrilla, P.; Grande Torraleja, F.A.; Muñoz Vázquez, A. (2012). «Rendimiento en las empresas familiares desde las teorías de recursos y capacidades y de agencia», *Revista de Empresa Familiar*, 2(1): 7-20.
- Nuri, J.; Archer, S. (2001). «Target adjustment model against pecking order model of capital structure», *European Financial Association Annual Meeting*, junio.
- Ohlson, J.A. (1980). «Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy», *Journal of Accounting Research*, 18(1): 109-131.
- Okoroafo, S.C. (1999). «Internationalization of family businesses: Evidence from Northwest Ohio, USA», *Family Business Review*, 12(2): 147-158.
- Olivares-Mesa, A.; Cabrera-Suárez, K. (2006). «Factors affecting the timing of the export development process: does the family influence on the business make a difference?», *International Journal of Globalisation and Small Business*, 1(4): 326-339.
- Olson, P.D.; Zuiker, V.S.; Danes, S.M.; Stafford, K.; Heck, R.K.; Duncan, K.A. (2003). «The impact of the family and the business on family business sustainability», *Journal of Business Venturing*, 18(5): 639-666.
- Ontiveros Baeza, E.; Ruiz Rodríguez, A. (2005). «Retos pendientes y perspectivas de las empresas familiares». En *Empresas familiares y bolsa*, Civitas, pp. 321-340.

-
- Ooghe, H.; Van Wymeersch, C. (1986). «Modèles prévisionnels de la faillite», *Annales de Droit de Liège*, 3: 183-196.
- Ozkan, A.; Ozkan, N. (2004). «Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies», *Journal of Banking & Finance*, 28(9): 2103-2134.
- Padachi, K. (2006). «Trends in working capital management and its impact on firms' performance: an analysis of Mauritian small manufacturing firms», *International Review of Business Research Papers*, 2(2): 45-58.
- Palepu, K.G. (1986). «Predicting takeover targets: A methodological and empirical analysis», *Journal of Accounting and Economics*, 8(1): 3-35.
- Pascale, R. (2002). «La predicción de serios problemas financieros con redes neuronales artificiales: El caso argentino», *Revista de Ciencias Empresariales y Economía*, (1): 112-155.
- Pastoriza, D.; Ariño, M.A. (2008). «When Agents Become Stewards: Introducing Learning in the Stewardship Theory». En 1st IESE Conference, «Humanizing the Firm & Management Profession», Celebrada en junio Barcelona, en IESE Business School.
- Patel, P.C.; Eddleston, K.; Kellermanns, F.W. (2011). «Family Firm Commitment and Performance: A Moderated Mediation Analysis», *working paper*.
- Pawlina, G.; Renneboog, L. (2005). «Is Investment-Cash Flow Sensitivity Caused by Agency Costs or Asymmetric Information? Evidence from the UK», *European Financial Management*, 11(4): 483-513.
- Peay, T.R.; Dyer Jr., W.G. (1989). «Power orientations of entrepreneurs and succession planning», *Journal of Small Business Management*, 27(1): 47.
- Peña, I. (2002). «Intellectual capital and business start-up success», *Journal of Intellectual Capital*, 3(2): 180-198.
- Penrose, E.T. (1959). *The theory of the Growth of the Firm*, Oxford: Basil Blackwell y Nueva York: John Wiley & Sons.

-
- Pereira, R.D. (2010). *Successao, Profissionalizacao e governanza. Un estudo multicasos em empresas familiares mineiras*, 215 F, dissertacao, Maestrado em Administracao, Universidad de Minas Gerais, Minas Gerais.
- Pérez González, A.; Correa Rodríguez, A.C.; Acosta Molina, M. (2002). «Factores determinantes de la rentabilidad financiera de las PYMES», *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 31(112): 395-429.
- Pérez Rodríguez, M.J.; Basco, R.; García-Tenorio, J.; Giménez, J.; Sánchez, I. (2007). *Fundamentos en la Dirección de la Empresa Familiar*, Madrid: Thomson.
- Pérez Rodríguez, M.J. (2011). «El papel del mentor en las empresas familiares». En J. Corona (ed.): *Empresa familiar: aspectos jurídicos y económicos*, Barcelona: Ediciones Deusto.
- Pérez-González, F. (2001). «Does inherited control hurt firm performance», manuscrito no publicado, Columbia University.
- (2006). «Inherited control and firm performance», *The American economic review*: 1559-1588.
- Pérez, S.E.; Llopis, A.S.; Llopis, J.A.S. (2004). «The determinants of survival of Spanish manufacturing firms», *Review of Industrial Organization*, 25(3): 251-273.
- Pernsteiner, H.; Dick, M. (2013). *The capital structure and the dividend policy of family firms*, Lublin: Annales Universitatis Marie Curie-Sklodowska, 15(4).
- Perrow, C. (1986). *Complex Organizations: A Critical Essay*, 3.^a ed., Nueva York: Random House.
- Pertusa, E.M.; Rienda, L. (2003). «Las relaciones de agencia y la gestión de la empresa familiar: revisión teórica de su eficacia y eficiencia frente a empresas no familiares», *Revista de Economía y Empresa*, 49: 67-78.
- Pervin, A. (1997). «A conversation with Henry Mintzberg», *Family Business Review*, 10(2): 185-198.

