

LA EMPRESA FAMILIAR EN ESPAÑA

Fundamentos económicos y resultados

Fundación BBVA

Carmen Galve Górriz
Vicente Salas Fumás



LA EMPRESA FAMILIAR EN ESPAÑA

La empresa familiar en España

Fundamentos económicos
y resultados

Carmen Galve Górriz
Vicente Salas Fumás

Fundación **BBVA**

La decisión de la Fundación BBVA de publicar el presente libro no implica responsabilidad alguna sobre su contenido ni sobre la inclusión, dentro del mismo, de documentos o información complementaria facilitada por los autores.

No se permite la reproducción total o parcial de esta publicación, incluido el diseño de la cubierta, ni su incorporación a un sistema informático, ni su transmisión por cualquier forma o medio, sea electrónico, mecánico, reprográfico, fotoquímico, óptico, de grabación u otro sin permiso previo y por escrito del titular del *copyright*.

DATOS INTERNACIONALES DE CATALOGACIÓN

Galve Górriz, Carmen

La empresa familiar en España : fundamentos económicos y resultados / Carmen Galve Górriz, Vicente Salas Fumás. — Bilbao : Fundación BBVA, 2003

205 p. ; 24 cm

ISBN 84-95163-69-1

I. Empresa familiar 2. España I. Salas Fumás, Vicente

II. Fundación BBVA, ed. III. Título

334.722.24(460)

*La empresa familiar en España:
Fundamentos económicos y resultados*

EDITA:

© Fundación BBVA. Plaza de San Nicolás, 4. 48005 Bilbao

IMAGEN DE CUBIERTA: Manuel HERNÁNDEZ MOMPÓ, *Mercado en la plaza cuadrada*, 1986

Óleo sobre lienzo, 188 × 188 cm

© Colección BBVA

DISEÑO DE CUBIERTA: Roberto Turégano

ISBN: 84-95163-69-1

DEPÓSITO LEGAL: M-25.093-2003

DIRECCIÓN DE PRODUCCIÓN: Fundación BBVA

IMPRIME: Rógar, S. A.

PRODUCCIÓN: Atlántida Grupo Editor

Los libros editados por la Fundación BBVA están elaborados con papel 100% reciclado, fabricado a partir de fibras celulósicas recuperadas (papel usado) y no de celulosa virgen, cumpliendo los estándares medioambientales exigidos por la actual legislación.

El proceso de producción de este papel se ha realizado conforme a las regulaciones y leyes medioambientales europeas y ha merecido los distintivos Nordic Swan y Ángel Azul.

Í N D I C E

Presentación.....	11
1. Fundamentos económicos de la empresa familiar	
1.1. Introducción	15
1.2. La historia del capitalismo familiar	17
1.2.1. Greif y la aparición de la empresa familiar.....	21
1.3. Definición de empresa familiar.....	23
1.4. Economía de la empresa familiar	25
1.4.1. La familia como estructura de gobierno: ventajas e inconvenientes.....	27
1.4.2. Implicaciones para la empresa familiar	30
1.5. Conclusiones.....	36
1.6. Anexo. Incentivos en la empresa familiar: equipos y agencia.....	37
1.6.1. Problemas de agencia en la empresa familiar	38
1.6.2. Paternalismo o altruismo asimétrico	40
1.6.3. Altruismo simétrico y lealtad.....	41
1.6.4. Producción en equipo en la empresa familiar	42
1.6.5. Consideraciones finales.....	44
2. Comportamiento y resultado de la empresa familiar	
2.1. Introducción	47
2.2. Decisiones sobre recursos productivos	48
2.3. El equilibrio entre control y crecimiento	52
2.4. Estrategias competitivas	56
2.5. Financiación de la empresa.....	60
2.6. Conclusiones.....	68

3. Demografía empresarial y características estructurales de la empresa española	
3.1. Introducción	71
3.2. Demografía y estructura empresarial española	73
3.2.1. Número y tamaño de sociedades mercantiles	73
3.2.2. Evolución del número de emprendedores	76
3.3. Estructura empresarial de la manufactura española	80
3.4. Conclusiones	88
4. Recursos, mercados y resultados de la empresa manufacturera española	
4.1. Introducción	93
4.2. Empresa familiar: recursos y estrategias	94
4.2.1. Marco teórico	96
4.2.2. Predicciones para el contraste empírico	103
4.3. Evidencias empíricas: recursos, mercados y resultados de la empresa familiar manufacturera española	103
4.3.1. Recursos	104
4.3.2. Mercados	113
4.3.3. Resultados empresariales	115
4.4. Conclusiones	117
5. La empresa familiar en la Bolsa española: estructura de propiedad, decisiones de inversión y financiación y resultados (1990-1997)	
5.1. Introducción	121
5.2. Número de empresas familiares y estructura accionarial	122
5.2.1. Evolución de la estructura de propiedad	125
5.3. Comparación de empresas familiares y no familiares: evolución temporal	130
5.3.1. Rentabilidad económica	136
5.3.2. Rentabilidad financiera	139
5.4. Decisiones operativas, de inversión y financieras	142
5.5. Comparación de resultados	150
5.6. Conclusiones	153

6. La salida a bolsa de la empresa familiar española en la década de los noventa	
6.1. Introducción	157
6.2. La empresa familiar y el mercado de capitales	158
6.3. Evidencias a partir de empresas españolas que salen a cotizar en bolsa	165
6.3.1. Análisis de la estructura de propiedad de las empresas después de la salida a bolsa	168
6.3.2. Evolución de las estructuras patrimoniales	172
6.3.3. Consecuencias económicas y financieras de la salida a bolsa	177
6.4. Conclusiones	182
Conclusiones finales	185
Bibliografía	193
Índice de cuadros y gráficos	199
Índice alfabético	201
Nota sobre los autores	205

Presentación

AUNQUE las cifras concretas varían en función del criterio de definición de empresa familiar que se utiliza, la importancia cuantitativa de estas empresas es grande en todos los países sea cual sea su nivel de desarrollo. En España, como en el promedio europeo, se atribuye a las empresas familiares dos tercios del Producto Interior Bruto y del empleo. Las empresas de propiedad familiar reclaman atención social, y por ese motivo la Fundación BBVA promovió en su momento una investigación económica sobre las mismas cuyo resultado pone a disposición del público interesado, editando este libro.

Contribuir al debate social sobre la forma de empresa que llamamos familiar requiere ir más allá de los problemas de gestión concretos que se plantean en este tipo de empresas y estudiar su contribución al desarrollo económico y a la creación de riqueza. Por otra parte, el mayor conocimiento de la realidad empresarial mejora, en última instancia, la capacidad de gestión de quienes son responsables de ella. Estos dos objetivos, mejorar el conocimiento de la realidad empresarial española y contribuir a que ese conocimiento se traduzca en una mayor eficiencia y efectividad de las decisiones económicas que deben tomar empresarios y directivos, motivan esta obra.

El libro comienza con la discusión entre los historiadores de la empresa sobre la contribución histórica de las empresas familiares al desarrollo de las naciones. Los argumentos barajados en dicha discusión enlazan con la posterior conceptualización que sirve de marco teórico para el estudio de la empresa familiar, como forma de gobierno empresarial que se apoya en los valores y normas promovidos entre quienes comparten unos vínculos de parentesco, para facilitar la coordinación y la motivación que exige cualquier acción colectiva. La peculiar forma de gobierno

ofrece ventajas en términos de eficiencia económica, pero también restricciones que parecen manifestarse sobre todo en el aprovechamiento de las oportunidades de crecimiento.

La investigación que sirve de base a esta publicación aporta información novedosa sobre las empresas españolas y a la vez trata de contrastar algunas de las predicciones que resultan del análisis teórico. Para ello se analizan tres bases de datos que ofrecen datos complementarios: las que elabora el Instituto Nacional de Estadística (INE) sobre población activa y directorio de empresas, la que elabora la Fundación Empresa Pública sobre estrategias empresariales en los sectores manufactureros y la que proporciona la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) sobre empresas cotizadas. Con la Encuesta de Población Activa (EPA) se analiza la evolución de los emprendedores en España y el nivel de educación formal que tienen, comparado con el del conjunto de la población activa. El directorio de empresas permite conocer la distribución por tamaños de las empresas y su especialización sectorial. La Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE) es especialmente útil para conocer la importancia de las empresas familiares, a partir de un determinado criterio de definición, en nuestros sectores manufactureros, así como las principales prioridades estratégicas de las empresas familiares en comparación con las no familiares. Por último, los datos facilitados por la CNMV completan el conocimiento de las empresas familiares españolas con información económico-financiera y estructura accionarial dentro del colectivo de empresas que cotizan en bolsa.

Los resultados obtenidos muestran el dinamismo emprendedor de la economía española en la segunda mitad de los años noventa, al que sin duda habrán contribuido las empresas familiares. Es cierto también que el nivel de educación formal de los emprendedores es menor que el del conjunto de la población activa, lo cual sugiere un cierto desencuentro entre educación formal y actividad emprendedora. Al mismo tiempo, la dimensión media de las empresas tiende a descender en el tiempo, debido a que su número crece más en el sector servicios, donde la dimensión media es menor que en el resto de sectores.

Otra conclusión del libro es que la empresa familiar manufacturera es de menor dimensión media que la no familiar y crece a

tasas inferiores. Su importancia relativa parece disminuir durante la década de los noventa, lo que demuestra una vulnerabilidad ante las situaciones de crisis económica que se vivieron en la primera parte de la década anterior. Por otra parte, la empresa familiar prioriza recursos humanos sobre recursos de capital a la hora de elegir los recursos productivos, y los activos intangibles, de I+D, sobre los tangibles. A lo largo de la obra se pone de manifiesto que las diferencias de recursos, estrategias y resultados de las empresas obedecen más a diferencias en su dimensión que a diferencias en la propiedad (familiar o no familiar).

Otra de las conclusiones es que la empresa familiar que cotiza en bolsa pierde peso relativo durante la década de los noventa, pues es mayor el número de empresas que dejan de formar parte del colectivo de empresas familiares cotizadas que el de empresas familiares que inician la cotización. La salida a bolsa parece obedecer a razones desiguales entre unas empresas y otras, pero no puede afirmarse que dicha salida sólo se produzca cuando la empresa ha adquirido ya una cierta dimensión mínima.

La importancia de las empresas familiares en todos los países sea cual sea su nivel de desarrollo contrasta con la escasa atención que ha merecido su estudio entre los investigadores económicos. Por este motivo, esta publicación de la Fundación BBVA se concibe como un esfuerzo encaminado a superar ese vacío investigador, con el objetivo fundamental de que, ahondando en el conocimiento de las empresas familiares españolas y de la eficiencia con la que desarrollan su proceso productivo, la sociedad española disponga de más y mejor información que contribuya a alcanzar las más altas cotas de crecimiento y desarrollo económico para nuestra sociedad.

FUNDACIÓN BBVA

1. Fundamentos económicos de la empresa familiar

1.1. Introducción

Este capítulo está dedicado a presentar el marco conceptual que permite el estudio económico de la empresa familiar. Previamente se hace un breve resumen sobre la valoración que ha merecido a los historiadores económicos esta forma de empresa, desde la perspectiva de su contribución al desarrollo económico. El debate concluye con algunas recomendaciones metodológicas sobre cómo debe realizarse el estudio económico de la empresa familiar, que son tenidas en cuenta en los análisis posteriores.

Está ampliamente documentado entre los historiadores económicos que la rápida formación de nuevas empresas familiares proporcionó un dinamismo vital durante las fases iniciales de la modernización industrial de los países desarrollados. Pero las empresas propiedad de una familia han sobrevivido a las dos revoluciones industriales y, hoy en día, siguen siendo una de las formas dominantes de empresa en todo el mundo. Estimaciones solventes indican que entre el 75 y el 99% de todas las empresas de la Unión Europea son familiares. A ellas se les atribuye, además, el 65% del Producto Interior Bruto (PIB) y del empleo en Europa. Es cierto que la inmensa mayoría de las empresas familiares son relativamente pequeñas, pero el número de empresas familiares que destacan por su volumen de actividad no es nada despreciable. En Estados Unidos, se estima que un tercio de las empresas que aparecen en la lista de las 500 más grandes según la revista *Fortune* están controladas por familias. Empresas europeas y americanas como Michelin, Mars y C&A son de propiedad familiar. La mitad de las 20 multinacionales manufactureras suecas más importantes pertenecen a un grupo industrial bajo la propiedad y el control, durante varias generaciones, de la familia Wallenberg. A una menor escala, el contrastado éxito internacional de

las empresas familiares del norte de Italia, especializadas en textil y confección de productos de moda y alta costura, se ha convertido en un símbolo del potencial competitivo de la manufactura de pequeña dimensión a finales del siglo xx. En España, empresas familiares exitosas en los mercados nacionales (como El Corte Inglés) y en los mercados internacionales (Puig, Porcelanosa, Zara, Saica...) van mucho más allá de la anécdota ¹.

Fuera de Europa y Estados Unidos la situación no es muy distinta. Las empresas familiares, sobre todo pequeñas, constituyen la base del dinamismo exportador mostrado por el capitalismo chino, que transforma las economías del este y el sudeste asiáticos durante los últimos treinta años. Los inmensos *chaebol* o conglomerados, que han contribuido a la reciente industrialización de Corea del Sur, son empresas familiares. Los Marwari, Parsee y otros grupos y castas que han dominado el sector empresarial privado en la India moderna son empresas familiares. La única excepción en el mundo actual es Japón. Entre finales del siglo xix y 1945 los *zaibatsu*, poderosas empresas diversificadas en industria, comercio y servicios, eran empresas de propiedad y gestión familiar. Sin embargo, la derrota de Japón en la Segunda Guerra Mundial culminó un proceso, ya iniciado unos años antes, de fuerte tendencia en la separación entre propiedad y control y la incorporación de profesionales externos a la gestión de las empresas niponas. Ello supuso la disolución de los *zaibatsu* de propiedad familiar, aunque no de la tradicional coordinación a través de redes empresariales que habían contribuido a crear (véase Jones y Rose, 1993).

A pesar de la persistencia y dinamismo mostrados por la empresa familiar a lo largo del tiempo, la investigación económica le ha dedicado una atención relativamente escasa, sobre todo en cuanto a modelo conceptual y generalización teórica. Por otra parte, historiadores de la empresa y del desarrollo económico de tan alto prestigio profesional como Chandler, Landes y Lazonick

¹ Las principales cifras sobre importancia de la empresa familiar se obtienen de Jones y Rose (1993). Otros trabajos donde pueden encontrarse referencias sobre la importancia de las empresas familiares son Gersick *et al.* (1997) para todo el mundo y Estados Unidos, y Gallo y García (1989) y Merino y Salas (1993) para España.

han calificado a la empresa familiar de *institución conservadora y negativa para el desarrollo económico de los países*. La importancia empírica de este tipo de instituciones, la falta de conceptos teóricos sólidos para su estudio y la controversia entre los historiadores sobre su papel en el desarrollo económico justifican plenamente un capítulo del trabajo dedicado a exponer los puntos principales del debate y a aportar las bases teóricas para el estudio económico de la empresa familiar. Todo ello será especialmente útil para posteriores análisis y contrastes de carácter empírico. Puesto que nuestro interés se sitúa más cerca de la preocupación *positiva* de explicar la empresa familiar como institución económica y su papel en los procesos de creación de riqueza, la exposición posterior evitará referencias a consideraciones de tipo normativo que han proliferado en los últimos años por parte de consultores y otros especialistas, con el propósito de mejorar la gestión de empresas concretas (a modo ilustrativo, véase Gallo, 1997, y Neubauer y Lank, 1999).

1.2. La historia del capitalismo familiar

Los historiadores de la empresa se han interesado, entre otros temas, por comprender mejor la relación entre la forma de propiedad y gestión de las empresas en un país y en un momento en el tiempo, por un lado, y el progreso económico y social que experimenta el conjunto de la sociedad, por otro ². La experiencia de Estados Unidos —donde la aparición desde el siglo XIX de grandes corporaciones empresariales, cuya propiedad accionarial está separada del control, coincide en el tiempo con la consolidación del país como primera potencia económica mundial— ha marcado la opinión de muchos historiadores sobre la relación entre forma de empresa y desarrollo económico. La conclusión de que el estilo americano de capitalismo *gerencial* era más eficiente que

² Valdaliso y López (2000) es un magnífico libro sobre la historia de la empresa donde condensan una buena parte de las ideas y debates entre historiadores sobre empresa y desarrollo económico. Véase también Comín y Martín Aceña (1996). No nos consta, sin embargo, ningún trabajo que valore expresamente la contribución de la empresa familiar al desarrollo de la economía española.

otras formas alternativas dominantes en lares distintos se difunde rápidamente.

Los historiadores americanos fueron los primeros en mostrar sus dudas sobre la eficiencia de las empresas familiares, aunque sus valoraciones trascendieron pronto hacia otros dominios. A principios de los años cincuenta, el historiador Landes desarrolla un modelo explicativo de los pobres resultados relativos de la economía francesa en el siglo XIX, uno de cuyos puntos centrales es precisamente el conservadurismo intrínseco de las empresas familiares (Landes, 1951). Años más tarde Chandler mantiene una tesis similar en su meritorio trabajo sobre las razones que explican el relativo retraso económico del Reino Unido en el siglo XIX, comparado con Estados Unidos y Alemania. En su opinión, durante la segunda mitad del siglo los empresarios británicos continúan considerando sus empresas como algo personal y propio que debía preservarse para ser transferido a los herederos. El deseo de mantener el control sobre las empresas dio como resultado que los empresarios británicos fracasaran a la hora de abordar las inversiones en producción, distribución y gestión necesarias para explotar plenamente las economías de escala y de alcance en las industrias de la segunda revolución industrial (Chandler, 1990).