-
- Peteraf, M. (1993). «The cornerstones of competitive advantage: A resourced-based view», *Strategic Management Journal*, 14: 179-191.
- Pierce, J.L.; Kostova, T.; Dirks, K.T. (2001). «Toward a theory of psychological ownership in organizations», *Academy of Management Review*, 26(2): 298-310.
- Pindado, J.; Requejo, I.; De la Torre, C. (2008). «Does family ownership impact positively on firm value? Empirical evidence from Western Europe», *Journal of Empirical Finance*, 27: 58-74.
- Pindado, J.; De La Torre, C. (2009). «Effect of ownership structure on underinvestment and overinvestment: empirical evidence from Spain», *Accounting & Finance*, 49(2): 363-383.
- Pindado, J.; Requejo, I.; De la Torre, C. (2011). «Family control and investment–cash flow sensitivity: Empirical evidence from the Euro zone», *Journal of Corporate Finance*, 17(5): 1389-1409.
- (2013). «Concentración de propiedad y valor de mercado en la empresa familiar: un enfoque de gobierno corporativo», *Pecvnia: Revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales*, Universidad de León, monográfico, pp. 111-131.
- Pisano, G.P. (1994). «Knowledge, integration, and the locus of learning: An empirical analysis of process development», *Strategic Management Journal*, 15(invierno): 85-100.
- Platikanova, P. (2005). «El análisis económico-financiero: Estado del arte», *Revista de Contabilidad y Dirección*, 2: 95-120.
- Políticas de capital humano en la empresa familiar*, Price Waterhouse, 2007.
- Pollak, R.A. (1985). «A transaction cost approach to families and households», *Journal of Economic Literature*, 23: 581-608.
- Porter, M.E. (1980). *Competitive strategy*, Nueva York: Free Press.
- (1985). *Competitive advantage: creating and sustaining superior performance*, Nueva York: Free Press.
- (1986). *Competition in global industries*, Harvard Business Press.

-
- (1991). «Capital disadvantage: America's failing capital investment system», *Harvard Business Review*, 70(5): 65-82.
- (1991). *La Ventaja Competitiva de las Naciones*, 1.^a edición, Barcelona: Plaza y Janés. Traducido de: *The competitive advantage of Nations*, Nueva York: Free Press.
- Post, J.E. (1993). «The greening of the Boston Park Plaza Hotel», *Family Business Review*, 6(2): 131-148.
- Postigo Jiménez, M.V.; Díaz Casero, J.; Hernández Mogollón, R. (2008). «Revisión de la literatura en fracaso empresarial: aproximación bibliométrica». En *Estableciendo puentes en una economía global*, Escuela Superior de Gestión Comercial y Marketing, ESIC.
- Poutziouris, P.Z. (2001). «The views of family companies on venture capital: Empirical evidence from the UK small to medium-size enterprising economy» *Family Business Review*, 14(3): 277-291.
- ; Sitorus, S.; Chittenden, F. (2002). *The Financial Affairs of UK Family Companies*, Manchester Business School.
- (2011). «The financial structure and performance of owner-managed family firms: Evidence from the UK economy/Estructura financiera y rentabilidad en empresas familiares gestionadas por la propiedad: evidencias de la economía inglesa», *Universia Business Review*, 32: 70.
- Poza, E.J.; Alfred, T.; Maheshwari, A. (1997). «Stakeholder perceptions of culture and management practices in family and family firms-A preliminary report», *Family Business Review*, 10(2): 135-155.
- Poza, M.E. (1995). *A la sombra del roble: la empresa privada familiar y su continuidad*, Editorial Universitaria para Empresa Familiar.
- Pozuelo Campillo, J.; Labatut Serer, G.; Veres Ferrer, E. (2008). «La insolvencia empresarial en las microempresas valencianas. Un estudio mediante metodología univariante», *Partida Doble*, 201: 68-77.

-
- Pratt, J.H.; Davis, J.A. (1986). «Measurement and evaluation of the population of family-owned and home-based businesses», U.S. Small Business Administration Report n.º 9202-AER-85, Washington, DC: Government Printing Office.
- PricewaterhouseCoopers (2007). «Informe sobre la empresa familiar en España 2007».
- Priem R.L.; Butler, J.E. (2001). «Is the resource-based ‘view’ a useful perspective for strategic management research?», *Academy of Management Review*, 26(1): 22-40.
- Probst, G.; Raisch, S. (2005). «Organizational crisis: the logic of failure», *Academy of Management Perspectives*, 19(1): 90-105.
- Puerto, I.R. (2010). *Corporate governance in family firms: effects of family control on firm value and corporate financial decisions*, tesis doctoral, Universidad de Salamanca.
- Puig Raposo, N.; Fernández Pérez, P. (2008). «La gran empresa familiar española en el siglo XX: claves de su profesionalización», *Revista de la Historia de la Economía y de la Empresa*, (2): 93-122.
- Quintana Navío, J. (2005). «La innovación en las empresas familiares», *CLM. Economía*, 7: 103-130.
- (2005). *El buen gobierno de la empresa familiar. Guía*, Instituto de la Empresa Familiar.
- (2007). «La internacionalización de la empresa familiar española», *Información Comercial Española, ICE: Revista de Economía*, 839: 113-120.
- Raheman, A.; Nasr, M. (2007). «Working capital management and profitability—case of Pakistani firms», *International Review of Business Research Papers*, 3(1): 279-300.
- Rajan, G.R.; Zingales, L. (1995). «What do we know about capital structure? Some evidence from international data», *The Journal of Finance*, 50(6): 1421-1460.
- Rajan, G.R.; Servaes, H.; Zingales, L. (1998). *The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment*, n.º w6368, National Bureau of Economic Research.