La visión de Chandler queda afianzada con los trabajos posteriores de Lazonick y su relato sobre la transición del liderazgo industrial desde el Reino Unido a Estados Unidos y Japón en el siglo pasado (Lazonick, 1991). Durante el siglo XIX, el sistema de *capitalismo propietario* dominante en el Reino Unido funcionó a la perfección y otorgó a este país una clara ventaja competitiva internacional. La especialización vertical y la fragmentación horizontal de la estructura industrial, junto con el control familiar de las empresas, se demostraron idóneos para la tecnología dominante en sectores como hierro, acero, naval, textil e ingeniería mecánica. Sin embargo, el capitalismo propietario fracasa cuando se enfrenta a las complejidades tecnológicas y a los altos costes fijos de la industria a finales del siglo XIX. La ventaja competitiva se traslada a empresas que producen a gran escala, están verticalmente integradas, se organizan jerárquicamente y coordinan sus actividades con medios más cercanos a la *mano visible* de los directivos que a la *mano invisible* del mercado.

Según Lazonick, a las empresas familiares fragmentadas y especializadas de la época les faltaron las jerarquías directivas que hubieran permitido responder adecuadamente al cambio tecnológico (Lazonick, 1991: 45-49):

La experiencia británica de otorgar el control de la empresa a los miembros de la familia de generación a generación, sin tener en cuenta las credenciales necesarias para llevar a cabo una gestión eficaz, entorpeció el crecimiento de la empresa y el desarrollo de las capacidades organizativas necesarias. Con frecuencia, la empresa familiar adoptó una estrategia de bajo crecimiento con el propósito de evitar convertirse en dependiente de acreedores o accionistas externos, que podrían ser una amenaza para la pérdida del control, o para evitar llegar a ser dependientes de una burocracia de especialistas y mandos intermedios.

Años más tarde, en su famoso libro *Scale and Scope*, Chandler insiste en sus tesis sobre empresas familiares y desarrollo económico, y atribuye a estas empresas el objetivo último de asegurar un flujo regular de dividendos a sus propietarios, quienes a la vez son los responsables únicos de su gestión. Este objetivo contrasta con las preferencias por el crecimiento a largo plazo de las empresas bajo el control de los directivos profesionales, y se traduce en una tasa de reparto de beneficios en forma de dividendos mayor entre las empresas familiares que entre las no familiares. El resultado final es un freno al crecimiento de la empresa, con el consiguiente desaprovechamiento de las economías de escala y de alcance.

Las tesis de Chandler y Lazonick han sido cuestionadas por historiadores ingleses disconformes con la línea argumental planteada y con la lectura que aquéllos hacen de la evidencia empírica disponible. Church, uno de los historiadores que más han destacado en estas críticas, cuestiona la tesis de Chandler aportando sus propios datos en forma de evidencias empíricas sobre empresas familiares cuyas estrategias incorporan unos claros objetivos de crecimiento a largo plazo. Por otra parte, llama la atención sobre el hecho de que Chandler basa sus conclusiones en una evidencia empírica limitada a la industria del automóvil (Church, 1993). En opinión de Church, el comportamiento de las empresas familiares

obedece más a la influencia del entorno social y cultural del que forman parte que a los rasgos que imprime la forma de propiedad.

Church analiza la influencia del entorno cultural sobre el comportamiento de las empresas comparando la trayectoria de los *zaibatsu* japoneses con la trayectoria de los *holdings* familiares en el Reino Unido. Mientras que los *holdings* familiares británicos mostraron claras ventajas hasta la Primera Guerra Mundial, la situación cambió de signo en el periodo de entreguerras, cuando la empresa japonesa supo ajustarse a las nuevas realidades. La comparación entre las empresas familiares de los dos países revela que en Japón las empresas crecen por desarrollo endógeno, mientras que en el Reino Unido crecen por adquisiciones externas. En segundo lugar, las empresas japonesas retienen mayor porcentaje de los beneficios generados para financiar inversiones posteriores. Por último, las familias japonesas reconocen sus limitaciones al no disponer en su seno de los talentos y habilidades necesarios para llevar a cabo una gestión altamente compleja con eficacia, y no dudan en contratar a profesionales externos a los que integran rápidamente en la cultura familiar.

De acuerdo con estas observaciones, Church concluye que empresas con una forma de propiedad similar actúan de forma muy diferente en un país y en el otro. La propiedad no puede ser, pues, la causante de las diferencias. Las decisiones y posteriores resultados de las empresas familiares, «obedecen sobre todo al contraste entre entornos culturales que estimulan hipótesis, aspiraciones y criterios de decisión dispares, entre los propietarios y directivos que se desenvuelven dentro de cada sociedad» (Church, 1993: 36).

El debate entre los historiadores sobre la relación entre formas de empresa y desarrollo económico sigue abierto. Sin embargo, el estado actual del mismo permite establecer algunas conclusiones relevantes a la hora de plantear investigaciones sobre la empresa familiar:

- 1) Las formas institucionales de empresa más adecuadas para progresar económicamente varían en el tiempo y según las circunstancias tecnológicas y sociales. La empresa familiar, con sus ventajas y desventajas, que una teoría rigurosa debe ayudar a revelar, responde a este principio general.

- 2) La *empresa familiar* no puede usarse como un término genérico que engloba a las estrategias y estructuras de todas las empresas gestionadas por familias. La escala, alcance, fronteras, organización y estatus legal de las empresas familiares varían históricamente, entre sectores y entre países. La investigación sobre la empresa familiar debe acotar previamente el alcance de los términos *empresa familiar* dentro de cada investigación concreta.
- 3) La diversidad de empresas familiares dentro de cada país y entre países distintos debe permitir realizar estudios para llegar a comprender mejor la importancia relativa de los factores del entorno y de la propia empresa, en la conducta y resultados de las empresas familiares.

1.2.1. Greif y la aparición de la empresa familiar

El historiador Avner Greif, en diversos trabajos, se ha interesado por el estudio de la influencia de las creencias culturales de una sociedad sobre el desarrollo de organizaciones concretas que contribuyen a una mayor creación de riqueza. En uno de estos trabajos explica la aparición de las empresas familiares en la Edad Media en Europa, como parte de un proceso de desarrollo institucional necesario para hacer progresar el comercio entre territorios lejanos (Greif, 1994).

Para Greif, las sociedades pueden dividirse en sociedades colectivistas y en sociedades individualistas. En las primeras, los intercambios económicos transcurren mayoritariamente entre personas que pertenecen a una misma religión, etnia o familia. Con ello se facilita el control del grupo sobre el comportamiento de los agentes, pues éstos perciben una fuerte presión social para cumplir los acuerdos informales que suscriben. Además, el grupo actúa como red de comunicación, de manera que, si algún agente se desvía de las normas establecidas, el hecho se difunde rápidamente entre la colectividad, que priva al transgresor de oportunidades de intercambio futuras.

En las sociedades individualistas, en cambio, todos tienen las mismas oportunidades de participar en intercambios, de manera que las transacciones entre agentes de grupos diferentes son igual de frecuentes que entre personas del mismo grupo. El

cumplimiento de los acuerdos se basa en actuaciones de los tribunales de justicia y en el propio interés de quien comercia, pues cumplir lo acordado permite seguir comerciando en el futuro con quien se ha comerciado hasta el presente. Si alguien incumple un contrato no se le *segrega* del grupo ni se le excluye de futuros intercambios, porque esa persona es *anónima* para terceros. La autodisciplina, cuando los contratos formales no pueden actuar, se consigue gracias a la expectativa de continuar indefinidamente las relaciones corrientes y, por tanto, las instituciones más valiosas para este tipo de sociedades son las que facilitan la aparición de organizaciones con un horizonte de vida ilimitado. Greif incluye entre estas organizaciones a la empresa familiar, que sustituye a las personas físicas de los comerciantes en la formalización de los acuerdos:

Durante el siglo XIII, los comerciantes genoveses crearon la empresa familiar que, en esencia, era una sociedad en comandita con responsabilidad ilimitada. La organización mantuvo intacta y bajo una única propiedad la riqueza de la familia. Al alcanzar la edad adecuada, el hijo del comerciante se hacía cargo de la dirección de la empresa.

[...] En la empresa familiar italiana, varios comerciantes aportaban capital y creaban organizaciones con un horizonte temporal ilimitado, que ocupaban el lugar del comerciante individual en su relación con los agentes (Greif, 1994: 941).

Según Greif, la empresa familiar, como entidad jurídica con personalidad para contratar, surge con el propósito de facilitar el funcionamiento eficiente de una sociedad individualista, es decir, una sociedad que abre las oportunidades de colaboración a personas que no tenían vínculos de parentesco con los comerciantes. Los mecanismos informales de control social propios de la familia como institución social se sustituyen por otros más formales, como el contrato explícito o la continuidad en el tiempo de la relación económica emprendida. El autor concluye su tesis recordando que la creación de estas empresas fue el primer paso para que se desarrollaran otras innovaciones, como la emisión de acciones que suscribían terceros, el desarrollo de un mercado bur-

sátil, la contabilidad y los sistemas de control y coordinación internos, cada vez más necesarios a medida que la empresa aumentaba su complejidad.

1.3. Definición de empresa familiar

Los términos *empresa familiar* tienen un significado poco preciso, como pone de manifiesto la extensa lista de definiciones que se han utilizado por la literatura especializada para describir este tipo de organizaciones³. Una forma de superar esta ambigüedad es la clasificación de las definiciones en *amplia*, *intermedia* y *restrictiva*, propuesta por Shanker y Astrachan (1996; citado en Neubauer y Lank, 1999).

En su definición más *amplia*, para que una empresa sea considerada familiar basta con que el control de las decisiones estratégicas recaiga en los miembros de una familia y que exista el deseo explícito de que ese control perdure en el futuro. En su sentido más amplio, empresa familiar será aquella en la que los miembros de una familia tienen suficiente poder político para decidir la estrategia de la empresa.

La definición *intermedia* incluye entre las empresas familiares a aquellas en las que el fundador o sus descendientes controlan la empresa y las decisiones estratégicas y, además, tienen cierta participación directa en la ejecución de dicha estrategia. Junto al poder político, la familia participa directamente en la gestión, aunque no en exclusividad.

La definición *restrictiva* sólo considera familiares a aquellas empresas en las que varias generaciones de una determinada dinastía familiar tienen un control y una presencia activa en la gestión y, por lo tanto, la participación de la familia en los diversos niveles de dirección y ejecución es muy intensa. La familia monopoliza la propiedad y la gestión de la empresa.

Algunos autores españoles tienden a adoptar una visión restrictiva cuando se aproximan a la empresa familiar. En este sentido, Gallo (1997) escribe: «la empresa familiar es la existencia

³ Véase, por ejemplo, la lista de definiciones en Neubauer y Lank (1999: 53-55).

actual, y el deseo de que continúe en el futuro, de un importante nexo de unión entre una empresa y una familia». El nexo consiste en que parte de la cultura de ambas, formada por creencias y valores, es permanente y voluntariamente compartida. Esta definición se asienta en consideraciones de tipo cualitativo, compartir la cultura entre la familia y la empresa, lo que hace difícil en la práctica distinguir las empresas familiares de las que no lo son. Gallo propone tres atributos fácilmente observables y que, en su opinión, deben estar muy correlacionados con la proximidad cultural entre empresa y familia, a partir de los cuales la distinción se simplifica.

- 1) *Propiedad*: control efectivo de los derechos políticos. Si la empresa adopta la forma jurídica de sociedad por acciones, la familia concentra suficiente poder para controlar la actividad de la empresa (por ejemplo, la mayoría de las acciones).
- 2) *Poder*: uno o varios de los miembros de la familia propietaria dedica toda o una parte significativa de su vida laboral a trabajar en la empresa, generalmente ocupando puestos directivos y/o como miembro del consejo de administración.
- 3) *Continuidad*: la segunda generación, al menos, de la dinastía familiar se ha incorporado activamente a la empresa, poniendo de manifiesto la voluntad inequívoca de transmisión generacional de la propiedad y el control de la misma y, con ello, la prolongación en la empresa de los valores de la familia.

La relevancia de utilizar una definición u otra de empresa familiar se pone de manifiesto a través de las cifras del cuadro 1.1, donde queda reflejada la importancia relativa de la empresa familiar en la economía de Estados Unidos, según la definición, amplia, intermedia o restrictiva, que se utilice. Aplicar una definición restrictiva o una definición amplia supone atribuir a las empresas familiares un 12 o un 49%, respectivamente, del PIB americano.

Muchas veces la definición de empresa familiar que se utilice vendrá condicionada por la información disponible y/o por los objetivos del estudio que ha de realizarse. En esos casos el investi-

CUADRO 1.1: Importancia relativa de la empresa familiar en la economía de Estados Unidos, según el criterio de definición adoptado

	Definición amplia	Definición intermedia	Definición restrictiva
Número de empresas familiares (millones)	20,3	12,2	4,1
Porcentaje de PIB	49	30	12
Porcentaje de empleo	59	37	15
Porcentaje de nuevos empleos creados	78	48	19

Fuente: Neubauer y Lank (1999: 39).

gador no puede hacer más que utilizar una definición operativa y hacerla explícita con el fin de que se pueda calibrar el verdadero alcance de su investigación. En el presente trabajo se adopta una postura pragmática y operativa en la definición de empresa familiar que debe utilizarse en cada caso ⁴.

1.4. Economía de la empresa familiar

El análisis económico más convencional desarrolla una teoría sobre la familia en la que se destaca, sobre todo, el comportamiento observado en sus relaciones con el mercado (demanda de bienes y oferta de trabajo); la economía familiar es contemplada como una *caja negra* descrita únicamente por su estructura de preferencias ⁵. A partir de los trabajos pioneros de Gary Becker, surge una nueva Economía familiar interesada en explicar conductas alejadas de las relaciones de mercado, como por ejemplo el fenómeno de la fertilidad, la educación de los hijos y la asignación del tiempo. El modelo básico describe un proceso productivo para la familia, donde la combinación entre el tiempo que sus miembros dedican al trabajo, junto con los bienes y servicios comprados y vendidos al mercado, determinan la producción deseada (véase Becker, 1965 y 1981).

⁴ Esto será evidente en los capítulos empíricos posteriores.

⁵ Esta aproximación se corresponde aproximadamente con el tema dedicado a «comportamiento del consumidor» en los libros de Microeconomía.

La aportación de Becker analiza la producción de bienes y servicios dentro de la familia aplicando las mismas herramientas analíticas que se utilizan para estudiar las empresas. Puesto que la Economía neoclásica identifica a la empresa por medio de la tecnología y supone que las empresas operan eficientemente y sin fricciones, elude cualquier análisis detallado de su organización interna. No es de extrañar, por tanto, que las teorías de la Economía familiar impulsadas por la obra de Becker ignoren los aspectos relativos a la organización interna de las familias y/o de las empresas que controlan. La superación de estas limitaciones y la consecución de una perspectiva más amplia y más completa de la actividad económica y del comportamiento de la familia requiere incorporar al estudio de la Economía familiar las aportaciones desde las ramas de la Economía que reconocen explícitamente la relevancia de la propiedad y de la organización interna, es decir, de las aportaciones de la Economía de los costes de transacción ⁶.

La Economía de los costes de transacción (ECT) concentra su atención en la influencia de las instituciones sobre la estructuración de relaciones económicas complejas y a largo plazo ⁷. Aplicada al estudio de la empresa, la ECT trata de explicar las fronteras, estructura y organización interna de las unidades productivas. Su principal postulado es que, por razones de eficiencia, los agentes valorarán las alternativas institucionales disponibles para el gobierno de la producción y el intercambio y elegirán aquella que ofrece mejores resultados en términos de minimizar costes de producción y costes de transacción. En este sentido, el problema de la elección institucional requiere valorar comparativamente si determinadas actividades deben ser intermediadas a través del mercado o dentro de las familias, las empresas, los gobiernos o las organizaciones no lucrativas.

Aplicada a la familia, la Economía de los costes de transacción significa una generalización de las aportaciones de Becker, en cuanto reconoce la relevancia de la estructura interna de la familia para la eficiencia económica. La familia es una *estructura de go-*

⁶ La aportación más centrada en esta perspectiva es Pollak (1985); véase también Ben-Porath (1980).

⁷ Williamson (1985) es una referencia básica y comprensiva.

bierno, que se superpone a la tecnología de producción bajo un determinado orden de preferencias. Su estudio como tal posibilita investigar las ventajas e inconvenientes que tiene para resolver los problemas de coordinación e incentivos que surgen de la acción colectiva, en comparación con estructuras de gobierno alternativas. El estudio clarificará qué actividades y en qué condiciones de desarrollo social son susceptibles de gobernarse ventajosamente a través de la familia.

La familia define sus límites a partir de vínculos de parentesco entre personas estrechamente relacionadas. Las transacciones se personalizan y se acotan, en contraste con el anonimato que preside el intercambio en los mercados. Las ventajas e inconvenientes de la familia como estructura de gobierno para organizar determinadas actividades tendrán que ver con los efectos positivos de la personalización y los costes de oportunidad de renunciar al anonimato, sobre los costes de producción y de transacción (entre los que se incluye el coste de coordinar y el coste de motivar). La no muy abundante literatura económica que estudia la familia como estructura de gobierno analiza el papel de consideraciones relativas a los costes de transacción cuando la familia produce para el consumo propio, y cuando produce para el mercado, como ocurre cuando la familia decide crear una empresa y coloca al frente de la misma a varios de sus miembros destacados. Puesto que nuestro objeto de estudio es la empresa familiar, limitaremos la exposición a aportaciones del análisis económico que se ocupan de la comparación institucional aplicada al gobierno de actividades orientadas al mercado.