- Reyes Recio, L.E. (2001). «Ejercicio de control por el Consejo de Administración: Una aplicación a las empresas familiares», *Icade: Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, (52): 133-154.
- (2010). «La estructura de propiedad y control de las empresas no financieras cotizadas: una descripción de la situación actual ante las reformas del gobierno corporativo», *Dirección y Organización*, 27: 112-126.
- Ricart, J.E. (1991). «Una Introducción a los Modelos de Agencia». En R. Marimón; X. Calsamiglia (eds.): *Invitación a la Teoría Económica*, Barcelona: Ariel, pp. 195-210.
- Rienda García, L.; Pertusa Ortega, E.M. (2002). «Una aproximación teórica a la estructura organizativa de las empresas familiares», *Boletín de Estudios Económicos*, 57(177): 483-499.
- Rivero Romero, J.; Rivero Menéndez, M.J. (1992). *Análisis de estados financieros*, Madrid: Trivium.
- Rivero Torre, P.; Banegas Ochovo, R. (1998). *Análisis por ratios de los estados contables financieros*, Madrid: Civitas.
- Robinson, P.B.; Sexton, E.A. (1994). «The effect of education and experience on self-employment success», *Journal of Business Venturing*, 9: 141-156.
- Rodríguez Fornós, G. (2008). «Los recursos humanos en la empresa familiar», Universitat Oliba CEU, documento extraído el 9 de enero de 2010 de <<http://www.recercat.net/handle/2072/13827>>.
- Rodríguez López, M. (2001). «Predicción del Fracaso Empresarial en Compañías no financieras. Consideración de Técnicas de Análisis Multivariante de Corte Paramétrico», *Actualidad Financiera*, junio: 27- 42.
- ; Piñeiro Sánchez, C.; de Llano Monelos, P. (2014). «Determinación del riesgo de fracaso financiero mediante la utilización de modelos paramétricos, de inteligencia artificial, y de información de auditoría», *Estudios de Economía*, 41(2): 187-217.
- Rojas Gutiérrez, A. (2009). «Empresas familiares, en cabeza de uno», *Revista MM*, 63: 82-88.

-
- Rojo Ramírez, A.; Diéguez Soto, J.; López Delgado, P. (2011). «Importancia del concepto de Empresa Familiar en investigación: utilización de la base de datos SABI para su clasificación», *Revista de Empresa Familiar*, 1(1): 53-67.
- Román Castillo, R.E. (2009). «Una perspectiva heterodoxa sugerida para el estudio de las empresas familiares en Colombia», *Estudios Gerenciales*, 25(112): 101-126.
- Romano, C.; Tanewski, G.; Smyrniotis, K. (2000). «Capital structure decision making: A model for family business», *Journal of Business Venturing*, 16: 285-310.
- Romero Espinosa, F. (2013). «Variables financieras determinantes del fracaso empresarial para la pequeña y mediana empresa en Colombia: análisis bajo modelo Logit», *Pensamiento y Gestión*, 34: 235-277.
- Ronda-Pupo, G.A.; Guerras-Martín, L.A. (2012). «Dynamics of the evolution of the strategy concept 1962–2008: a co-word analysis», *Strategic Management Journal*, 33(2): 162-88.
- Rosa, P.; Scott, M. (1999). «Entrepreneurial diversification, business-cluster formation, and growth», *Environment and Planning C: Government and Policy*, 17(5): 527-547.
- Rose, P.S.; Giroux, G.A. (1984). «Predicting corporate bankruptcy: an analytical and empirical evaluation», *Review of Business and Economic Research*, 19(2): 1-12.
- Rosenblatt, P.C.; de Mik, L.; Anderson, R.M.; Johnson, P.A. (1985). *The Family in Business*, San Francisco: Jossey-Bass.
- Ross, S.A. (1977). «The determination of financial structure: the incentive-signalling approach», *The Bell Journal of Economics*, 8(1): 23-40.
- Rothaermel, F.T.; Boeker, W. (2008). «Old technology meets new technology: complementarities, similarities, and alliance formation», *Strategic Management Journal*, 29(1): 47.
- Rubio Misas, M. (2008). «Análisis del fracaso empresarial en Andalucía. Especial referencia a la edad de la empresa», *Cuadernos de Ciencias Económicas y Empresariales*, 1(54): 35-56.

- Ruiz Ortega, M.J.; Parra Requena, G.; García Villaverde, P.M. (2010). «Un modelo orgánico del proceso de dirección estratégica de la empresa familiar», *Revista de Estudios Empresariales. Segunda Época*, 2.
- Ruiz Palomo, D. (2010). *La solvencia empresarial: pirámides de ratios vs. marco teórico* [tesis doctoral], Universidad de Málaga.
- Ruiz, G.; Sessarego, A.R.; Guzmán-Sanza, R.L. (2007). *Succession as Part of Continuity in Family Firms*. 14 de septiembre. Disponible en: <<http://ssrn.com/abstract=1599307> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1599307>>.
- Rus Rufino, S.; Trevingo Rodríguez, R.N. (2011). «Redefiniendo la empresa familiar». En J. Corona (ed.): *Empresa familiar: aspectos jurídicos y económicos*, Barcelona: Ediciones Deusto.
- Rutherford, M.W.; Kuratko, D.F.; Holt, D.T. (2008). «Examining the link between “familiness” and performance: can the F-PEC untangle the family business theory jungle?», *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(6): 1.089-1.109.
- Ruzo, E.; Díez de Castro, J.; Gómez, M. (2008). «El ciclo evolutivo de la empresa familiar y las estrategias empresariales: Estudio empírico de la empresa familiar gallega». En E.J. Castro Silva; F.J. Díaz de Castro (coords.): *Universidad, Sociedad y Mercados Globales*, AEDEM, pp. 484-497.
- Sabancı Holding (2012). «Vision and Mission Statement», recuperado el 10 de mayo de 2012 de <<http://www.sabanci.com.tr/en/sabancigroup/vision-and-mission-statement/i-139>>.
- Sabater-Sánchez, R.; Ruiz-Mercader, J.; Carrasco-Hernández, A.J. (2003). «Caracterización de la cultura organizacional en la empresa familiar», *working paper*, Departamento de Economía de la Empresa, Universidad de Murcia.
- Sabater Sánchez, R.; Madrid, G.S.; Carrasco Hernández, J. (2004). «Las dimensiones de la retribución en la empresa familiar: marco teórico y evidencia empírica», XIV Congreso ACEDE (Asociación científica de Economía y Dirección de Empresa) celebrado en Murcia en 2004.