1.4.1. La familia como estructura de gobierno: ventajas e inconvenientes

Siguiendo a Pollak, la familia como estructura de gobierno presenta ventajas en cuatro categorías: incentivos, supervisión, altruismo y lealtad. Estas categorías han sido valoradas en aproximaciones a la empresa familiar desde la Psicología y la Sociología: Davis (1983), Levinson (1983), Lansberg (1983), Gersick *et al.* (1997). También algunos economistas se han ocupado de ellas: Bergstrom (1989), Berkhard y Dyer (1983), Bernheim y Stark (1988), Bruce y Waldman (1990, 1991), Buchanan (1975),

Chami (2001), Cox (1987). En la exposición posterior se enumeran sólo los principales argumentos de la discusión, mientras que el anexo del epígrafe 1.6 formaliza algunos de los enunciados posteriores.

Las ventajas de la familia para incentivar a las personas surgen en primer lugar por los derechos que tienen reconocidos quienes trabajan en la empresa sobre los bienes de la familia. Tanto a corto como a largo plazo, los miembros de la familia se ven inducidos a reconocer los efectos de sus decisiones sobre la riqueza de la familia, aunque la intensidad de estos incentivos dependerá del tamaño de la unidad familiar, de las reglas de reparto y de las expectativas sobre la duración del vínculo familiar. Los incentivos serán más débiles en familias numerosas, que practican reglas de reparto igualitario y cuyo horizonte temporal es incierto. La intensidad aumenta con familias pequeñas, que procuran vincular las recompensas a las conductas individuales y donde las personas valoran el consumo y la renta familiares más allá de su propia vida, porque se preocupan por el bienestar de sus hijos y nietos.

Debido a que las relaciones económicas están entrelazadas con otras de carácter personal, la familia puede poner en práctica sistemas de premios y castigos que no son factibles en otras instituciones. Conductas aprovechadas y contrarias a los intereses colectivos pueden dar lugar a la pérdida del puesto de trabajo y al ostracismo o la expulsión de la familia, un castigo suficientemente drástico como para tratar de evitarlo apartándose de dichas conductas.

La supervisión facilita que las conductas aprovechadas sean detectadas cuando se producen y poner en marcha las penalizaciones correspondientes. Cuando los incentivos al autocontrol son insuficientes, la supervisión debe reforzarse procurando evitar pérdidas de eficiencia derivadas de conductas individuales contrarias a los intereses colectivos. La superposición entre relaciones económicas y personales aumenta la eficacia relativa de la familia para llevar a cabo funciones de supervisión, pues facilita la observación mutua de la diligencia y los hábitos en el trabajo, los patrones de consumo y los compromisos con los intereses colectivos. Los contactos sociales dentro de la familia constituyen vínculos de comunicación, que facilitan el intercambio de infor-

maciones y ayudan a aflorar conductas ocultas, inasequibles para quienes no forman parte de esa red social.

El altruismo, o reconocimiento del bienestar de los demás en la función de utilidad de los agentes económicos, contribuye a la eficiencia productiva cuando existen efectos externos de las decisiones individuales, pues permite que los efectos externos de las decisiones propias sean también tenidos en cuenta en el momento de la decisión. El *amor*, el *afecto* y el *carriño* bajo los que se desenvuelven las relaciones entre las personas que mantienen vínculos de parentesco estimulan los sentimientos altruistas, de manera que se mejora la eficiencia de las actividades en común, sin necesidad de utilizar costosos sistemas de supervisión.

La lealtad hacia la familia constituye una norma de conducta promovida en muchas culturas sociales. Quienes crecen dentro de esta cultura perciben que la sociedad premia con respeto y estima el cumplimiento de las obligaciones familiares, al mismo tiempo que repudia y excluye a quienes las violan. Además, la cultura promueve valores y referentes morales que, incluso cuando la conducta no es observada por los demás, producen sentimientos de orgullo y satisfacción si se actúa de acuerdo con ellos y se es leal a la familia, y sentimientos de culpabilidad cuando son violados.

Pero la familia como estructura de gobierno presenta también limitaciones y desventajas. Citaremos como más importantes el trasvase de conflictos desde la familia a la empresa, la dificultad práctica de aplicar determinadas sanciones, la oferta limitada de talento y habilidades dentro del seno familiar y el freno al crecimiento cuando éste debe acomodarse a los recursos disponibles en el seno familiar.

La cohesión y armonía entre los miembros de la familia impulsan la eficiencia y facilitan las relaciones informales. Ahora bien, cuando surgen conflictos entre padres e hijos o entre miembros del seno familiar, muy pocas veces se puede evitar que éstos trasciendan al ámbito de la empresa, de manera que los vínculos de parentesco se convierten en una desventaja para la actividad productiva y mercantil.

La familia dispone de resortes propios para llevar a cabo la supervisión de las actividades que realizan sus miembros, así como de un amplio abanico de premios y castigos para actuar en conse-

cuencia. Pero, llegado el momento de tener que aplicar sanciones extremas, el deseo de preservar la unión familiar y evitar conflictos graves frenan su puesta en marcha. El riesgo de expulsión del círculo familiar si se es desleal a la familia servirá de freno para que se actúe contra la familia produciendo grandes daños a sus intereses, pero será poco eficaz a la hora de prevenir pequeños abusos.

A medida que las transacciones y las actividades en general se hacen más complejas, es de esperar que la familia tenga dificultades para encontrar dentro del círculo de parentesco los talentos y habilidades necesarios para llevarlas a cabo con eficacia. Los esfuerzos para formar a los hijos paliarán las deficiencias pero difícilmente las eliminarán. Ante estas circunstancias, la familia afronta el dilema de abrirse al exterior, incorporando a las personas que sí poseen los atributos demandados, o concentrarse en aquello que exige conocimientos más generales.

Crecer en dimensión obliga a invertir recursos, para lo cual se necesita disponer de los fondos monetarios pertinentes. Excepto cuando la riqueza de la familia es muy grande, la familia no dispondrá de los recursos necesarios para acometer inversiones cuantiosas como las que se necesitan en actividades con grandes economías de escala. Si además las tecnologías que hay que incorporar exigen nuevas cualificaciones para las personas que han de utilizarlas, adquirir dimensión puede exigir también abrir la empresa a personas ajenas a la familia. Por lo tanto, el crecimiento resultará muchas veces incompatible con el mantenimiento del gobierno familiar.

1.4.2. Implicaciones para la empresa familiar

Las ventajas y limitaciones del gobierno familiar permiten explicar la especialización de la institución familiar para gobernar tanto actividades dirigidas a producir para el consumo de los miembros de la familia, como actividades cuyo resultado final se destina a la venta en el mercado. Cuando las ventajas superan a las limitaciones, es lo mismo que afirmar que la familia aventaja a otras formas de gobierno en cuanto que permite llevar a cabo las transacciones a un coste de transacción más bajo. Como ya se dijo antes, en este trabajo nos interesa la aplicación del gobierno fa-

miliar a las actividades que la familia realiza con el fin de vender al mercado lo que se produce como resultado de dichas actividades, es decir, cuando el gobierno familiar se ejercita por medio de una empresa. Esto nos permite dar una definición de empresa familiar *como la organización económica que utiliza el gobierno familiar para producir bienes y servicios destinados al mercado*. Este tipo de empresa está presente en todos los sectores de actividad económica, agricultura, industria y servicios, pero resulta ilustrativo conocer algo más sobre su origen y ventaja comparativa en dos escenarios concretos, el de *empresa familiar agraria* y el de *empresa dirigida por una familia*, que analiza Pollak.

La *empresa familiar agraria*, formada generalmente por un matrimonio, sus hijos y, a veces, algún otro familiar, que viven juntos en un mismo lugar, se considera una respuesta institucional a las dificultades de supervisar a los trabajadores. Cuando las faenas agrícolas requieren dispersar geográficamente a los trabajadores y/o es difícil medir sin error el rendimiento de cada trabajador, la supervisión directa y/o el pago por resultados resultan instrumentos ineficaces para incentivar y motivar el esfuerzo. En tales circunstancias, la única forma de conseguir un esfuerzo eficiente es a través de la presión social y la lealtad que impulsan los vínculos familiares, junto con las contrapartidas en función de los resultados colectivos a las que se tiene derecho por formar parte de la familia. La consideración de los costes de transacción pone de manifiesto que los servicios de trabajo suministrados por personas ajenas a la familia y los suministrados por miembros de la familia son a veces sustitutos imperfectos: dentro de la familia, existen mecanismos para incentivar y motivar que no están disponibles en otras formas de gobierno (por ejemplo, contratar trabajadores en el mercado). Por otra parte, las estrechas relaciones personales y la confianza mutua entre parientes facilitan la transmisión y acumulación dentro del patrimonio familiar de conocimientos específicos difícilmente transmisibles a través de redes y contratos formales ⁸.

⁸ La empresa familiar agraria comparte ciertos rasgos con la empresa cooperativa (propiedad de los trabajadores), aunque también existen entre ellas diferencias apreciables. Por ejemplo, la *empresa familiar patriarcal* reproduce una estructura interna je-

La *empresa dirigida por una familia*, donde varias personas que comparten vínculos de parentesco, además de la propiedad de la empresa, asumen responsabilidades de dirección, contribuye a superar las dificultades para supervisar a los directivos. Los problemas de diseñar contratos que incentivan adecuadamente a los trabajadores se multiplican cuando estos trabajadores ocupan puestos con responsabilidades de dirección, pues el grado de discreción con el que actúan es muy alto, y porque la posición privilegiada que ocupan les permite en muchos casos manipular los indicadores de resultados que sirven para valorar su desempeño. La propiedad y la dirección familiar de una empresa complementan los incentivos económicos derivados de la participación en los beneficios que otorga la propiedad con los mecanismos de incentivos y autocontrol que proporciona la vinculación a la institución familiar.

En cualquier momento, el propietario o propietaria de una empresa se enfrenta a la decisión de compartir esa propiedad con otros inversores, con el fin de diversificar riesgos. A medida que la empresa crece y aumentan las necesidades de inversión, la parte del patrimonio personal colocado en esa empresa es mayor, y por lo tanto el valor del patrimonio personal y el valor de la empresa casi coinciden. El empresario-propietario puede decidir frenar el crecimiento y mantener su patrimonio personal relativamente repartido (diversificado) en varios negocios o fuentes de riqueza o, por el contrario, compartir la propiedad con socios externos que aportan el capital adicional necesario para crecer. La figura del inversor que se incorpora a la empresa para compartir riesgos amenaza el control único que el propietario ejerce sobre la misma y abre las puertas a la especialización entre quienes aportan el capital y quienes asumen responsabilidades de gestión. Surge así el conocido *problema de agencia*, entre propietarios y directivos de la empresa, paradigma de los problemas de incentivos y supervisión a que aludíamos anteriormente ⁹.

rarquizada que contrasta con el reparto homogéneo del poder en la empresa cooperativa. En segundo lugar, la empresa familiar no se ve afectada por problemas derivados de diferencias en el horizonte temporal de los trabajadores.

⁹ Sobre costes de agencia véase Jensen y Meckling (1976) y Fama y Jensen (1983).

La empresa familiar trata de preservar los límites de la propiedad y de la asignación personal a los puestos directivos de la empresa, dentro de ciertos grados de parentesco. Con ello se reducen los costes de agencia originados por la falta de alineación entre intereses personales y colectivos, debido a la doble motivación económica y social a la que están sometidos los responsables de la empresa cuando forman parte de una familia. Pero, a cambio, los costes por una ineficiente asignación de riesgos aumentan, y el conjunto de elección de talentos y habilidades para ocupar puestos directivos se restringe a los que están disponibles dentro de la familia.

La empresa familiar, como un caso concreto de gobierno familiar, es una institución que puede ofrecer ventajas comparativas a la hora de minimizar los costes de producción y los costes de transacción que resultan de la producción y el intercambio, siempre que en las transacciones concurren ciertas condiciones. Si las condiciones que favorecen el gobierno-empresa familiar se generalizan en una sociedad y en un momento en el tiempo, es de esperar que la empresa familiar ocupe también un protagonismo destacado entre las organizaciones económicas de esa sociedad. Pero cuando predominan circunstancias distintas su peso relativo puede ser mucho menor. El carácter contingente de la difusión de la empresa familiar queda patente en el cuadro 1.2, adaptado de Pollak, donde el modelo de empresa en principio más eficiente desde la perspectiva de los costes de transacción depende de condiciones tecnológicas y del entorno social.

CUADRO 1.2: Entorno, tecnología y forma de empresa

Entorno \ Tecnología	Simple	Compleja
	Baja protección en relaciones anónimas	Empresa familiar
Alta protección en relaciones anónimas	Empresa familiar y no familiar	Empresa no familiar

De acuerdo con este cuadro, la empresa familiar debe predominar sobre todo en entornos donde los contratos explícitos y la confianza entre agentes anónimos sean escasamente viables y, por tanto, donde la disciplina de las conductas potencialmente oportunistas debe lograrse a través de la presión social y las normas que impone la familia entre sus miembros. Por otra parte, es de esperar que la empresa familiar predomine también en sectores que utilizan tecnologías relativamente simples, en el sentido de que requieren para su explotación comercial habilidades y talentos ampliamente extendidos en el conjunto de la población, así como volúmenes de inversión relativamente bajos. Alternativamente, la empresa no familiar debe predominar en entornos donde los contratos explícitos y la confianza sean viables y en sectores que utilizan tecnologías complejas. En entornos de alta confianza y protección legal de los contratos y en sectores que demanden habilidades genéricas convivirán empresas familiares y no familiares, mientras que en entornos de baja confianza y alta complejidad tecnológica, las dos formas de empresa tendrán dificultades para desenvolverse ¹⁰.

La propuesta de Pollak fundamenta teóricamente la observación de los historiadores de la empresa y de la economía, acerca de la influencia de factores externos sobre la eficiencia comparada de la empresa familiar. El declive relativo de las actividades económicas basadas en la familia, incluidas las empresas familiares, en las sociedades industriales avanzadas, puede ser el reflejo de cambios en el balance de sus ventajas y limitaciones. Una evolución desde entornos de baja confianza general y escasa protección legal de los contratos, junto con tecnologías sencillas que requieren escasos volúmenes de inversión, hacia entornos con tecnologías más complejas y más inversión, debe llevar consigo una mayor difusión de formas de gobierno no familiares. De igual modo, un debilitamiento de la familia como institución, y con ello de su capacidad para sostener contratos implícitos entre sus miembros, o la aparición de innovaciones organizativas que mejoran la coordinación y

¹⁰ La distinción se aproxima a la de sociedades colectivas y sociedades individualistas, propuesta por Greif (1994).

motivación en grandes empresas ¹¹, también harán relativamente más ventajosas las formas de gobierno no familiares.

Los cambios en el entorno, en la tecnología y en la organización del trabajo, pueden provocar cambios y evoluciones parciales en la empresa familiar. Una empresa familiar, en el sentido más estricto del término, puede evolucionar hacia una situación intermedia, donde personas ajenas a la familia comparten puestos técnicos y directivos importantes con miembros de la misma, en respuesta al déficit de habilidades en el ámbito familiar que se hace patente cuando la empresa aborda la incorporación de novedades tecnológicas imprescindibles para la supervivencia. Llevada al extremo, esta práctica podría implicar que el carácter familiar de la empresa quede limitado a la propiedad formal (la familia controla suficientes votos para decidir sobre el futuro de la empresa). En general, la apertura a directivos y socios financieros externos será inevitable cuando la supervivencia de la empresa exija elevadas inversiones financieras.

Adviértase que de lo expuesto se desprenden ciertos contrastes entre la aportación de Pollak y el análisis de Greif. Para Greif, el rasgo distintivo de la empresa familiar es permitir la sustitución de la persona física (el comerciante) por la persona jurídica (la empresa) en las transacciones económicas y comerciales. Con ello se asegura un horizonte ilimitado para las transacciones que terceros realizan con la organización (se desvincula la relación comercial de la vida activa del empresario) y se hacen más visibles los activos con los que se respaldan dichas transacciones (proporcionando mayores garantías). Pollak, en cambio, mantiene como esencia de la empresa familiar lo que denomina *gobierno familiar*, pues la resolución de conflictos y el control se sustentan en instituciones informales que surgen de la relación de parentesco entre quienes colaboran en acciones colectivas (recuérdese, por ejemplo, el caso de la empresa familiar agraria). En otras palabras, lo relevante para Greif es que surja una organización con personalidad jurídica propia; el que su propiedad y/o gestión esté en manos de una familia es circunstancial y obedece al grado

¹¹ Entre las que se encontrarían las estructuras funcional y divisional descritas por Chandler en sus obras.

incipiente de desarrollo de las instituciones complementarias (como el mercado de capitales), en el momento histórico en que aparece. En el periodo medieval, la empresa familiar sirve precisamente para que la organización social se estructure como una sociedad individualista, donde las oportunidades de intercambio se extienden a un número amplio de personas. La aparición de creencias culturales que posibilitan el desarrollo de sociedades individualistas constituye, por tanto, un cambio en el entorno cultural y social donde el gobierno familiar, en el sentido de Polak, tendrá una menor ventaja relativa.

1.5. Conclusiones

Las páginas anteriores dan cuenta de las aportaciones que desde el análisis económico ayudan a comprender mejor la institución de la empresa familiar. Para ello se realiza un primer repaso a la visión de los historiadores de la empresa sobre la contribución de la empresa familiar al desarrollo de los países, constatando las discrepancias existentes entre ellos pero también el tono relativamente negativo con que valoran esa aportación algunos historiadores de tanto prestigio como Chandler. El estado de la cuestión desde la Historia y la evidencia empírica justifica de sobra profundizar en la teoría que subyace detrás de este tipo de organizaciones, máxime cuando lo escrito hasta ahora sobre teoría económica de la empresa familiar es muy escaso.

La propuesta más general que hace el trabajo, siguiendo a Polak, es considerar a la familia como una estructura de gobierno, lo cual permite evaluarla a partir de los postulados de la Economía de los costes de transacción: el gobierno familiar se concentrará en aquellas transacciones donde concurren condiciones que convierten dicho gobierno en la solución que minimiza costes de producción y de transacción. La familia *explora* sus ventajas, en cuanto a facilitar la motivación y autocontrol de sus miembros, que están expuestos a demandas internas y externas (cuando la familia produce para el mercado), pero tiene también inconvenientes o limitaciones (oferta limitada de conocimientos y habilidades en el seno familiar; restricciones al crecimiento). La

comparación institucional que propone la Economía de los costes de transacción, aplicada al dominio de la empresa familiar, permite predecir que esta forma de empresa predominará en entornos tecnológicos e institucionales donde su ventaja comparativa con respecto a otras formas de empresa sea superior.

El presente capítulo incluye también, en forma de anexo, una formalización de cómo las relaciones interpersonales entre los participantes en la empresa pueden influir en la eficiencia económica, es decir, en la creación de riqueza y en la viabilidad de la empresa. La eficiencia de la empresa familiar puede verse amenazada por el *paternalismo* del padre hacia los hijos, que lleva a excesos relativos de protección. En cambio, la lealtad de los hijos, que les lleva a trabajar por la empresa sin mediar contrapartida económica, mejora el potencial de crear riqueza de la empresa familiar frente a la no familiar. Es de esperar que la familia traslade a la empresa normas y valores propios, y que cree una fuerte presión social para que todos se adhieran a ellas. Porque las normas van a influir más intensamente en la conducta de los agentes en una empresa familiar que en otra no familiar, es necesario estar vigilante para que dichas normas promuevan conductas orientadas a la eficiencia, como la solidaridad, y eviten las contrarias a ella, como la envidia.

1.6. Anexo. Incentivos en la empresa familiar: equipos y agencia

En los últimos años han aparecido trabajos sobre la empresa familiar que analizan este tipo de organizaciones a partir de paradigmas desarrollados en el estudio económico de las empresas y especialmente a partir del paradigma de agencia, Schulze *et al.* (2001) y Chami (2001). Dentro de este apéndice se presenta una sencilla adaptación del problema de agencia, entendido como problema de delegación de capacidad de decisión desde el principal/padre al agente/hijo dentro de la empresa, a las peculiaridades que ofrece la empresa familiar, concretamente el *paternalismo* de los padres hacia los hijos y la *solidaridad* entre los miembros de la familia. En segundo lugar la modelización se repite pero

esta vez suponiendo que los miembros de la familia se involucran en actividades de producción en equipo.

1.6.1. Problemas de agencia en la empresa familiar

La aproximación financiera a la teoría de la empresa ha contemplado a la empresa familiar como una organización donde la propiedad y el control de la empresa están concentrados en las mismas personas, que son además quienes trabajan en la empresa; véase Jensen y Meckling (1976), Fama y Jensen (1983), Galve y Salas (1995, 1996). La empresa familiar sería así el *antiparadigma* de la separación entre propiedad y control diagnosticado por Berle y Means en la gran empresa americana. Bajo esta premisa, la empresa familiar se evita los costes de agencia (principalmente supervisión, ineficiencia por falta de alineación de intereses entre propietarios y directivos), aunque incurre en otros (ineficiente asignación de riesgos, límites a la inversión y al crecimiento, no accesibilidad a determinados recursos).

Trabajos recientes, Chami (2001), Schulze *et al.* (2001), cuestionan que la empresa familiar elimine los costes de agencia y ofrecen nuevas perspectivas sobre el tema. En particular, estos trabajos sugieren que existen situaciones donde el principal/padre delega en el hijo la dirección de la empresa de manera que como resultado de esa delegación surge un problema de información asimétrica por el cual el padre no puede observar las decisiones del hijo. La pregunta que se plantean los investigadores citados es cómo se ve afectado el problema de elegir el contrato óptimo que regule la relación entre padre e hijo, por el hecho de que entre padre e hijo pueden existir relaciones de altruismo, paternalismo y confianza que es más difícil que surjan cuando entre agente y principal no existe una relación de parentesco. El sencillo ejemplo posterior trata de formalizar este problema y de extraer algunas implicaciones.

Supongamos que la producción de la empresa, y , depende del esfuerzo del agente, e , y de una variable aleatoria ε de esperanza cero y varianza σ^2 ,

$$y = e + \varepsilon$$

El principal es neutro al riesgo y el agente es averso. La retribución de este último se establece según el contrato $R = \alpha + \beta y$, donde α es el salario fijo y β es la parte de retribución que se vincula a la producción, la única variable observable por agente y principal. El coste del esfuerzo para el agente es $c(e) = \frac{k}{2} e^2$, donde $k > 0$.

La utilidad del agente (averso) se expresa en términos de equivalente cierto, neto del coste del esfuerzo,

$$EC_A = E(R) - \frac{\gamma}{2} \sigma^2(R) - \frac{k}{2} e^2$$

donde $E(R)$ es la esperanza de la retribución, $\sigma^2(R)$ es la varianza de la retribución y γ el coeficiente de aversión al riesgo.

El principal se supone neutro al riesgo y su utilidad se expresa por el beneficio esperado,

$$E(BE_p) = B = E(y) - E(R) - F$$

donde F es un coste fijo de producción.

Teniendo en cuenta que el salario fijo α se ajustará para que EC_A sea igual a la utilidad de reserva, que suponemos igual a 0, el problema de agencia o problema del principal, cuando éste no puede observar el esfuerzo del agente, se formula en los siguientes términos:

$$\text{Max}_{\beta} B = E(y) - \frac{\gamma}{2} \beta^2 \sigma^2 - \frac{k}{2} e^2 - F$$

sujeto a
$$\text{Max}_e \beta E(y) - \frac{\gamma}{2} \beta^2 \sigma^2 - \frac{k}{2} e^2$$

Es fácil comprobar que la solución a este problema, que tomamos como la situación de agencia en la empresa no familiar, es la siguiente:

$$\beta^* = \frac{1}{1 + \gamma k \sigma^2}, \quad e^* = \frac{\beta^*}{k}, \quad B^* = \frac{1}{2k(1 + \gamma k \sigma^2)} - F$$

1.6.2. Paternalismo o altruismo asimétrico

La relación padre-hijo que sustituye a la relación entre principal-agente cuando la empresa es familiar, modifica el modelo anterior si, como se ha afirmado en la literatura, Chami (2001), Schulze *et al.* (2001), el padre desarrolla un comportamiento *paternalista* o excesivamente protector hacia su hijo. Este comportamiento puede manifestarse, por ejemplo, dando al hijo seguridad en el empleo, pagándole por encima de la productividad o favoreciéndole con regalos y/o privilegios. Para explicar esta conducta protectora se supone que el padre es altruista y reconoce expresamente en sus decisiones las consecuencias que pueden tener para el bienestar del hijo.

Una forma de incorporar estas hipótesis en el modelo anterior es suponer que el padre no valora igual las contrapartidas positivas que las negativas que se derivan de la relación de agencia con su hijo. Concretamente suponemos que a la hora de decidir el coeficiente β de la retribución variable del hijo, el padre atribuye una desutilidad $\lambda \geq 1$ a los costes que soporta el hijo por esa decisión, mientras que una unidad de beneficio que comparte con el hijo tiene para el padre el mismo valor o utilidad. El nuevo problema será pues,

$$\text{Max}_{\beta} B = E(y) - \lambda \left(\frac{\gamma}{2} \beta^2 \sigma^2 + \frac{k}{2} e^2 \right) - F$$

sujeto a

$$\text{Max}_e \beta E(y) - \frac{\gamma}{2} \beta^2 \sigma^2 - \frac{k}{2} e^2$$

y la solución resultante,

$$\beta_A^* = \frac{1}{\lambda(1 + \gamma k \sigma^2)} \quad e^* = \frac{\beta_A^*}{k}, \quad B_A^* = \frac{1}{2\lambda k(1 + \gamma k \sigma^2)} - F$$

El altruismo asimétrico del padre/principal provoca una menor exposición al riesgo del hijo que la que se obtiene en el modelo general, $\beta_A^* < \beta^*$ si $\lambda > 1$. Para un mismo salario total el hijo recibirá una proporción de salario fijo relativamente mayor que la que recibiría un agente ajeno a la familia, mientras que el riesgo que soporta a través de la retribución variable es relativa-

mente menor. El paternalismo del padre atenúa la exposición al riesgo del hijo. La consecuencia final es que el altruismo asimétrico del padre lleva a un esfuerzo del hijo inferior al que aportaría si el altruismo no existiese (el hijo actúa de *polizón* en la empresa), y a unos menores beneficios para el conjunto de la empresa/familia, $\beta_A^* < B^*$ si $\lambda > 1$.

En un contexto competitivo, el altruismo asimétrico del padre puede amenazar la supervivencia de la empresa familiar. En efecto, la competencia entre empresas llevará a que B^* converja a 0 (beneficios extraordinarios nulos). La empresa familiar se encontrará entonces con que $B_A^* < 0$ si $\lambda > 1$, lo cual supone una amenaza para su supervivencia pues está incurriendo en pérdidas.

1.6.3. Altruismo simétrico y lealtad

La relación de afecto entre los miembros de la empresa familiar no sólo puede manifestarse en una sobreprotección del padre hacia el hijo. Como hijo, el agente puede responder al altruismo del padre internalizando todo o parte del bienestar de este último al decidir sobre su dedicación a la empresa. Con un altruismo recíproco, el problema de agencia en la empresa familiar se formula como

$$\text{Max}_{\beta} B_S^* = E(y) - \lambda \left(\frac{\gamma}{2} \beta^2 \sigma^2 + \frac{k}{2} e^2 \right) - F$$

sujeto a

$$\text{Max}_e \beta E(y) - \frac{\gamma}{2} \beta^2 \sigma^2 - \frac{k}{2} e^2 + \lambda_H (1 - \beta) E(y)$$

donde $\lambda_H \geq 0$ es el peso que el hijo atribuye al bienestar monetario del padre. La solución de este problema se resume como sigue:

$$\beta_S^* = \frac{(1 - \lambda_H)(1 - \lambda \lambda_H)}{\lambda \{ (1 - \lambda_H)^2 + \gamma \sigma^2 k \}} \quad e_S^* = \frac{\lambda_H + \beta_S^* (1 - \lambda_H)}{k}$$

$$B_S^* = \frac{1}{2k} \left\{ \lambda_H (2 - \lambda \lambda_H) + \frac{(1 - \lambda_H)^2 (1 - \lambda \lambda_H)^2}{\lambda (\gamma k \sigma^2 + (1 - \lambda_H)^2)} \right\} - F$$

- a) El hijo aporta un esfuerzo positivo incluso si no existen incentivos monetarios, es decir, cuando $\beta = 0$. En efecto $e_s^* = \frac{\lambda_H}{k} > 0$ cuando $\beta_s^* = 0$. La aportación de esfuerzo a la empresa sin respuesta a una contrapartida monetaria explícita vinculada a dicho esfuerzo puede interpretarse en términos de *lealtad* hacia los intereses de la empresa.

El altruismo del hijo/agente hacia el padre o hacia los intereses generales de la familia, constituye una de las bases de la eficiencia de la empresa familiar. En el supuesto de que la lealtad fuera extrema hasta el punto de que el hijo valora igual su bienestar que el de la familia en su conjunto, $\lambda_H = 1$, y no existe paternalismo ($\lambda = 1$), la empresa familiar alcanza la máxima eficiencia,

$$e_s^* = \frac{1}{k} \text{ y } B_s^* = \frac{1}{2k}$$

- b) El resultado general anterior recoge los casos particulares de $\lambda > 1$ y $\lambda_H = 0$ (paternalismo); $\lambda = 1$ y $\lambda_H > 0$ (altruismo del hijo); $\lambda = 1$ y $\lambda_H = 0$ (*empresa no familiar*) y $\lambda = \lambda_H > 1$ (*altruismo simétrico entre padre e hijo*).

Se comprueba que la incorporación del altruismo del hijo mejora en general el beneficio (posibilidades de supervivencia) de la empresa familiar, frente a la situación donde sólo el padre muestra su paternalismo. Sin embargo, una *escalada* de altruismo de manera que tanto λ como λ_H sean mayores que 1 puede conducir a que los beneficios de la empresa familiar sean inferiores a los de la empresa no familiar.

1.6.4. Producción en equipo en la empresa familiar

El supuesto de que el padre es sólo el *principal* de una relación con el hijo y éste realiza todo el trabajo para sacar adelante la empresa, no parece el más realista de todos. En la mayor parte de los casos padre e hijo realizarán tareas en la empresa y aportarán esfuerzo para producir y vender desde ella. La exposición posterior supone que padre e hijo aportan un esfuerzo respectivo a_p , a_H a

una producción conjunta $y = F(a_P, a_H)$. Existen también unos costes de oportunidad $C_P(a_P)$ y $C_H(a_H)$, crecientes con el esfuerzo aportado. Por último suponemos que la retribución de padre e hijo se realiza compartiendo a partes iguales el resultado de la producción, es decir $R_P = R_H = \frac{1}{2}y$.

En un entorno de empresa no familiar y sin relaciones interpersonales más allá de colaborar en la producción, el problema de acción colectiva de la organización se resuelve a partir de la solución simultánea de los problemas,

$$\begin{aligned} & \text{Max}_{a_P} \frac{1}{2} F(a_P a_H) - C_P(a_P) \\ & \text{Max}_{a_H} \frac{1}{2} F(a_P a_H) - C_H(a_H) \end{aligned}$$

Es bien sabido que la solución propuesta es socialmente ineficiente y que las soluciones a_P^*, a_H^* , no maximizan la riqueza total, $F(a_P, a_H) - C(a_P) - C(a_H)$.

Salas (2000) estudia las consecuencias para la eficiencia productiva de introducir relaciones interpersonales, cultura y confianza, en el modelo de coalición descrito. La cultura incluye la *presión social* del entorno organizativo y laboral para que se cumplan ciertas normas o estándares de conducta, y la aparición de sentimientos de *altruismo/solidaridad* entre los miembros de la organización. La confianza se relaciona con la viabilidad de los contratos implícitos. Los resultados obtenidos muestran que la presión social puede ser efectiva para promover ciertas conductas, pero resulta crítico para la eficiencia que esas conductas se orienten hacia estándares de excelencia. Si, por el contrario, la presión social promueve estándares de comodidad y bajo perfil, su presencia puede ser negativa para la eficiencia.

En general, la solidaridad favorece a la eficiencia, aunque el altruismo desmesurado también puede ser negativo para la misma. Por ejemplo supóngase que $y = F(a_P, a_H) = a_P + a_H + a_P a_H$; $C_P(a_P) = a_P^2$; $C_H(a_H) = a_H^2$ y que la utilidad de cada persona es

$$U_i = \frac{1}{2} F(a_P, a_H) - C_i(a_i) + \lambda \left(\frac{1}{2} F(a_P, a_H) - C_j(a_j) \right), \quad i = P, H$$

donde $\lambda \geq 0$ es el coeficiente que pondera el bienestar del otro en la utilidad propia, supuesto simétrico. En Salas(2000) se demuestra que la riqueza creada $B^*(\lambda)$ viene dada por

$$B^*(\lambda) = \frac{(5 - 3\lambda)(1 + \lambda)}{(3 - \lambda)^2}$$

Esta riqueza coincide con la máxima posible si $\lambda = 1$, $B^{**}(1) = 1$. Por otra parte, en ausencia de relaciones interpersonales, es decir $\lambda = 0$, se obtiene $B^* = \frac{5}{9} < 1$. Finalmente, la riqueza creada es negativa cuando $\lambda > \frac{5}{3}$, es decir, un peso excesivo del bienestar del otro agente en el cálculo del propio, puede poner en peligro la viabilidad económica de la organización.

Trasladados estos resultados al dominio de la empresa familiar la cuestión pertinente es saber si es más fácil que las relaciones interpersonales que terminan siendo positivas para la eficiencia se desarrollen cuando los miembros de la organización comparten relaciones de parentesco que cuando estas relaciones no están presentes. Proteger el nombre de la familia a la vez que se preserva la reputación de la empresa puede facilitar relaciones de confianza y presión por la excelencia en la empresa familiar. Pero el favoritismo y el encubrimiento de incompetencias, resultado de un paternalismo exagerado, puede dar lugar a unos estándares colectivos de mediocridad y amiguismo. Por otra parte, si las relaciones interpersonales llevan a la envidia ($\lambda < 0$) en lugar de a la solidaridad, entonces las relaciones perjudican siempre a la eficiencia.

1.6.5. Consideraciones finales

La relación de parentesco entre los miembros de una organización, como la que ocurre en las empresas familiares, sugiere la oportunidad de analizar las consecuencias para la eficiencia económica de alterar algunos supuestos básicos del modelo económico de empresa introduciendo *sentimientos* que surgen entre los miembros de una familia. De lo expuesto se deduce que la empresa familiar puede aprovechar algunos de los sentimientos y formas de conducir las relaciones personales entre sus miembros, para mejorar sus resultados económicos y sus posibilidades de su-

pervivencia. Pero también es cierto que el parentesco puede llevar a relaciones interpersonales contrarias a la eficiencia económica.