-
- Sacristán Navarro, M.; Reyes Recio, L. (2003). «Análisis de las diferencias de comportamiento de las empresas familiares cotizadas», *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 12(2): 57-70.
- Sacristán-Navarro, M.; Forcadell Martínez, F.; Montero Navarro, A. (2004). «¿Qué es el familiness? Hacia una teoría de la empresa familiar», Universidad Rey Juan Carlos, en www.laempresafamiliar.com/biblioferrersalat/media/lilibres/docs/idp886.pdf.
- Sacristán-Navarro, M.; Gómez-Ansón, S.; Cabeza-García, L. (2011). «Family ownership and control, the presence of other large shareholders, and firm performance: Further evidence», *Family Business Review*, 24(1): 71-93.
- Salvato, C.; Chirico, F.; Sharma, P. (2010). «A farewell to the business: Championing exit and continuity in entrepreneurial family firms», *Entrepreneurship and Regional Development*, 22(3/4): 321-348.
- Salvato, C.; Minichilli, A.; Piccarreta, R. (2012). «Faster route to the CEO suite: Nepotism or managerial proficiency?», *Family Business Review*, advance online publication, 25(2): 206-224.
- Sánchez Marín, G.; Monreal Pérez, J. (2013). «La internacionalización de la empresa familiar», *Gestión. Revista de Economía*, 1: 18-23.
- Sánchez Pulido, L.; Vendrell Vilanova, A. (2013). «La financiación de la empresa familiar leridana», *Cuadernos Prácticos de Empresa Familiar*, 2(1): 5-21.
- Sánchez Segura, A. (1994). «La rentabilidad económica y financiera de la gran empresa española. Análisis de los factores determinantes», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 24(78): 159-179.
- Sánchez-Andújar, S. (2004). *Evidencia empírica de la estructura financiera de la pequeña y mediana empresa familiar*, tesis doctoral, Universidad de Jaén.
- Sánchez-Crespo, A.J.; Bellver, A.; Sánchez, A.M. (2005). *La empresa familiar: manual para empresarios*, Deusto.

-
- Sánchez-Ramade, E. (2010). «La continuidad en la empresa familiar, ¿un desiderátum?», consultado el 14 de julio de 2011 de <<http://www.cica.es/aliens/acsyma/Ingreso%20Sanchez-Ramade.pdf>>.
- Sánchez, G.; Larrán, M.; García de la Borbolla, A.; Herrera, J. (2009). «Influencia de la propiedad familiar sobre la eficiencia de las pymes: un análisis de diferencias basado en un concepto multicriterio de rentabilidad», *Revista Internacional de la Pequeña y Mediana Empresa*, 1(2): 42-63.
- Sánchez, J. (2002). «Análisis de rentabilidad de la empresa», *Análisis Contable*, en <<http://www.5campus.com/leccion/anarenta>>.
- Santana Martín, D.J.; Cabrera Suárez, M.K. (2001). «Comportamiento y resultados de las empresas cotizadas familiares versus no familiares», XI Congreso Nacional de ACEDE.
- Santiago, A.L. (2000). «Succession experiences in Philippine family businesses», *Family Business Review*, 13(1): 15-35.
- Scherer, F.M.; Ross, D. (1990). *Industrial market structure and market performance*, 3.^a ed., Houghton Mifflin Company.
- Schmid, T.; Achleitner, A.K.; Ampenberger, M.; Kaserer, C. (2014). «Family firms and R&D behavior—New evidence from a large-scale survey», *Research Policy*, 43(1): 233-244.
- Schulze, W.S.; Lubatkin, M.H.; Dino, R.N.; Buchholtz, A.K. (2001). «Agency relationships in family firms: Theory and evidence», *Organization Science*, 12(2): 99-116.
- Schulze, W.S.; Lubatkin, M.H.; Dino, R.N. (2003). «Toward a theory of agency and altruism in family firms», *Journal Business Venturing*, 18: 473-490.
- Schulze, W.S.; Gedajlovic, E.R. (2010). «Whither family business?», *Journal of Management Studies*, 47(2): 191-204.
- Schwartz, E. (1959). «Theory of the capital structure of the firm», *The Journal of Finance*, 14(1): 18-39.