Resulta recomendable que la empresa familiar articule mecanismos de gobierno que moderen las tendencias paternalistas y protectoras del padre/principal hacia el hijo/agente. La presencia de consejeros externos que defiendan los intereses de la empresa por encima de los de personas concretas, como el padre y el hijo, puede ser una solución, si bien será siempre la voluntad del padre/propietario la que decidirá en última instancia la conveniencia o no de introducir externos a la familia en el consejo.

La lealtad del hijo hacia la empresa en la que desarrolla su trabajo redundará en mayor eficiencia colectiva. Especialmente cuando no existe supervisión estrecha de sus actuaciones y tiene autonomía para decidir cuánto esfuerzo aporta a la organización. Pero no sabemos con certeza si la relación de parentesco entre padre e hijo será suficiente para que la lealtad surja de forma espontánea. La lealtad significa que la función de preferencias del agente/hijo será diferente y más solidaria con los intereses generales de la empresa que cuando el trabajador es externo a la familia, y no debe confundirse con la mayor dedicación y esfuerzo del hijo a la empresa por el hecho de ser la persona que herede la propiedad de la misma en el futuro.

La presión social es más fácil que surja cuando hay una convivencia tan próxima como la que se da entre los miembros de una familia. Por ello la familia tendrá fuerza a la hora de promover y hacer cumplir ciertas normas. Trasladadas al dominio de la empresa, sólo las normas que promuevan la eficiencia ayudarán a soportar mejor la presión competitiva del mercado, por lo que la familia, consciente de la fuerza de las normas que va a generar, debe procurar que dichas normas sean las *correctas* desde el objetivo de eficiencia económica. Lo dicho vale para cualquier relación interpersonal que emerja entre los parientes, pues si la solidaridad puede tener consecuencias positivas para la eficiencia, la envidia, el sentimiento opuesto y no excluible de antemano, las tiene muy negativas.

2. Comportamiento y resultado de la empresa familiar

2.1. Introducción

La visión institucional de la empresa familiar desarrollada en el capítulo anterior permite abstraer sobre la naturaleza económica de este tipo de empresa y contemplarla como una estructura para el gobierno de las transacciones entre agentes en el mercado. Por otra parte, las ventajas e inconvenientes que como tal estructura se le reconocen tendrán consecuencias en términos de decisiones sobre asignación de recursos y estrategias de crecimiento. Finalmente, de las decisiones se derivarán unos resultados económicos y financieros a partir de los cuales se infiere el grado de eficiencia económica de las empresas familiares, en comparación con las no familiares.

El objetivo de este capítulo es analizar las decisiones de las empresas familiares, teniendo en cuenta las restricciones que impone sobre las mismas su naturaleza institucional y trazando la conexión entre decisiones y resultados. Todo ello con el propósito último de conocer mejor las relaciones causa-efecto que están detrás de determinados resultados económicos de las empresas y de este modo hacer más rigurosas las comparaciones a partir de dichos resultados.

La exposición se inicia con un modelo básico de decisiones sobre la mezcla de capital y trabajo que elegirá para producir una empresa familiar y otra no familiar. El modelo puede entenderse como una extensión del modelo neoclásico de empresa para adaptarlo a las condiciones de la empresa familiar. El segundo epígrafe modeliza la decisión de crecimiento, de nuevo manteniendo cierta abstracción y relacionando crecimiento con maximización del valor económico de la empresa. El epígrafe tercero se dedica a las decisiones sobre estrategia competitiva y el epígrafe cuarto a las decisiones financieras. Por la naturaleza menos estructurada de las

decisiones estratégicas y financieras, la exposición en estos dos últimos epígrafes es más intuitiva y no contiene modelo formal. Las conclusiones resumen los principales resultados.

2.2. Decisiones sobre recursos productivos

Considérese el problema de la empresa que maximiza beneficios para una tecnología y unos precios dados,

$$B = pQ - wL - cK$$

$$Q = F(K, L)$$

donde B es el beneficio, p el precio del producto, Q la producción, w el salario, L el número de trabajadores, c el coste del capital, K el *stock* de capital productivo. La función de producción, $Q = F(K, L)$, es creciente y cóncava en K y L . Se suponen también rendimientos constantes a escala y mercados competitivos ¹².

Las condiciones necesarias de máximo implican igualdad entre productividades y costes marginales de los recursos,

$$pF'_L = w \tag{2.1}$$

$$pF'_K = c$$

donde ' indica derivada de la función con respecto a la variable correspondiente.

Incorporar al modelo las características atribuidas a la empresa familiar significa, por un lado, que mantener el control dentro de la familia y al mismo tiempo financiar la inversión productiva, K , necesaria para la producción, obliga a invertir en la empresa gran parte del patrimonio de la familia. En consecuencia, el patrimonio familiar está muy poco diversificado, con lo cual la prima por riesgo que se incorpora al coste del capital, c , será relativamente alta. Resumiendo, el coste del capital c_F de la empresa familiar es de esperar que sea superior al de la empresa no familiar, c_{NF} . Segundo, por hipótesis, la empresa familiar obtiene una mayor productividad del trabajo debido a los mecanis-

¹² Estos supuestos simplifican la exposición sin alterar los resultados principales.

mos singulares de motivación de los trabajadores de que dispone. Es decir, pF'_L de la empresa familiar será superior al de la no familiar, para un *stock* de capital dado.

Llegamos así a la primera proposición:

Proposición 1. Para un tamaño similar, la empresa familiar será relativamente más trabajo intensiva que la no familiar, es decir,

$$\left(\frac{K^*}{L^*}\right)_{\text{familiar}} < \left(\frac{K^*}{L^*}\right)_{\text{no familiar}}$$

Para demostrarla escribimos las ecuaciones de (2.1) de la forma

$$cF'_{L^*} = wF'_{K^*}$$

El producto cF'_L es mayor para la empresa familiar por su mayor coste del capital y superior productividad del trabajo, mientras que el salario w es similar para las dos empresas. Por tanto, para un L^* dado, F'_{K^*} debe ser mayor para la empresa familiar que para la no familiar. Puesto que la productividad marginal es decreciente, la superior productividad relativa del capital requiere que K^* sea menor en las empresas familiares, para un L^* dado.

Con el propósito de aumentar las posibilidades de diversificación de su patrimonio personal, el empresario familiar puede elegir limitar el volumen de inversión total de su empresa. El coste del capital c de la empresa familiar es ahora el mismo que el de la no familiar, pero a costa de incorporar una nueva restricción al problema básico.

$$\text{Max}_{L,K} B = pQ - wL - cK$$

$$Q = F(K, L)$$

$$K \leq \bar{K}$$

donde \bar{K} es el límite de inversión en la empresa. Si λ es el multiplicador de Lagrange asociado a esta restricción, las condiciones de óptimo son

$$pF'_{L^*} = W \tag{2.2}$$

$$pF'_{\bar{K}} = c + \lambda^*$$

suponiendo $K^* = \bar{K}$, es decir, que la restricción es limitativa en el óptimo. El valor λ^* nos indica el coste de oportunidad de limitar la inversión en capital dentro de la empresa, y se suma al coste estrictamente financiero para determinar la condición de óptimo. A pesar de que c es ahora similar entre empresas familiares y no familiares, el coste efectivo del capital (financiero y de oportunidad) es mayor en las familiares, y el valor de capital invertido por estas empresas, \bar{K} , es menor que el que invertirían las no familiares sin restricción, $pF'_{K^*} = c$.

Resumimos ahora los principales resultados teóricos.

Proposición 1 bis. Con restricción limitativa sobre el total de capital invertido, la empresa familiar sigue siendo relativamente más trabajo intensiva que la no familiar, es decir, el resultado de la Proposición 1 se mantiene.

La demostración es inmediata, pues $F'_{K^*} = c$. Los rendimientos marginales decrecientes implican $\bar{K} < K^*$.

Proposición 2. La variación del beneficio, B^ , de la empresa familiar ante variaciones en el stock de capital, \bar{K} , es positiva e igual a λ^* .*

Para demostrarlo diferenciamos B^* con respecto a \bar{K} ,

$$\frac{\partial B^*}{\partial \bar{K}} = p \frac{\partial F}{\partial L^*} \frac{\partial L^*}{\partial \bar{K}} + p \frac{\partial F}{\partial \bar{K}} - w \frac{\partial L^*}{\partial \bar{K}} - c$$

Sustituimos los resultados en (2.2),

$$\frac{\partial B^*}{\partial \bar{K}} = w \frac{\partial L^*}{\partial \bar{K}} + c + \lambda^* - w \frac{\partial L^*}{\partial \bar{K}} - c = \lambda^*$$

La proposición 2 tiene un corolario interesante para los estudios empíricos donde se compara la rentabilidad de empresas familiares y no familiares.

Corolario 1. a) En estudios transversales donde se compara la rentabilidad de empresas familiares y no familiares, las diferencias en rentabilidad entre los dos colectivos de empresas están indeterminadas.

b) En estudios transversales donde se pone en relación la rentabilidad de las empresas y su tamaño medido en términos de activo total, la variación de la rentabilidad ante variaciones en el activo será positiva para las empresas familiares y nula para las no familiares.

Utilizando la notación anterior, la rentabilidad de la empresa (beneficio dividido por activo invertido), se define por

$$R = \frac{PQ - wL}{K}$$

La rentabilidad coincide con la productividad media del capital (para una cantidad de trabajo L dada) y para un L dado, R es una función cóncava cuyo valor se hace máximo en el punto $R^* = p \frac{\partial F}{\partial K^*}$, es decir, donde la productividad marginal y la productividad media coinciden. Cuando la empresa maximiza beneficios y elige K^* de manera que $p \frac{\partial F}{\partial K^*} = c$, está haciendo máxima la rentabilidad. Además, con los supuestos de partida de rendimientos constantes y mercados competitivos se cumplirá que $R^* = c$, es decir, la rentabilidad máxima es igual al coste del capital y los beneficios extraordinarios son nulos.

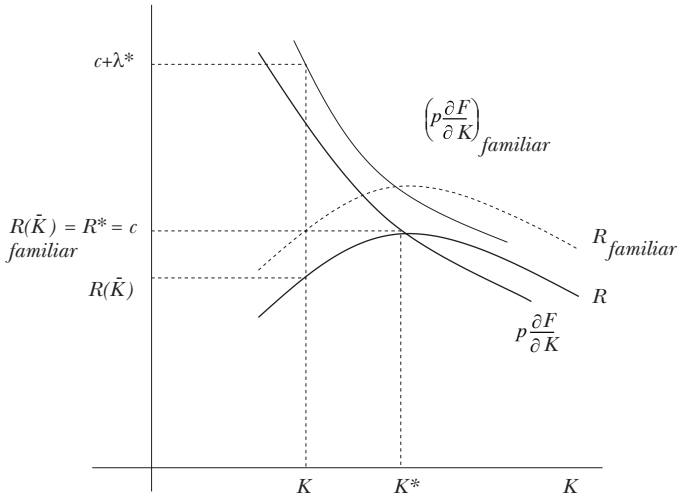
Al limitar la inversión a $\bar{K} < K^*$, la empresa familiar con una misma eficiencia productiva que la no familiar obtendría pérdidas económicas y no podría sobrevivir. En efecto, sabemos que

$$R(\bar{K}) < R^*(K^*) = c$$

cuando $\bar{K} < K^*$. La supervivencia de la empresa familiar en este contexto pasa por aprovechar sus ventajas de motivación y control de manera que la función R de la empresa familiar se sitúe por encima de la correspondiente a la no familiar. De este modo es posible que $R(\bar{K}) = c$ a pesar de que $\bar{K} < K^*$. El gráfico 2.1 muestra la comparación entre la rentabilidad de empresas familiares y no familiares. Puesto que $R(K)$ difiere entre las dos clases de empresas, las comparaciones dan lugar a resultados no concluyentes.

El gráfico describe un escenario donde la rentabilidad observada en empresas familiares y no familiares es similar, pues la desventaja de elegir una inversión \bar{K} menor que la que maximiza el potencial de beneficios se compensa con la superior eficiencia productiva de las empresas familiares. Si la mayor eficiencia no se manifiesta, la empresa familiar obtendrá una rentabilidad inferior al coste del capital c y con ello pérdidas económicas.

GRÁFICO 2.1: Comparación de la rentabilidad entre empresas familiares y no familiares



Para demostrar el corolario 1b diferenciamos $R(\bar{K})$ con respecto a \bar{K} ,

$$\frac{\partial R(\bar{K})}{\partial \bar{K}} = \frac{\bar{K}p \frac{\partial F}{\partial \bar{K}} - pQ - wL^*}{\bar{K}^2} = \frac{c + \lambda^* - R(\bar{K})}{\bar{K}} > 0$$

puesto que $p \frac{\partial F}{\partial \bar{K}} = c + \lambda^*$, por la condición de máximo beneficio, y

$$R(\bar{K}) < R^*(K^*) = c$$

Si la empresa es no familiar, $p \frac{\partial F}{\partial \bar{K}} = c, \lambda^* = 0$ y, por tanto,

$$\frac{\partial R(K^*)}{\partial K^*} = 0.$$

2.3. El equilibrio entre control y crecimiento

La preferencia por el mantenimiento del control en el núcleo familiar puede incidir no sólo en el tamaño absoluto de la empresa, como hemos visto en los epígrafes anteriores, sino también en la tasa de crecimiento de los activos invertidos. Es razo-

nable suponer que el control de la empresa por un estrecho círculo de relaciones de parentesco obliga a modular la tasa de crecimiento de los activos productivos, pues dicha tasa tendrá que acomodarse a su vez a los flujos financieros generados. Para una estructura financiera dada, una vez comprometido en la empresa el patrimonio de la familia, el crecimiento de la empresa familiar dependerá sobre todo de su capacidad para retener y reinvertir beneficios. La tasa de retención, a su vez, deberá ajustarse a las necesidades de liquidez de los accionistas familiares, atendidas a través del reparto de dividendos. Más control familiar, en el sentido de que la propiedad se restringe al círculo de parentesco más próximo, por ejemplo, implica más dependencia de los recursos generados y retenidos para financiar el crecimiento y, en definitiva, dará lugar a una menor tasa sostenida de acumulación de activos.

Para formalizar lo expuesto en el párrafo anterior, y evaluar algunas de las consecuencias de la preferencia por el control cuando éste influye negativamente en el crecimiento, se propone un sencillo modelo de valoración de la empresa donde V , el valor de mercado de los flujos de renta (dividendos) descontados al momento presente es igual a ¹³:

$$V = K \frac{R - c(g)}{\alpha - g}$$

¹³ Para demostrar esta expresión comenzamos con la fórmula de Gordon, $V = D/(\alpha - g)$ donde D es el dividendo. El dividendo D puede escribirse, a su vez, como diferencia entre beneficios, B , e inversión neta, I , es decir,

$$V = \frac{B - I}{\alpha - g}$$

O bien,

$$V = K \frac{\frac{B}{K} - \frac{I}{K}}{\alpha - g}$$

donde $\frac{B}{K} = R$, la rentabilidad del capital, e $\frac{I}{K}$ es la tasa de inversión. Con costes de crecimiento escribimos $\frac{I}{K} = c(g)$, es decir $c(g)$ es la tasa de inversión necesaria para que la empresa crezca en producción y dividendos a la tasa g . Sin costes de crecimiento $\frac{I}{K} = g$.

siendo K el *stock* de capital productivo a precios corrientes; R es la rentabilidad de dicho capital (cociente entre beneficio y activos de la empresa); $c(g)$ es una función creciente y convexa en g , que expresa el coste del crecimiento, es decir, la tasa de gasto por peseta de activo necesario para conseguir un crecimiento en el *stock* de capital productivo igual a g ; α es el coste de oportunidad financiera del capital.

Sin preferencias o restricciones por el deseo de mantener el control, la empresa elige la tasa de crecimiento g en sus activos productivos que maximiza V , la cual se obtiene derivando e igualando a 0 $(R - c(g))/(\alpha - g)$. Es decir,

$$g^{**}:v^{**} = \frac{dc(g^{**})}{dg^{**}}$$

donde $v^{**} = \frac{R - c(g^{**})}{\alpha - g^{**}}$. La empresa sigue la senda de crecimiento

para la que se iguala el valor y el coste marginal de ese crecimiento.

Cuando la empresa es familiar y profesa preferencias por el control, la función objetivo de la misma se puede expresar por

$$u(\mu, V)$$

donde $u(\)$ es la función de utilidad y μ es una variable que mide el grado o intensidad del control familiar. Suponemos que $\frac{\partial u}{\partial \mu} > 0$

y $\frac{\partial u}{\partial V} > 0$, es decir, la familia prefiere más control (valor) para un valor (control) dado.

Al mismo tiempo, un mayor valor de μ influye negativamente en la tasa de crecimiento g , es decir, g es una función decreciente en μ , $\frac{dg}{d\mu} < 0$.

Este supuesto se basa en la restricción que impone a los fondos disponibles para crecer el impedir la entrada de inversores externos.

El problema de la empresa familiar será elegir el grado de control que maximiza su utilidad,

$$\underset{\mu}{Max} u = (\mu, V)$$

$$\text{Sujeto a } V = K \frac{R - c(g(\mu))}{\alpha - g(\mu)}$$

Las condiciones necesarias de óptimo implican:

$$\frac{\partial u}{\partial \mu} + \frac{\partial u}{\partial V} \frac{\partial V}{\partial g} \frac{dg}{d\mu} = 0$$

Proposición 3. En la tasa de crecimiento que hace máxima la utilidad, el valor de mercado de la empresa familiar aumenta con el crecimiento.