- Schwartz, M.A.; Barnes, L.B. (1991). «Outside boards and family businesses: Another look», *Family Business Review*, 4(3): 269-285.
- Sciascia, S.; Mazzola, P. (2008). «Family Involvement in Ownership and Management: Exploring Nonlinear Effects on Performance», *Family Business Review*, 21(4): 331-345.
- Seijo, E.; Menéndez, S. (2007). «Eficiencia de las empresas familiares en España: Importancia de las estructuras de propiedad y control», Actas del XIX Congreso Anual de AEDEM y XV Congreso Hispano Francés de AEDEM celebrado en Vitoria.
- Serna, H. (2002). *Gerencia estratégica, teoría-metodología-alineamiento, implementación y mapas estratégicos*, 8.ª edición, 3R Editores.
- Serrasqueiro, Z.S. (2011). «Are capital structure decisions of service SMEs different? Empirical evidence from Portugal», *Management Research Review*, 34(1): 34-57.
- ; Armada, M.R.; Nunes, P.M. (2011). «Pecking Order Theory versus Trade-Off Theory: are service SMEs' capital structure decisions different?», *Service Business*, 5(4): 381-409.
- Servicio de Estudios del Instituto de la Empresa Familiar (2007). «Informe sobre Internacionalización», marzo, Instituto de la Empresa Familiar.
- Setia-Atmaja, L.; Tanewski, G.A.; Skully, M. (2009). «The role of dividends, debt and board structure in the governance of family controlled firms», *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(7/8): 863-898.
- Shafieyoon, R.; Mansouri, M. (2014). «Factors Dominating the Continuity and Decline of Family Businesses», *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 4(1): 327-343.
- Shanker, M.C.; Astrachan, J.H. (1996). «Myths and realities: Family businesses' contribution to the US economy—A framework for assessing family business statistics», *Family Business Review*, 9(2): 107-123.
- Shapiro, A.C.; Titman, S. (1986). «An integrated approach to corporate risk management», *The Revolution in Corporate Finance*, 3: 251-265.

-
- Sharma, P.; Chrisman, J.J.; Chua, J.H. (1997). «Strategic Management of the family business: past research and future challenges», *Family Business Review*, 10(1): 1-37.
- (2003). «Predictors of satisfaction with the succession process in family firms», *Journal of Business Venturing*, 18(5): 667-687.
- Sharma, P.; Chrisman, J.J.; Gersick, K.E. (2012). «25 years of family business review: Reflections on the past and perspectives for the future», *Family Business Review*, 25(1): 5-15.
- Sharma, P.; Hoy, F.; Astrachan, J. H.; Koiranen, M. (2007). «The practice-driven evolution of family business education», *Journal of Business Research*, 60(10): 1012-1021.
- Shleifer, A.; Vishny, R.W. (1997). «A survey of corporate governance», *The Journal of Finance*, 52(2): 737-783.
- Short, J.C.; Payne, G.T.; Brigham, K.H.; Lumpkin, G.T.; Broberg, J.C. (2009). «Family Firms and Entrepreneurial Orientation in Publicly Traded Firms A Comparative Analysis of the S&P 500», *Family Business Review*, 22(1): 9-24.
- Shyam-Sunder, L.; Myers, S.C. (1999). «Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure», *Journal of Financial Economics*, 51(2): 219-244.
- Sirmon, D.G.; Hitt, M.A. (2003). «Managing resources: linking unique resources, management and wealth creation in family firms», *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4) 339-358.
- ; Ireland, R.D. (2007). «Managing firm resources in dynamic environments to create value: looking inside the black box», *Academy of Management Review*, 32(1).
- Skomp, S.E.; Edwards, D.E. (1978). «Measuring small business liquidity: An alternative to current and quick ratios», *Journal of Small Business Management (pre-1986)*, 16(2): 22.
- Škudienė, V.; Štangej, O. (2013). «Family business transgenerational continuity in transition economies: towards a conceptual model», *Organizations and Markets in Emerging Economies*, 2: 150-167.

-
- Smith, B.F.; Amoako-Adu, B. (1999). «Management succession and financial performance of family controlled firms», *Journal of Corporate Finance*, 5(4): 341-368.
- Smyrnios, K.; Romano, C. (1994). «The Price Waterhouse/Commonwealth Bank Family Business Survey», disponible en Smyrnios, K., School of Management, RMIT University.
- Sogorb-Mira, F.; López-Gracia, J. (2003). «Pecking order versus trade-off: an empirical approach to the small and medium enterprise capital structure», disponible en *SSRN* 393160.
- Somoza López, A. (2001). «Un modelo de predicción de la insolvencia empresarial aplicado al sector textil y confección de Barcelona (1994-1997)», *Documents de Treball*, 7.
- ; Vallverdu Calafell, J. (2007). «Predicción de la insolvencia empresarial: comparación de la selección de los ratios contables en los modelos contable-financieros», *Revista de Contabilidad y Dirección*, 5: 169-203.
- Sonfield, M.C.; Lussier, R.N. (2009). «Family-member and non-family-member managers in family businesses», *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 16(2): 196-209.
- Sonnenfeld, J.A.; Spence, P.L. (1989). «The parting patriarch of a family firm», *Family Business Review*, 2(4): 355-375.
- Spence, M. (1973). «Job market signaling», *The quarterly journal of Economics*, 87(3): 355-374.
- Sraer, D.; Thesmar, D. (2007) «Performance and behavior of family firms: Evidence from the French stock market», *Journal of the European Economic Association*, 5(4): 709-751.
- Srivastava, R.K.; Shervani, T.A.; Fahey, L. (1998). «Market-based assets and shareholder value: a framework for analysis», *The Journal of Marketing*, 62(1): 2-18.

-
- Stafford, K.; Duncan, K.A.; Dane, S.; Winter, M. (1999). «A research model of sustainable family businesses», *Family Business Review*, 12(3): 197-208.
- Steckerl, V. (2006). «Modelo explicativo de una empresa familiar que relaciona valores del fundador, cultura organizacional y orientación al mercado», *Pensamiento y Gestión*, 20: 194-215.
- Steger, T. (2004). «Corporate Governance of German SMEs—A review with special regards to the situation in East Germany», *Economic Commission For Europe Paper*, (6).
- Steier, L. (2001). «Family firms, plural forms of governance, and the evolving role of trust», *Family Business Review*, 14(4): 353-367.
- ; Crisman, J.; Chua, J. (2004). «Entrepreneurial management in family firms: an introduction», *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28(4): 295-303.
- Steijvers, T.; Niskanen, M. (2011). «Tax Aggressive Behaviour in Private Family Firms—the effect of the CEO and board of directors», disponible en *SSRN 1937651*.
- Stein, J.C. (1989). «Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior», *Quarterly Journal of Economics*, 104(4): 655-69.
- (2000). *Information production and capital allocation: Decentralized vs. hierarchical firms*, n.º w7705, National Bureau of Economic Research.
- Stem, M.H. (1986). *Inside the family-held business*, Nueva York: Harcourt Brace Jovanovich.
- Stewart, A.; Hitt, M.A. (2012). «Why can't family business be more like a nonfamily business? Modes of professionalization in family firms», *Family Business Review*, 25(1): 58-86.
- Stiglitz, J.E.; Weiss, A. (1981). «Credit rationing in markets with imperfect Zinformation», *The American Economic Review*, 7(3): 393-410.
- (2009). «Razones por las que es relevante la estructura financiera», *RAE: Revista Asturiana de Economía*, 43: 49-57.

-
- Storey, D.J.; Keasey, K.; Wynarczyk, P.; Watson, R. (1987). *The performance of small firms: profits, jobs and failures*, University of Illinois at Urban-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship.
- Stulz, R.M. (1988). «Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control», *Journal of Financial Economics*, 20(1/2): 25-54.
- (1990). «Managerial discretion and optimal financing policies», *Journal of Financial Economics*, 26(1): 3-27.
- Suto, M. (2003). «Capital structure and investment behaviour of Malaysian firms in the 1990s: a study of corporate governance before the crisis», *Corporate Governance: An International Review*, 11(1): 25-39.
- Swinth, R.L.; Vinton, K.L. (1993). «Do family-owned businesses have a strategic advantage in international joint ventures?», *Family Business Review*, 6(1): 19-30.
- Syme, J.S. (1999). *Mentoring in Family Firms (succession)*, tesis doctoral, UMI.
- Taffler, R. (1982). «Forecasting company failure in the UK using discriminant analysis and financial ratio data» *Journal of the Royal Statistical Society*, 145(3): 342-358.
- Tagiuri, R.; Davis, J. (1996). «Bivalent attributes of the family firm», *Family Business Review*, 9(2): 199-208.
- Tajfel, H. (1982). «Social psychology of intergroup relations», *Annual Review of Psychology*, 33: 1-39.
- Takahashi, K.; Kurokawa, Y.; Watase, K. (1984). «Corporate bankruptcy prediction in Japan», *Journal of Banking & Finance*, 8(2): 229-247.
- Tanewski, G.A.; Prajogo, D.; Sohal, A. (2003). «Strategic orientation and innovation performance between family and non-family firms», 48th World Conference of the International Council of Small Business, celebrada en junio en Belfast.
- Tapies, J. (2009). «Empresa familiar: el valor de los valores», *Revista de Antiguos Alumnos*, IESE Business School, enero-marzo: 28-34.

-
- (2009). *Empresa familiar: ni tan pequeña, ni tan joven*, Barcelona: Fundación Jesús Serra.
- (2011). «Empresa familiar: un enfoque multidisciplinar», *Universia Business Review*, (32): 12-25.
- ; Ceja, L. (2011). «Los protocolos familiares en países de habla hispana: cómo son y para qué se utilizan», documento de investigación IESE, DI-931.
- Tascón, M.; Castaño, F. (2012). «Variable y modelos para identificación y predicción del fracaso empresarial: Revisión de la investigación reciente», *Revista de Contabilidad*, 15(1): 7-58.
- Tatoglu, E.; Kula, V.; Glaister, K.W. (2008). «Succession Planning in Family-owned Businesses Evidence from Turkey», *International Small Business Journal*, 26(2): 155-180.
- Tenjo, F.; López, E.; Zamudio, N. (2006). *Determinantes de la estructura de capital de las empresas colombianas: 1996-2002*, Bogotá: Banco de la República, Serie Borradores de Economía (308).
- Theodossiou, P. (1991). «Alternative models for assessing the financial condition of business in Greece», *Journal of Business Finance & Accounting*, 18(5): 697-720.
- Thomsen, S.; Pedersen, T. (2000). «Ownership structure and economic performance in the largest European companies», *Strategic Management Journal*, 21(6): 689-705.
- Titman, S.; Wessels, R. (1988). «The determinants of capital structure choice», *The Journal of Finance*, 43(1): 1-19.
- Tokarczyk, J.; Hansen, E.; Green, M.; Down, J. (2007). «A Resource-Based View and Market Orientation Theory Examination of the Role of “Familiness” in Family Business Success», *Family Business Review*, 20(1): 17-31.
- Torres, J.L. (2005). «Enfoques para la medición del impacto de la gestión del capital humano en los resultados del negocio», *Pensamiento y Gestión*, 18: 151-176.