Para demostrar esta proposición téngase en cuenta que $\frac{\partial u}{\partial \mu} > 0$,

$\frac{\partial u}{\partial V} > 0$ y $\frac{dg}{d\mu} < 0$. El primer sumando de la condición de primer orden es positivo, por lo cual la igualdad a 0 requiere que el segundo sumando sea negativo. Esto se cumplirá siempre que $\frac{\partial V}{\partial g} > 0$, dados

los signos de los otros factores del producto.

La preocupación por el control lleva a la empresa familiar a una situación estacionaria en su crecimiento, dentro de la cual no se aprovechan todas las oportunidades de crear valor económico con el crecimiento, pues en la solución que hace máxima la utilidad, en la que se contemplan preferencias por el valor de mercado y por el control, existen oportunidades para aumentar V a través de aumentar g . Esta conclusión tiene su corolario.

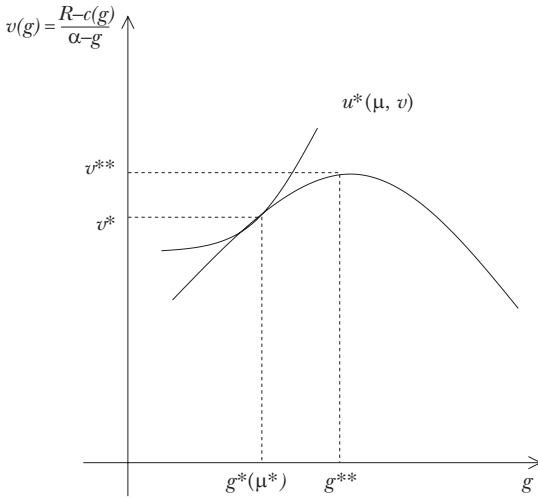
Corolario 2. a) El cociente entre valor de mercado y valor al coste de los activos productivos de la empresa familiar será menor que el de una empresa no familiar de similar eficiencia productiva.

b) La tasa de crecimiento de la empresa familiar debe ser inferior a la de una empresa no familiar con similar eficiencia productiva.

c) Para una edad similar, el tamaño medio de la empresa familiar debe ser menor que el de la no familiar.

El corolario a) es evidente a partir del gráfico 2.2, donde se muestra el crecimiento y valor de la empresa cuando elige g sin restricciones, g^{**} y $v(g^{**})$, y cuando la elección de g es el resultado

GRÁFICO 2.2: Crecimiento y valor de la empresa al introducir preferencias por el control



de optimizar una función de utilidad donde existen preferencias por el control y éste interfiere con el crecimiento, g^* y $v(g^*)$.

Nótese que este corolario establece el supuesto de similar eficiencia productiva. Si la empresa familiar aprovecha sus ventajas de motivación y control, entonces tal vez termine con una eficiencia productiva superior a la de la no familiar. Es decir, $v(g)$ para la empresa familiar puede dominar al mismo valor de la función correspondiente a la empresa no familiar. La comparación de $v()$ entre familiares y no familiares requiere tener en cuenta diferencias en la función y diferencias en los valores de la misma, pues las dos empresas eligen tasas de crecimiento distintas.

2.4. Estrategias competitivas

Las estrategias empresariales comprenden principalmente las decisiones de la empresa sobre: *a)* el alcance de sus actividades o productos/mercados donde desea participar; *b)* la ventaja competitiva sobre la que la empresa desea posicionarse en los mercados; *c)* innovaciones de productos y procesos. Todas estas decisiones están

poco estructuradas y no disponemos de una herramienta analítica suficientemente poderosa para formalizarlas, por lo cual las particularidades de las mismas para la empresa familiar se valorarán de forma intuitiva¹⁴.

Cuando el patrimonio de la familia debe destinarse a financiar las inversiones de la empresa, la familia renuncia a diversificar su patrimonio personal y se produce una alta concentración de riesgos. Es de esperar, por tanto, que la empresa familiar elija el alcance de sus actividades, productos/mercados donde está presente, de manera que la diversificación de las mismas contribuya a una cierta desconcentración de riesgos. La diversificación que no puede hacerse a través del patrimonio personal de la familia se hace a través de la cartera de inversiones de la empresa donde la familia concentra el patrimonio. Siendo todo lo demás igual, se espera que las decisiones estratégicas de *alcance* de las empresas familiares se orienten en mayor grado a reducir los riesgos económicos (variabilidad de los resultados económicos conjuntos) que en las empresas no familiares. Por ello, sería de esperar más diversificación no relacionada y menos integración vertical (con el fin de reducir la importancia relativa de los costes fijos) en la empresa familiar que en la no familiar.

Sin embargo, la empresa familiar afronta otras limitaciones en sus decisiones de diversificación que pueden limitar la eficacia de este tipo de estrategia. Diversificar hacia actividades no relacionadas significa ampliar la base de cualificaciones y competencias necesarias para abordar con éxito la producción y la venta. Si la familia ha desarrollado unas competencias concretas (acumuladas a través de la experiencia y la transmisión de conocimiento tácito, por ejemplo), diversificar con éxito puede exigir buscar nuevas competencias y habilidades fuera del seno familiar, lo cual desvirtuaría su esencia de *empresa familiar*. En segundo lugar, con la integración vertical la empresa familiar explota su ventaja comparativa en la motivación y control del recurso trabajo, por lo cual puede estar dispuesta a asumir más riesgos económicos que la no familiar, a cambio de sacar partido a esta ventaja comparativa.

¹⁴ Sobre el estado de la cuestión de la dirección estratégica en empresas familiares véase Sharma, Christman y Chua (1997).

La conclusión final sobre el *alcance* de la estrategia de la empresa familiar queda así indeterminada y pendiente de contraste empírico. Por un lado, la preocupación por acotar los riesgos a los que queda expuesto el patrimonio familiar puede llevar a diversificaciones no relacionadas, pero, por otro, la empresa puede estar interesada en apurar las ventajas comparativas de su especialización y acotar la exposición al riesgo a través de limitar la inversión (utilizar tecnologías más trabajo intensivas) y/o de una mayor flexibilidad en sus recursos humanos.

La *ventaja competitiva* de una empresa radica en el coste al que produce y/o en el valor que los clientes dan a lo que produce. Cuando el ahorro de costes se consigue a través del volumen de producción porque existen economías de escala en la tecnología, la empresa familiar tendrá más dificultades para aprovechar esa ventaja competitiva, debido a que el elevado volumen de producción demandará a su vez elevadas inversiones. Además, cuando el producto es homogéneo, producir a costes superiores a los del resto de competidores lleva a obtener pérdidas y a ser expulsado del mercado. Por tanto, cuando las economías de escala son importantes, la empresa familiar es de esperar que encuentre más dificultades para sobrevivir, debido a que la restricción financiera bajo la que se desenvuelve por su deseo de mantener el control familiar le impide acometer las inversiones necesarias para alcanzarlas.

La alternativa de posicionarse en el mercado a través de dar más valor a los clientes resulta en principio más ventajosa para la empresa familiar, sobre todo en los casos donde ese mayor valor se consigue sin inversiones elevadas. Es habitual en los escritos sobre empresa familiar encontrar referencias a la preocupación de estas empresas por la calidad de sus productos, en la medida en que se la considera una manera de mantener el buen nombre de la familia (véase Neubauer y Lank, 1999: 44).

Para unos recursos dados, la empresa familiar estará en mejores condiciones de producir y vender productos de mayor calidad que la no familiar, si realmente su compromiso con este atributo del producto es superior. Ahora bien, para ofrecer más calidad y más servicio al cliente se necesita invertir recursos en investigación, desarrollo y formación, inversiones que hay que financiar

de igual modo que las inversiones en capital físico. La restricción presupuestaria volverá a ser limitativa, aunque la ventaja comparativa que se atribuye a la empresa familiar para dar calidad y servicio previsiblemente redundará en una preferencia por invertir los fondos limitados en recursos (intangibles), frente a la alternativa de potenciar el capital físico. Esperamos, por tanto, una importancia relativamente mayor de los activos intangibles sobre los tangibles en la empresa familiar, comparada con la importancia de unos frente a otros en la no familiar.

La tercera dimensión de la competencia estratégica es la *investigación y el desarrollo* que permite la *innovación* en productos y procesos. A la empresa familiar se la asocia con un alto espíritu emprendedor e innovador, especialmente durante la primera generación, cuando el fundador de la empresa se mantiene al frente de ella (Neubauer y Lank, 1999: 44). Si la cultura fundacional se transmite entre generaciones, el empresario familiar es *paciente*, no busca el beneficio a corto plazo, por lo cual no penaliza inversiones como las propias de las actividades innovadoras, con un largo periodo de maduración. Pero, al mismo tiempo, la vocación innovadora debe hacerse compatible con la restricción financiera que limita los recursos monetarios con que se cuenta, así como con los límites que imponen las destrezas y habilidades disponibles en el núcleo familiar. Es de esperar, por tanto, que el potencial innovador de la empresa familiar dependa del nivel de formación del empresario y su entorno familiar; de los conocimientos técnicos del producto o proceso que constituyen el núcleo de la empresa. Y, en segundo lugar, de la complejidad de la innovación, en la medida en que la complejidad influye en las necesidades de recursos para acometerla con posibilidades de éxito.

Hasta aquí la valoración de las estrategias competitivas de la empresa familiar se ha hecho suponiendo que la empresa actúa bajo las restricciones financieras y de conocimientos que impone preservar el control y ejecución de las tareas clave dentro del dominio familiar. Estas restricciones pueden liberarse parcialmente, por ejemplo incorporando socios financieros externos a la familia en posiciones minoritarias (aunque esto suele generar costes de agencia importantes), y/o encargando las tareas directivas y/o

técnicas a personas con la cualificación adecuada pero ajenas a la familia (con lo cual la identificación entre empresa y familia se diluye)¹⁵. Pero existe una tercera opción, formar alianzas y colaboraciones con otras empresas buscando complementar sus recursos y competencias. De este modo, la empresa no pierde la identidad familiar y cubre, al menos parcialmente, sus déficit de recursos. La colaboración entre empresas requiere flexibilidad y confianza mutua, que a veces tropiezan con la fuerte cultura y personalidad de la empresa familiar. Además, es frecuente reforzar las alianzas con intercambios accionariales y/o intercambio de miembros del consejo de administración de las empresas, con lo cual la empresa familiar puede verse abocada a abrir a terceros sus mecanismos de propiedad y gobierno. A pesar de todo, las colaboraciones entre empresas se vislumbran especialmente útiles para las empresas familiares.

2.5. Financiación de la empresa

Las empresas obtienen recursos financieros para sus inversiones en forma de fondos propios (ampliaciones de capital y beneficios retenidos) y ajenos (deuda bancaria y no bancaria). Cada uno de ellos implica diferencias tanto en las contrapartidas financieras a que dan lugar (rentas residuales en el caso de los fondos propios y rentas contratadas en el caso de los ajenos) como en los derechos de quienes los aportan a decidir sobre la marcha de la empresa (sólo para los que aportan fondos propios, mientras se cumplen las obligaciones contractuales con los acreedores). Por lo tanto, la

¹⁵ El control familiar con accionistas externos crea conflictos de intereses entre accionistas mayoritarios y minoritarios. En general, incorporar accionistas externos aumenta el consumo esperado en el puesto de trabajo por parte de los accionistas de control, circunstancia que anticipan los minoritarios al comprar acciones y descuentan ese aumento de consumo del precio a pagar. El accionista-propietario pierde riqueza al vender una parte del capital a inversores externos, produciéndose lo que Jensen y Meckling (1976) denominan *coste de agencia*. Si además la apertura de la empresa familiar llega hasta incorporar un gerente externo a la familia, entonces el problema y los costes de agencia se amplían a la relación entre propietarios y dirección de la empresa; Gómez-Mejía, Larraza-Kintana y Makri (2001) analizan la retribución de los directivos de las empresas familiares desde esta perspectiva. Véase también Schulze *et al.* (2001).

financiación de la empresa no es sólo una cuestión de asegurar recursos monetarios para los proyectos de inversión, sino de distribuir derechos políticos dentro de lo que se ha llamado genéricamente *gobierno empresarial*. La reflexión sobre financiación de la empresa familiar adoptará esta perspectiva más amplia.

Fondos propios. Concretamente, la financiación a través de fondos propios exige decidir sobre cuestiones como la posibilidad de transferir la propiedad de los derechos políticos, el grado de concentración accionarial, la naturaleza de los accionistas externos a la familia, si existen, política de dividendos y sistema de gobierno.

La *transferencia de los derechos políticos* se refiere a la mayor o menor facilidad con la que se transfiere el control sobre los activos reales de la empresa. La mayor facilidad de transferencia se alcanza cuando la empresa cotiza en bolsa y no existen medidas defensivas por parte de los accionistas/directivos actuales (mayorías cualificadas, paracaídas dorados, píldoras envenenadas...). Los accionistas abren las puertas para que, si existe un equipo de inversores/directivos que cree poder conseguir una mayor riqueza con los activos de la empresa que el equipo actual, el equipo nuevo acceda al control de los recursos sin otra exigencia que pagar el precio correspondiente. La cotización en bolsa permite también que cualquier accionista pueda ejercer la opción de *salida* como mecanismo defensivo de sus intereses económicos, cuando cree que la gestión de la empresa no se realiza de acuerdo con sus preferencias.

Cuando los actuales tenedores de los derechos políticos deciden limitar la transmisión de estos derechos, pueden hacerlo estableciendo derechos de tanteo para los demás cuando uno decide abandonar la empresa; evitando la cotización en bolsa y emitiendo títulos nominativos; introduciendo restricciones estatutarias que actúan como blindaje de los accionistas/directivos actuales ante la amenaza de una OPA externa, etc. En lugar de elegir la *salida*, como mecanismo de control, se opta ahora por la *voz*, a través del ejercicio directo y activo de los derechos políticos, participando en los órganos legal y estatutariamente previstos (junta de accionistas y consejo de administración, por ejemplo).

Cuando la empresa, quien tiene poder en ella para hacerlo, elige pertenecer a la categoría de familiar, elige la opción de limi-

tar la libre transmisión de los derechos políticos, así como el ejercicio de la *voz* como mecanismo para el control y la defensa de los intereses particulares. Resulta difícil imaginar una situación donde se establece como objetivo mantener el control político (o incluso limitar el ejercicio de la *voz*) dentro de un círculo de personas que tienen relaciones de parentesco, y al mismo tiempo dar libertad a cualquier tenedor de acciones para que venda los títulos a su libre albedrío.

La *concentración accionarial* se refiere a la distribución de los derechos políticos, acciones, entre un mayor o menor número de titulares y de un modo más o menos igualitario entre todos ellos. Una estructura accionarial será más concentrada cuanto menor sea el número de accionistas entre los que se reparten las acciones y/o más desigual sea la distribución entre todos ellos.

Mientras que la transmisión de los derechos políticos se debate entre elegir la *voz* o la *salida* como mecanismo de control, la decisión sobre la concentración accionarial implica elegir entre dotar a la estructura accionarial de una mayor capacidad para asumir riesgos pero a cambio de una separación/especialización entre la titularidad de las acciones y el ejercicio del control efectivo sobre los activos reales, o bien mantener unidos el control efectivo sobre los activos reales pero aumentando a cambio la exposición al riesgo de los accionistas. El análisis económico ha valorado esta elección a través del llamado *paradigma de agencia*, generando una extensa literatura que permite conocer con detalle las ventajas e inconvenientes de una opción frente a la otra. Digamos aquí únicamente que, en general, una estructura accionarial dispersa favorece la libre transmisión de los derechos políticos, cuando es poco costoso hacerlo como sucede en empresas que cotizan en bolsa, mientras que hace muy difícil practicar el mecanismo de la *voz*. Lo contrario sucede cuando la estructura accionarial está muy concentrada.

La empresa familiar elige, por su naturaleza, una estructura accionarial concentrada, lo cual permite mantener una relación muy estrecha, incluso de coincidencia, entre quienes poseen los títulos que otorgan los derechos políticos y quienes los ejercen tomando decisiones sobre los activos reales. El conflicto de intereses entre propietarios y directivos queda atenuado. Sin embargo,

la contrapartida será una asignación de los riesgos poco eficiente, pues éstos se reparten entre un número reducido de inversores.

Cuando la empresa elige un accionariado relativamente concentrado y estable, cabe plantearse la pregunta acerca de si existe o no una composición más o menos adecuada de accionistas atendiendo a su *naturaleza*. Resulta difícil establecer generalizaciones en este sentido, pero algunas situaciones (especialmente aquellas en las que se realizan inversiones específicas) recomiendan incorporar a empresas clientes y/o proveedores en el accionariado, con el fin de facilitar compromisos a largo plazo y ofrecer garantías. También los intermediarios financieros pueden tener un lugar en el accionariado de la empresa con el fin de mejorar los flujos de información sobre los proyectos de inversión que se están emprendiendo y abaratar el coste de la financiación. Por último, la incorporación entre los accionistas estables de inversores institucionales puede ser interpretada como una señal de confianza en las posibilidades de la empresa, al someterse al escrutinio de un accionista altamente exigente en calidad de la gestión y resultados financieros.

La empresa familiar, con sus estrictas restricciones en cuanto a la colocación de las acciones entre el núcleo de parientes más o menos próximos, encontrará dificultades para hacer compatibles estas restricciones con la incorporación al accionariado de colectivos que aportan recursos y/o conocimientos complementarios. Obviamente, la incorporación no es imposible, pero supondrá en la mayoría de los casos aceptar compartir el control de la empresa y hacer compatibles los objetivos de la familia con los de los restantes colectivos de accionistas, especialmente si la opción de *salida*, en el caso de plantearse desacuerdos, es difícil de ejercitar.