- Tresierra, Á. (2008). «Comportamiento de la estructura financiera en un grupo de empresas españolas previa a la participación del capital riesgo», Doctorado en Finanzas de Empresa, documento de trabajo n.º 802.
- Trostel, A.O.; Nichols, M.L. (1982). «Privately-held and publicly-held companies: A comparison of strategic choices and management processes», *Academy of Management Journal*, 25(1): 47-62.
- Ulmer, K.J.; Nielsen, A. (1947). «Business turnover and causes of failure», *Survey of Current Business Research*, 27(4): 10-16.
- Upton, N.; Vinton, K.; Seaman, S.; Moore, C. (1993). «Research note: Family business consultants—Who we are, what we do, and how we do it», *Family Business Review*, 6(3): 301-311.
- Ussmane, A.M. (1994). *A transferência de geração na direcção das empresas familiares em Portugal*, tesis doctoral, Universidade da Beira interior Covilha.
- (1996). «As empresas familiares—Características e problemáticas», *Portuguese Journal of Management Studies*, 3(1): 19-25.
- ; Jiménez, J.J.; García, P.M. (2001). «Una reflexión sobre el proceso de dirección estratégica de la empresa familiar: propuesta de un modelo», Actas del I Congreso Nacional de Investigación sobre la Empresa Familiar, OPVI celebrado en Valencia, pp. 347-372.
- (2004). *Empresas familiares*, Lisboa: Editorial Silabo.
- Vaknin, O. (2010). «The family business risk profile», *Glucksman Fellowship Program Student Research Reports: 2009-2010*, 27.
- Vallejo Martos, M.C. (2003). *La cultura de la empresa familiar como ventaja competitiva: Una aplicación al sector de concesionarios de automoción*, tesis doctoral no publicada, Departamento de Administración de Empresas, Contabilidad y Sociología, Universidad de Jaén.
- (2005). «Cuando definir es una necesidad. Una propuesta integradora y operativa del concepto de empresa familiar», *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 11(3): 151-171.

-
- (2008). «Is the culture of family firms really different? A value-based model for its survival through generations», *Journal of Business Ethics*, 81: 261-279.
- Van Essen, M.; van Oosterhout, J.H.; Carney, M. (2012). «Corporate boards and the performance of Asian firms: A meta-analysis», *Asia Pacific Journal of Management*, 29(4): 873-905.
- Vargas Sánchez, A. (2004). «Development of corporate governance systems: agency theory versus stewardship theory in Welsh agrarian cooperative societies». En 4th Annual Conference of EURAM (European Academy of Management), St. Andrews, celebrada del 5 al 9 de mayo en Escocia.
- Varian, H.R. (1987). «The arbitrage principle in financial economics», *Journal of Economic Perspectives*, 1(2): 55-72.
- Venter, W.P.; Kruger, S.; Herbst, F.J. (2007). «A Proposed Conceptual Familiness Transmission of Capital Model», *South African Journal of Business Management*, 38(3): 1-14.
- Ventura Victoria, J. (1994). *Análisis competitivo de la empresa: un enfoque estratégico*, Civitas.
- Vieira, E.S. (2013). «Capital Structure Determinants in the Context of Family Firms», *Proceedings in ARSA-Advanced Research in Scientific Areas*, 1.
- Vilanova, A.V. (1985). «El Modelo de los Cuatro Niveles», ESADE, documento no publicado.
- (2008). *La Dinámica de la estructura de capital. Evidencia para las empresas industriales españolas*, tesis doctoral, Universitat de Lleida.
- Villalonga, B.; Amit, R. (2006). «Benefits and costs of control-enhancing mechanisms in US family firms», *ECGI WP Series in Finance*, 131.
- (2006). «How do family ownership, control and management affect firm value?», *Journal of Financial Economics*, 80(2): 385-417.
- Voordeckers, W.; Steijvers, T. (2006). «Business collateral and personal commitments in SME lending», *Journal of Banking and Finance*, 30(11): 3067-3086.

-
- Voordeckers, W.; Van Gils, A.; Van den Heuvel, J. (2007). «Board Composition in Small and Medium-Sized Family Firms», *Journal of Small Business Management*, 45(1): 137-156.
- Wadnipar, H. *et al.* (2008). «Determinación de la estructura de capital de las empresas colombianas», *Revista Soluciones de Postgrado EIA*, 1: 23-44.
- Wahlqvist, I. (2014). *The Capital Structure, Ownership and Survival of Newly Established Family Firms*, tesis doctoral, BI Norwegian Business School.
- Walker, E.; Brown, A. (2004). «What success factors are important to small business owners?», *International Small Business Journal*, 22(6): 577-594.
- Wallace, J.S. (2010). *Family-owned businesses: Determinants of business success and profitability*, tesis doctoral, Utah State University.
- Wang, D. (2006). «Founding family ownership and earnings quality», *Journal of Accounting Research*, 44(3): 619-656.
- Ward, J.L. (1987). *Keeping the family business healthy: how to plan for continuing Growth. Probability and family leadership*, San Francisco: Jossey Bass.
- (1988). «The active board with outside directors and the family firm», *Family Business Review*, 1(3): 223-229.
- (1988). «The special role of strategic planning for family businesses» *Family Business Review*, 1(2): 105-117.
- ; Handy, J.L. (1988). «A survey of board practices», *Family Business Review*, 1(3): 289-308.
- (1991). *Creating effective boards for private enterprises: Meeting the challenges of continuity and competition*, Jossey-Bass.
- (1997). «Growing the family business: Special challenges and best practices», *Family Business Review*, 10(4): 323-337.
- ; Dolan, C. (1998). «Defining and describing family business ownership configurations», *Family Business Review*, 11(4): 305-310.