La empresa retribuye a sus accionistas por medio del pago de dividendos y con las plusvalías por la revalorización del capital. Mientras la autofinanciación (los beneficios no distribuidos) se invierte en proyectos cuya rentabilidad supera al coste del capital, la reducción en los dividendos distribuidos no debe afectar al valor de la empresa (al margen de consideraciones fiscales). Al mismo tiempo, siempre que las acciones se puedan vender o comprar sin restricciones o sin costes de transacción elevados, la política de dividendos tampoco debe afectar a la liquidez de los

accionistas inversores, pues si alguno de ellos necesita liquidez y la empresa paga bajos dividendos, le basta con vender las acciones necesarias y realizar las plusvalías acumuladas.

En la empresa familiar la fijación de una política de dividendos resultará, en general, más compleja, porque las limitaciones a la libre transmisión de las acciones, y por lo tanto a las posibilidades de realizar plusvalías cuando alguien necesita tesorería adicional, obligan a que las necesidades de tesorería de los accionistas deban resolverse a través de ajustes en los dividendos repartidos o a través de la venta de acciones dentro de la familia. La aplicación de estas soluciones no será muy difícil si todos los miembros de la familia con participaciones en el capital de la empresa tienen sus necesidades de liquidez relativamente sincronizadas, pero es de esperar que dé lugar a tensiones y conflictos cuando las necesidades sean muy distintas de unos accionistas a otros.

Los términos *gobierno de la empresa* resumen el conjunto de mecanismos a través de los cuales una empresa se gestiona y se controla, con especial hincapié en la protección de los intereses de los inversores financieros que aportan los fondos necesarios para sufragar las compras de activos. El gobierno de la empresa debe hacer compatible la responsabilidad (*accountability*) del equipo directivo frente a los accionistas, con la necesaria libertad de acción para responder con rapidez y eficacia las oportunidades del mercado; debe compatibilizar la protección de los intereses financieros de los accionistas minoritarios con los incentivos para que el grupo de control realice ese control con eficacia. Recomendaciones acerca de la incorporación de consejeros independientes al consejo de administración, la creación de comisiones de auditoría y retribuciones dentro del consejo, la creación de oficinas que mejoren la comunicación entre la empresa y sus accionistas... han proliferado durante los últimos años con el propósito de mejorar los sistemas de gobierno empresarial.

El denominado Informe Olivencia sobre buenas prácticas en el gobierno empresarial ha tratado de llevar a las empresas españolas las recomendaciones sobre cómo mejorar sus sistemas de gestión y control. Pero el mismo informe afirma desde el principio que tales recomendaciones se dirigen, sobre todo, a empresas que tienen una parte muy significativa de sus acciones cotizando

libremente en el mercado de capitales. Es claro que la empresa familiar está lejos de estas circunstancias, pues, incluso si cotiza en bolsa, será bajo la condición de que no se ponga en peligro el control familiar sobre las decisiones de gestión. La estrecha relación entre propietarios y directivos, cuando no su plena coincidencia, convierte en irrelevantes para la empresa familiar muchas de las recomendaciones que se recogen en los códigos de buenas prácticas.

Pero la empresa familiar se enfrenta a sus propios problemas de gobierno derivados de la interconexión entre familia, empresa y propiedad que se produce en este tipo de empresas. A través de la herencia y del matrimonio, personas ajenas hasta un momento dado a la marcha de la empresa pueden adquirir derechos de propiedad importantes sobre los activos de la misma. El poder de decisión que otorga la propiedad puede ser utilizado para favorecer a determinados parientes a costa de los intereses de la empresa y tal vez de otros miembros de la familia. Con el propósito de minimizar estos conflictos, la empresa familiar ha desarrollado sus propias propuestas en lo que se refiere a procedimientos formales de gobierno, a través de *protocolos y consejos de familia*, imprescindibles cuando la empresa adquiere una determinada dimensión ¹⁶.

Deuda. La financiación a través de títulos de *deuda* supone para la empresa incorporar a su estructura financiera un pasivo con un coste explícito y pactado de antemano, y con unos plazos dados para su devolución a los acreedores. Mientras la empresa cumpla con los compromisos aceptados, los tenedores de los títulos de deuda no poseen derechos políticos. Cuando se incumplen, parte de los derechos políticos de los accionistas se transfieren a los titulares de la deuda a través de los mecanismos previstos de suspensión de pagos o quiebra.

La financiación a través de deuda puede paliar algunas de las limitaciones y restricciones que impone la financiación por me-

¹⁶ El *gobierno de la empresa familiar* es un tema que ha generado también mucha literatura, con frecuencia relacionando las reglas internas del mismo con la incorporación de miembros de la familia a la empresa, y con la sucesión familiar; véase Gallo (2000).

dio de recursos propios. Por ejemplo, el endeudamiento aporta fondos financieros adicionales con los que pagar dividendos y/o acometer nuevos proyectos de inversión sin necesidad de alterar la cartera de inversión patrimonial de los accionistas. Además, los gastos financieros explícitos que genera son deducibles de la base del impuesto sobre sociedades y, por lo tanto, el endeudamiento genera un ahorro fiscal a la empresa con beneficios.

Sin embargo, el endeudamiento altera la estructura de costes de la empresa aumentando relativamente la proporción de costes fijos y con ello la variabilidad (riesgo) de los beneficios después de gastos financieros. Los fondos propios de una empresa endeudada están expuestos a un mayor riesgo que si la empresa no tiene deuda en su balance. La demanda de deuda por parte de la empresa será limitada, y con ello la disponibilidad de fondos por esta vía de financiación.

La oferta de deuda está sujeta a las garantías que pedirá el acreedor para cubrirse de los riesgos de incumplimiento por parte del deudor, teniendo en cuenta que este deudor se beneficia muchas veces de la responsabilidad que le proporciona la forma de empresa bajo la que contrata. Las garantías, que se añaden al coste directo de la operación, son diversas: desde exigir un endeudamiento máximo, que se destinen unos determinados activos con alto valor de liquidación (activos de uso general) como colaterales de la deuda que se suscribe, o que se aporten avales del patrimonio personal del empresario.

Un elemento especialmente relevante para el acreedor, cuando decide el volumen y condiciones de la deuda que está dispuesto a asumir, es en qué condiciones podrá ejercer sus derechos políticos cuando la empresa no cumpla las condiciones de pago pactadas. Como sabemos, estas condiciones están reguladas a través de las leyes de suspensiones de pagos y quiebras, por lo que la eficacia de las mismas en la protección de los derechos de los acreedores tendrá especial importancia en la cantidad, coste y condiciones (plazos, por ejemplo) en que se oferta deuda en el mercado.

Desde una perspectiva más operativa, la referencia al endeudamiento requiere tener en cuenta no sólo un volumen o proporción con respecto al total del activo o pasivo, sino también la

composición: vencimiento a corto o vencimiento a largo plazo; bancaria o no bancaria (pagarés, obligaciones, *leasing*, proveedores...). En aras de la brevedad, evitaremos pormenorizar los aspectos particulares de estas consideraciones.

La posición particular de la empresa familiar frente a la financiación a través de deuda radica tanto en su particular estructura de propiedad como en la estrategia de inversiones. Los accionistas propietarios que deciden el nivel de endeudamiento quieren evitar excesiva exposición al riesgo y ello puede llevarles a establecer un bajo endeudamiento con el fin de limitar por ese camino la importancia relativa de los costes fijos. Además, la alta concentración accionarial y la condición de accionistas activos de la mayoría de los tenedores de activos no crea problemas de información asimétrica, cuya resolución recomienda un mayor endeudamiento (por ejemplo, con el fin de restringir los *cash-flows* libres o de señalar oportunidades favorables de crecimiento a los potenciales inversores financieros anónimos). Pero, al mismo tiempo, la deuda es una fuente de financiación externa que no afecta a la distribución de derechos políticos, y por ello puede resultar relativamente preferida por la empresa familiar.

En cuanto a la estrategia inversora, su influencia en la estructura financiera de la empresa familiar dependerá sobre todo de la naturaleza de los activos y del riesgo económico. Menor fungibilidad de los activos y mayor riesgo económico presionarán a la baja sobre el coeficiente de endeudamiento de estas empresas.

El cuadro 2.1 resume lo expuesto sobre financiación de la empresa familiar en un marco evolutivo, donde se tiene en cuenta el cambio en la dimensión y alcance del núcleo de parentescos dentro de la familia, de manera que esta familia se hace más compleja al incorporar accionistas con diversidad de intereses y preferencias. La evolución de la complejidad en el núcleo familiar coincide con un crecimiento cuantitativo y cualitativo de la propia empresa, por lo que el problema financiero de la misma adquiere nuevos matices y dimensiones.

CUADRO 2.1: Evolución de las necesidades financieras en las sucesivas etapas de desarrollo de la empresa familiar

Generación	1. ^a	2. ^a	3. ^a
	Propietario/directivo	Hermanos/sociedad	Primos/colaboraciones
Desarrollo	Etapas 1	Etapas 2	Etapas 3
Estructura de propiedad	Concentrada; propiedad entre fundadores.	Aparición de los accionistas inactivos.	Incorporación de accionistas minoritarios; transición desde propiedad familiar a control familiar.
Fuentes de liquidez	Retribución del propietario.	Dividendos y compras/ventas internas.	Dividendos, compras/ventas internas y capital externo.
Fuentes de capital	Tesorería del negocio.	Tesorería del negocio, deuda y fondos propios externos.	Necesidades del negocio superan las disponibilidades de la familia y se requiere capital externo.
Causas de conflicto financiero	Asignación de tesorería entre necesidades del negocio y necesidades personales.	Dividendos para los inactivos frente a salarios y beneficios para los accionistas activos.	Tensión entre los objetivos del negocio. Crecimiento frente a rentabilidad a corto plazo. Discrepancias sobre rentabilidad apropiada.

Fuente: Adaptado de Visscher, Aronoff y Ward (1995).

2.6. Conclusiones

Este capítulo proporciona una lista de proposiciones más o menos formalizadas sobre características diferenciales de las decisiones operativas, estratégicas y financieras de las empresas de propiedad familiar. Las proposiciones se completan con corolarios que trazan la relación entre decisiones y resultados, principalmente la rentabilidad obtenida en los activos invertidos.

Una primera conclusión importante del análisis realizado es que la comparación directa de resultados económicos entre em-

presas familiares y no familiares deberá tener en cuenta, para no llevar a conclusiones erróneas, que el conjunto de posibilidades de decisión *ex-ante* puede ser diferente para unas empresas y otras. Por lo tanto, las restricciones con las que opera un tipo de empresa como la familiar, en cuanto desea preservar su particular estructura de propiedad, no necesariamente dan lugar a diferencias en resultados. En este sentido, la menor dimensión de la empresa familiar, en cuanto a capital productivo utilizado, no tiene por qué dar lugar a menor beneficio para este tipo de empresas que para las no familiares, si la mayor eficiencia asignativa de la empresa familiar implica a su vez una relación tamaño-rentabilidad en las empresas familiares que domina a la misma relación para las no familiares.

El resultado es importante, porque explica cómo un proceso de selección natural, debido a la competencia institucional entre formas de gobernar las transacciones, puede permitir la supervivencia de instituciones distintas. Las restricciones al crecimiento que impone preservar una estructura de propiedad determinada a las empresas familiares, no impide que estas empresas puedan retribuir al capital invertido con una rentabilidad igual al coste de oportunidad financiera, siempre que los efectos de dichas restricciones y de un menor tamaño se compensen con otros puntos fuertes, como por ejemplo una mayor eficiencia en la asignación de recursos.

A modo de síntesis, y para ser objeto de contraste empírico posterior, las principales predicciones sobre la evidencia que debemos esperar de la comparación entre empresas familiares y no familiares se resumen en los siguientes puntos.

Comparadas con las no familiares, esperamos que las empresas familiares:

- a) tengan una menor dimensión;
- b) crezcan a tasas de crecimiento más bajas;
- c) sean más trabajo intensivas;
- d) muestren una menor productividad parcial del trabajo pero una mayor o igual eficiencia productiva (productividad total);
- e) muestren un efecto positivo de cambios en la dimensión sobre el valor/rentabilidad de la empresa, y en todo caso mayor que el efecto observado en las no familiares;

- f)* se distribuyan de forma desigual en unos sectores de actividad y otros;
- g)* sean más innovadoras y, en general, den prioridad a los activos intangibles sobre los tangibles;
- h)* estén más diversificadas en productos y mercados;
- i)* muestren tasas de rentabilidad contable mayores o iguales a las de las no familiares;
- j)* dependan más del endeudamiento bancario.

Todas estas comparaciones se atribuyen al efecto estricto de la forma de propiedad. Su contraste deberá tener en cuenta que, si el tamaño de la empresa influye en su conducta, el efecto de la propiedad deberá evaluarse controlando por diferencias en el tamaño.

3. Demografía empresarial y características estructurales de la empresa española

3.1. Introducción

El estudio empírico de la empresa familiar en España debe superar las limitaciones que se derivan de no disponer de una información comprensiva y representativa de este colectivo de empresas, y que al mismo tiempo permita comparaciones con evidencias paralelas extraídas del colectivo de empresas no familiares. Cualquier estudio, como éste, que desea acercarse a la realidad de las empresas familiares españolas, descansa en fuentes de información diversas, con la esperanza de que la suma de visiones parciales termine por dibujar un perfil suficientemente expresivo del fenómeno objeto de estudio. El contenido de este capítulo y de los siguientes está condicionado por las limitaciones expuestas.

Los estudiosos de la empresa familiar atribuyen el conocimiento empírico que hoy se tiene de estas empresas a investigaciones provenientes de áreas de conocimiento como (véase Neubauer y Lank, 1999: cap. 1): 1) el estudio de la figura del empresario y del espíritu emprendedor; 2) las investigaciones sobre creación de empresas y pymes en general; 3) la teoría sobre relaciones entre propiedad y control de la empresa, cuando existe especialización en las personas que asumen estas funciones; 4) el estudio propiamente dicho de la empresa familiar. Atendiendo a esta diversidad de materias afines al estudio de la empresa familiar, la exposición posterior sobre el caso español aporta evidencias recientes sobre demografía empresarial, estructura de tamaños de empresas y rasgos personales de los empresarios en España, junto con evidencias directas sobre características estructurales de las empresas familiares que operan en los sectores manufactureros.

La demografía empresarial y la estructura de empresas por tamaños se extraen de la información que proporciona el Directorio Central de Empresas DIRCE, elaborado desde hace unos pocos

años por el Instituto Nacional de Estadística (INE). La evolución en el número de empresarios, y especialmente de su educación formal comparada con la del conjunto de la población activa, se estudia a partir de la Encuesta de Población Activa (EPA), elaborada igualmente por el INE. La información más precisa para comparar empresas familiares y no familiares nos la proporciona la Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE), aunque referida sólo a empresas del sector de la manufactura y con 10 o más trabajadores. En su ámbito de aplicación, la ESEE tiene la ventaja inestimable de ser una encuesta representativa, además de la riqueza de información que proporciona. La ESEE no está pensada para estudiar la empresa familiar, pero incluye una pregunta en la que la empresa debe responder si existen o no personas de la familia en puestos de responsabilidad de la empresa. A efectos de este trabajo, las empresas que responden afirmativamente se agrupan en el colectivo de *familiares*, dejando al resto en el grupo de *no familiares*. El criterio de clasificación deja fuera de las familiares aquellas empresas cuya propiedad se concentra en una familia, pero que delegan la dirección de la compañía a personas externas al círculo de parentesco. Sin embargo, hay que tener en cuenta también que la empresa familiar de mayor tamaño, que es la que previsiblemente se verá más afectada por el criterio de definición utilizado, se estudiará en capítulos posteriores, cuando nos ocupemos de la empresa familiar que cotiza en bolsa.

El resto del capítulo se estructura como sigue. Primero se analiza la evolución demográfica de las empresas españolas desde mediados de los años noventa, cuando el DIRCE ofrece información completa sobre el número total de empresas en España y su distribución por tamaños. Después, el centro de atención es el empresario, también en términos de número, aunque la información se completa con evidencias sobre la evolución en la educación formal de los emprendedores durante los últimos veinte años, comparada con la misma evolución para el conjunto de la población activa. El tercer bloque del capítulo es la comparación de los rasgos estructurales de las empresas familiares y no familiares en la manufactura española, según la ESEE. Concluimos con una valoración y discusión de las evidencias empíricas aportadas, poniéndolas en relación con los contenidos del capítulo teórico.

3.2. Demografía y estructura empresarial española

Nos interesa presentar los rasgos principales que definen la estructura empresarial española (número, importancia relativa por sectores y tamaños...), así como la evolución en número y características relevantes de los agentes emprendedores. Para ello utilizaremos como fuentes de información el Directorio Central de Empresas del Instituto Nacional de Estadística y la Encuesta de Población Activa.

3.2.1. Número y tamaño de sociedades mercantiles

Según el Directorio del INE, existen en España, a finales de 1999, alrededor de 2,6 millones de sociedades mercantiles. El cuadro 3.1a muestra la evolución de este número entre 1994 y 1999, distinguiendo entre empresas sin asalariados y empresas con asalariados. A lo largo de los cinco años se aprecia un ritmo sostenido de crecimiento en el número de empresas en el entorno del 3% anual, distribuido de forma desigual entre empresas con asalariados y empresas sin asalariados. En efecto, mientras las primeras crecen al 3,8% anual (en promedio), las segundas lo hacen sólo al 1,3%. Por este motivo, las empresas sin asalariados, que representaban el 57,6% del total a finales de 1995, pasan a representar el 54,6% en 1999.

CUADRO 3.1a: Evolución del número de empresas en España (1994-1999)
(miles)

Sociedades	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Empresas activas	2.302	2.370	2.402	2.451	2.519	2.595
Sin asalariados	1.326	1.351	1.372	1.380	1.388	1.417
Con asalariados	976	1.019	1.030	1.071	1.131	1.178

Fuente: DIRCE, INE.