-
- (2004). «How governing family businesses is different». En U. Steger (ed.): *Mastering Global Corporate Governance*, Nueva York: IMD, pp. 135-167.
- (2006). *El éxito en los negocios de familia*, Editorial Norma.
- (2011). «El arte de la continuidad de la empresa familiar. Más allá de las buenas prácticas». Conferencia en la Fundación Rafael del Pino.
- Watson, J.; Everett, J. (1996). «Do small businesses have a high failure rate?», *Journal of Small Business Management*, 34(4): 45-63.
- Watson, R.; Wilson, N. (2002). «Small and medium size enterprise financing: A note on some of the empirical implications of a pecking order» *Journal of Business Finance & Accounting*, 29: 557-578.
- Weber, M. (1946). *The theory of social economic organization*, Nueva York: Oxford University Press.
- Wei, K.J.; Zhang, Y. (2008). «Ownership structure, cash flow, and capital investment: Evidence from East Asian economies before the financial crisis», *Journal of Corporate Finance*, 14(2): 118-132.
- Weisbach, M.S. (1988). «Outside directors and CEO turnover», *Journal of Financial Economics*, 20: 431-460.
- Welsch, J.H. (1993). «The impact of family ownership and involvement on the process of management succession», *Family Business Review*, 6(1): 31-54.
- Wernerfelt, B. (1984). «A resource-based view of the firm», *Strategic Management Journal*, 5: 171-180.
- Westhead, P.; Cowling, M. (1997). «Performance contrasts between family and non-family unquoted companies in the UK», *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 3(1): 30-52.
- Westhead, P.; Howorth, C. (2006). «Ownership and management issues associated with family firm performance and company objectives», *Family Business Review*, 19(4): 301-316.

-
- Whiteside, M.F.; Brown, F.H. (1991). «Drawbacks of a dual systems approach to family firms: Can we expand our thinking?», *Family Business Review*, 4(4): 383-395.
- Williamson, O.E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism*, Nueva York: Free Press.
- Wilson, N.; Wright, M.; Scholes, L. (2013). «Family business survival and the role of boards», *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(6): 1.369-1.389.
- Wiwattanakatang, Y. (1999). «An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms», *Pacific Journal*, 7(3/4): 371-403.
- Wortman, M.S. (1994). «Theoretical foundations for family-owned business: A conceptual and research-based paradigm», *Family Business Review*, 7(1): 3-27.
- Wright, M.; Kellermanns, F.W. (2011). «Family firms: A research agenda and publication guide», *Journal of Family Business Strategy*, 2(4): 187-198.
- Wright, P.; Mukherji, A.; Kroll, M.J. (2001). «A reexamination of agency theory assumptions: extensions and extrapolations», *The Journal of Socio-Economics*, 30(5): 413-429.
- Wu, Z.; Chua, J.H.; Chrisman, J.J. (2007). «Effects of family ownership and management on small business equity financing» *Journal of Business Venturing*, 22(6): 875-895.
- Xu, N.; Xu, X.; Yuan, Q. (2013). «Political connections, financing friction, and corporate investment: evidence from Chinese listed family firms», *European Financial Management*, 19(4): 675-702.
- Yu, A.; Lumpkin, G.T.; Sorenson, R.L.; Brigham, K.H. (2012). «The landscape of family business outcomes a summary and numerical taxonomy of dependent variables», *Family Business Review*, 25(1): 33-57.
- Zacharakis, A.L.; Meyer, G.D.; De Castro, J. (1999). «Differing perceptions of new venture failure: A matched exploratory study of venture capitalists and entrepreneurs», *Journal of Small Business Management*, 37(3): 1-14.

- Zahra, S.A. (2003). «International expansion of US manufacturing family businesses: The effect of ownership and involvement», *Journal of Business Venturing*, 18(4): 495-512.
- ; Sharma, P. (2004). «Family business research: A strategic reflection», *Family Business Review*, 17(4): 331-346.
- ; Neubaum, D.O.; Larrañeta, B. (2007). «Knowledge sharing and technological capabilities: The moderating role of family involvement», *Journal of Business Research*, 60(10): 1070-1079.
- (2008). «The virtuous cycle of discovery and creation of entrepreneurial opportunities», *Strategic Entrepreneurship Journal*, 2(3): 243-257.
- ; Hayton, J.C.; Neubaum, D.O.; Dibrell, C.; Craig, J. (2008). «Culture of family commitment and strategic flexibility: The moderating effect of stewardship», *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32(6): 1.035-1.054.
- Zambrano Vargas, S.M.; Acuña Corredor, G.A. (2011). «Estructura de capital. Evolución teórica», *Criterio Libre*, 9(15): 81-102.
- Zavgren, C.V. (1985). «Assessing the vulnerability to failure of American industrial firms: a logistic analysis», *Journal of Business Finance & Accounting*, 12(1): 19-45.
- Zellweger, T. (2007). «Time horizon, costs of equity capital, and generic investment strategies of firms», *Family Business Review*, 20(1): 1-15.
- Zhou, H. (2012). «Are family firms better performers during financial crisis?», *working paper*, disponible en <<http://ssrn.com/abstract=1990250>>.
- Zingales, L. (1998). «Survival of the fittest or the fattest? Exit and financing in trucking industry», *Journal of Finance*, 53(3): 905-938.
- Zmijewski, M.E. (1984). «Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models», *Journal of Accounting Research*, 22: 59-82.
- Zuiker, V.S.; Lee, Y.G.; Olson, P.D.; Danes, S.M.; VanGuilder-Dik, A.N.; Katras, M.J. (2002). «Business, family, and resource intermingling characteristics as predictors

of cashflow problems in family-owned businesses», *Financial Counseling and Planning*, 13(2): 65-81.

Zúñiga Vicente, J.A.; Sacristán Navarro, M. (2009). «Los directivos externos y la sucesión en la empresa familiar: un caso de estudio», *Universia Business Review*, (22): 74-87.