Como puede comprobarse a través del cuadro 3.1b, la evolución en el número de empresas es desigual entre unos sectores y otros, aumentando de forma notable en los sectores de construcción y resto de servicios y retrocediendo en industria y comercio. Comercio y el resto de servicios son también los sectores donde la

CUADRO 3.1b: Evolución del número de empresas por sectores

(miles)

Sectores	1994	1999	Tasa de variación
Industria	245,7	241,3	-1,8
Construcción	221,6	256,9	16,0
Comercio	787,8	791,5	0,0
Resto servicios	1.046,4	1.271,6	21,5
Total	2.302	2.595	12,7

Fuente: DIRCE, INE.

proporción de empresas sin asalariados es más alta, superando de forma holgada el 50%. En industria, en cambio, las empresas sin asalariados son sólo la tercera parte del total (cuadro 3.2). La distribución de las empresas sin asalariados por sectores explica que el sector *resto de servicios* concentra casi el 50% del total de empresas, y el sector del comercio más del 30%. Industria y construcción se reparten el resto casi a partes iguales.

CUADRO 3.2: Distribución porcentual del número de empresas por clases de tamaño y sectores

Tamaño (núm. de trabajadores)	Total 1994	1999				Total 1999
		Industria	Construcción	Comercio	Resto servicios	
Sin asalariados	57,6	33,05	45,8	55,1	61,5	54,6
De 1 a 9 asalariados	37,2	49,10	45,0	41,1	34,6	39,4
De 10 a 99 asalariados	4,9	16,60	9,0	3,6	3,6	5,7
De 100 a 499 asalariados	0,3	1,13	0,3	0,1	0,3	0,3
Más de 500 asalariados	0,04	0,16	0,02	0,02	0,04	0,04
Total	100	100	100	100	100	100

Fuente: DIRCE, INE.

Atendiendo a su tamaño, la población de empresas se caracteriza por un gran predominio de empresas muy pequeñas, incluso dentro de las que poseen asalariados. En este sentido, las empre-

sas que tienen de 1 a 9 asalariados representan el 39,4% del total de empresas, y el 86,7% de las empresas con asalariados. Por el contrario, las empresas que emplean a 10 o más trabajadores representan tan sólo el 6% del conjunto de empresas con asalariados, y las que emplean a 100 o más, el 0,34% (cuadro 3.2).

La distribución porcentual de empresas por tamaños es sensiblemente distinta entre los sectores económicos. En resto de servicios y comercio, las proporciones de empresas que emplean a 9 o menos trabajadores están claramente por encima del 95%. Por otra parte, el peso de las empresas grandes se concentra en el sector industrial, donde más del 17% tiene un número de asalariados por encima de 10.

La fotografía de empresas por tamaños cambia cuando tenemos en cuenta la distribución de los asalariados por clases de tamaños (cuadro 3.3). En este sentido, aunque las empresas entre 1 y 9 asalariados representan el 87% de las empresas con asalariados, sólo emplean al 26,5% de los trabajadores, mientras que las empresas de más de 100 trabajadores, sin llegar al 0,5% del total, emplean a un 37,6% de los asalariados. Las cifras del cuadro 3.3 indican que existe una cierta concentración de los asalariados en el tiempo hacia los tramos de tamaño intermedios, en detrimento de los extremos. Entre 1995 y 1999, la proporción de asalariados en empresas entre 10 y 100 trabajadores ha aumentado en casi tres puntos porcentuales. Cuando se evalúe la importan-

CUADRO 3.3: Reparto de los asalariados por tramos de tamaño
(porcentaje)

Tamaño (núm. de trabajadores)	1995	1997	1999
1-2	9,7	9,7	9,1
3-9	18,1	18,3	17,5
10-49	25,3	26,3	27,1
50-99	7,9	8,0	8,7
100 o más	39,0	37,7	37,6
Total	100	100	100

Fuente: DIRCE, INE, varios años.

cia relativa de las pymes en la economía será necesario tener en cuenta este dato.

3.2.2. Evolución del número de emprendedores

A los efectos de la presente exposición, el colectivo de emprendedores incluye las categorías que la EPA identifica como *directivos*, *empresarios con asalariados* y *empresarios sin asalariados*, aunque cada uno de estos grupos se analizará por separado.

El cuadro 3.4 muestra la evolución de emprendedores en España entre 1980 y 2000 para unos años seleccionados. A lo largo de este periodo, el total de emprendedores desciende desde cerca de 3 millones en 1980 a algo más de 2,6 millones en el año 2000. El descenso del 10,4% en el número de emprendedores durante los 20 años considerados contrasta con el 28,2% de incremento en la población activa entre 1980 (con 13,1 millones de personas) y 2000 (con 16,8 millones).

CUADRO 3.4: **Emprendedores en España (1980-2000)**

(número en miles y crecimiento anual)

Año	Directivos	Δ	Empresarios con asalariados	Δ	Empresarios sin asalariados	Δ	Total	Δ
1980	100,0	—	418,5	—	2.454,4	—	2.973,0	—
1985	117,4	2,3	337,7	-4,2	2.379,2	-1,0	2.834,0	-1,0
1990	141,0	3,7	510,7	8,6	2.329,0	-0,5	2.980,6	1,0
1995	199,7	7,2	595,1	3,1	1.947,0	-3,5	2.742,0	-1,7
2000	241,3	3,9	727,0	4,1	1.696,0	-2,8	2.664,0	-0,6

Δ: Tasa de crecimiento medio acumulativo anual en cada lustro.

Fuente: EPA.

Cuando se desciende a analizar un grupo concreto, comprobamos que el retroceso en el número de emprendedores se concentra exclusivamente en los empresarios sin asalariados, que se reduce en más de 700.000 personas entre 1980 y 2000, es decir, un 28,5%. El descenso más importante se produce en la década de los noventa cuando el colectivo pierde 600.000 personas. Las categorías de directivos y empresarios con asalariados, en cam-

bio, aumentan significativamente su número, un 140% los primeros y un 73,8% los empresarios con asalariados. Sin embargo, el aumento es desigual en unos años y otros dentro del periodo considerado. Durante la primera mitad de los años ochenta, el número de empresarios con asalariados disminuye, y con ello contribuye a que en ese periodo disminuya la tasa de emprendedores (o emprendedores en proporción de la población activa), sea cual sea el indicador con que se mida (cuadro 3.5).

CUADRO 3.5: Emprendedores sobre población activa en España (1980-2000)

Año	Población activa (millones)	Emprendedores sobre población activa (porcentaje)	Empresarios con asalariados sobre asalariados (porcentaje)	Empresarios con asalariados + directivos sobre asalariados
1980	13,1	22,7	4,1	5,1
1985	13,6	20,6	3,1	4,2
1990	15,0	19,4	4,2	5,4
1995	15,6	17,3	4,6	6,2
2000	16,8	15,8	5,0	6,8

Fuente: EPA y elaboración propia.

La fase expansiva de la economía española en la segunda mitad de los años ochenta coincide con el periodo de mayor incremento en el número de empresarios con asalariados, con 8,6%, compensándose así el descenso del lustro anterior. La incorporación de directivos es más regular en el tiempo, pero destaca el fuerte aumento en su número, un 7,2%, en la primera parte de los años noventa. Cuando se calcula a partir de los empresarios con asalariados y de la suma de éstos más los directivos, la tasa de emprendedores sobre asalariados aumenta regularmente desde el año 1995, lo cual significa que la cantidad de *input* emprendedor por asalariado se ha incrementado en más del 60% entre 1985 y el año 2000. Atendiendo a este indicador, la actividad emprendedora ha aumentado de forma sostenida en los últimos quince años.

La evolución de los emprendedores en el tiempo no interesa sólo cuantitativamente, sino que sería especialmente deseable co-

nocer rasgos cualitativos, como por ejemplo procedencia social, motivaciones personales para convertirse en emprendedores, recompensas monetarias y no monetarias por ejercer esa función, forma de resolver la relación entre empresa y familia, etc. Sin embargo, ninguna de estas informaciones está disponible de forma sistematizada. El único rasgo de los emprendedores, y de la población activa en general, que nos proporciona las estadísticas oficiales, es el nivel de educación que poseen, dividido en cinco categorías: analfabetos, con estudios primarios o sin estudios, estudios medios, anteriores al superior y superiores. Los cuadros 3.6 a 3.9 presentan información descriptiva sobre la evolución de la educación formal de los emprendedores entre 1980 y 2000.

CUADRO 3.6: Directivos en España: estructura porcentual por estudios terminados (1980-2000)

Año	Analfabetos	Primarios y sin estudios	Medios	Anteriores al superior	Superiores	Total
1980	0,3	21,5	39,8	19,6	18,8	100
1985	0,3	20,7	38,9	18,6	21,5	100
1990	0,0	11,4	43,9	17,7	27,0	100
1995	0,0	8,1	42,6	16,6	32,7	100
2000	0,0	5,0	41,7	16,3	37,0	100

Fuente: INE.

CUADRO 3.7: Empresarios con asalariados: estructura porcentual por estudios terminados (1980-2000)

Año	Analfabetos	Primarios y sin estudios	Medios	Anteriores al superior	Superiores	Total
1980	0,4	66,1	26,0	4,0	3,5	100
1985	0,2	60,2	32,0	4,2	3,4	100
1990	0,1	55,0	37,4	3,5	4,0	100
1995	0,4	43,2	47,4	5,3	3,7	100
2000	0,3	35,3	54,1	5,8	4,5	100

Fuente: INE.

CUADRO 3.8: Empresarios sin asalariados: estructura porcentual por estudios terminados (1980-2000)

Año	Analfabetos	Primarios y sin estudios	Medios	Anteriores al superior	Superiores	Total
1980	4,4	88,3	6,7	0,4	0,2	100
1985	3,1	83,2	12,9	0,5	0,3	100
1990	2,4	73,0	23,2	1,0	0,4	100
1995	1,2	64,4	32,7	1,1	0,6	100
2000	0,7	50,0	46,2	1,8	1,3	100

Fuente: INE.

CUADRO 3.9: Población activa: estructura porcentual por estudios terminados (1980-2000)

Año	Analfabetos	Primarios y sin estudios	Medios	Anteriores al superior	Superiores	Total
1980	3,2	70,6	19,0	4,0	3,2	100
1985	2,2	58,2	30,4	4,7	4,5	100
1990	1,5	47,3	39,7	5,9	5,6	100
1995	0,9	36,7	48,3	6,8	7,3	100
2000	0,6	27,2	54,2	8,1	9,9	100

Fuente: INE.

Los datos disponibles reafirman el importante aumento en el nivel de educación formal de la población activa española en general, y de los emprendedores en particular, durante los últimos veinte años. En segundo lugar, en el año 2000 el nivel educativo medio alcanzado por el conjunto de la población activa es superior al que poseen los empresarios con asalariados, cuando en 1980 la relación era la opuesta. En términos relativos, el mayor avance en el nivel educativo ocurre en el colectivo de empresarios sin asalariados.

Entrando en un poco más de detalle, constatamos que, dentro del colectivo de directivos, disminuye sobre todo el conjunto de personas con estudios inferiores a los medios, y aumenta el que posee estudios superiores, si bien en términos relativos el aumento es menor que el que se produce en el conjunto de la población activa.

Dentro de los empresarios con asalariados, disminuye la proporción de los que sólo poseen estudios primarios y aumenta la de los empresarios con estudios medios, más o menos en línea con lo que se observa en el conjunto de la población activa. Durante la década de los ochenta, la proporción de empresarios con asalariados que poseen estudios por encima de los estudios medios permanece invariable, cuando en el resto de colectivos de emprendedores aumenta. Toda la recuperación en el porcentaje de empresarios con asalariados que tienen más estudios formales se produce en la década de los noventa. Además, si consideramos sólo estudios superiores, el avance más significativo se produce en los últimos cinco años.

En el año 2000, los empresarios sin asalariados son todavía los que poseen un nivel de educación formal más bajo, pero en términos relativos son los que más progresan a lo largo de los veinte años considerados. Especialmente destacable es el aumento en la proporción de empresarios sin asalariados que se produce en la década de los noventa, y especialmente en la segunda parte, evidencia de que en los últimos años hay más personas formadas que se incorporan al mercado laboral como trabajadores autónomos.

Después de todo lo dicho, aunque en los últimos veinte años la actividad emprendedora no ha atraído a personas formadas al mismo ritmo que éstas se iban incorporando a la población activa, desde mediados de los años noventa hay signos de cambio, y la proporción de titulados superiores en los colectivos de empresarios con y sin trabajadores asalariados aumenta por encima de la media. Este hecho puede suponer un importante dinamismo para la actividad empresarial española en el futuro próximo.

3.3. Estructura empresarial de la manufactura española ¹⁷

El cuadro 3.10 muestra la distribución de las empresas de la muestra contenida en la ESEE, según su propiedad y clases de tamaño. Se establece además la comparación entre 1991 y 1998.

¹⁷ Como ya se indicó en la introducción, este epígrafe se elabora a partir de la información contenida en la ESEE. Las características generales de esta base de datos pueden

CUADRO 3.10: Distribución de las empresas por clases de tamaño (1998 y 1991)

Tamaño (núm. de trabajadores)	Familiares 1998		Familiares 1991		No familiares 1998		No familiares 1991	
	Número	Porcentaje	Número	Porcentaje	Número	Porcentaje	Número	Porcentaje
Menos de 20	216	50,2	291	62,40	214	49,8	175	37,60
De 21 a 50	211	46,8	233	60,70	240	53,20	151	39,30
De 51 a 100	45	28,0	49	39,80	116	72,0	74	60,2
De 101 a 200	35	19,9	35	31,00	141	80,1	78	69,00
De 201 a 500	51	15,6	95	20,50	276	84,40	368	79,50
Más de 500	11	6,1	23	10,10	169	93,9	204	89,90
Total	569	32,99	726	40,90	1.156	67,01	1.050	59,10

Fuente: ESEE (1998) y elaboración propia. Los datos de 1991 se han obtenido de Merino y Salas (1993).

La importancia relativa, en cuanto a número de empresas, de las empresas familiares con respecto a las no familiares, decrece a medida que la clase de tamaño se hace mayor. En 1998 y en el grupo de empresas con más de 500 trabajadores, el número de familiares es sólo el 6,11% del total, mientras que en las clases de tamaño hasta 50 trabajadores el número de empresas familiares representa casi la mitad del total (recuérdese que la ESEE sólo considera empresas con 10 o más trabajadores). Cuando comparamos la situación de 1998 con la de 1991, las principales tendencias se mantienen, si bien el número de empresas familiares en proporción sobre el total de la muestra es menor en 1998, con respecto a 1991, en *todas las clases de tamaño*. Por ejemplo, en 1991 las empresas familiares representaban el 21% de las empresas con 200 o más trabajadores, mientras que en 1998 ese porcentaje había descendido hasta el 12,2%. La ESEE pone de manifiesto, por tanto, una menor dimensión media de la empresa familiar manufacturera española, en comparación con la no familiar, y un retroceso en el tiempo en la importancia relativa de las empresas familiares en el conjunto de la manufactura, especialmente mani-

consultarse en Fariñas y Jaumandreu (1994). Una primera explotación de la misma para la comparación entre empresas familiares y no familiares se presenta en Merino y Salas (1993), con datos referidos a 1991. Cuando se establezcan comparaciones entre datos de 1998 y datos de 1991, estos últimos provienen de esta fuente bibliográfica.

fiesto en el grupo de empresas de dimensión media y alta. Como veremos en capítulos posteriores, este retroceso en la importancia de las empresas familiares se detecta también en el colectivo de empresas que cotizan en bolsa.

La distribución de las empresas por edades, propiedad y tamaños nos aportará información sobre la dinámica empresarial subyacente. Según el cuadro 3.11, las proporciones más bajas de empresas familiares se encuentran en los intervalos de edad más extremos, es decir, de menos de 3 años y de más de 25 años. Entre las empresas de más reciente creación que colaboran con la ESEE, el número de empresas familiares es relativamente pequeño, 18,5%, porcentaje que contrasta con el 47,7% de empresas familiares en este intervalo de edad en 1991: el número de nuevas empresas familiares parece estar disminuyendo en el tiempo, según la ESEE. Por otro lado, la circunstancia de que sólo el 24,24% de empresas con más de 25 años de edad sean familiares, sugiere que estas empresas tienen más dificultades para sobrevivir en el tiempo, bien por dificultades internas (a medida que la familia se *expande* alrededor del empresario fundador se hace más difícil armonizar intereses contrapuestos) o por límites externos (la supervivencia exige acumular recursos que sólo se pueden conseguir abriendo la propiedad y el control a inversores ajenos al núcleo familiar).

CUADRO 3.11: Distribución de las empresas por edad

Edad	Familiares 1998		Familiares 1991		No familiares 1998		No familiares 1991	
	Número	Porcentaje	Número	Porcentaje	Número	Porcentaje	Número	Porcentaje
Menos de 3	19	18,45	83	47,70	84	81,55	91	52,30
4 a 6	69	32,86	119	48,60	141	67,14	126	51,40
7 a 10	89	41,78	132	58,90	124	58,22	92	41,10
11 a 15	95	38,15	119	58,60	154	61,85	84	41,40
16 a 25	146	44,65	111	34,80	181	55,35	208	65,20
Más de 25	151	24,24	162	26,51	472	75,76	449	73,49
Total	569	32,99	726	40,90	1.156	67,01	1.050	59,10

Fuente: ESEE (1998) y elaboración propia. Datos de 1991 procedentes de Merino y Salas (1993).

El cruce entre edades y tamaños de las empresas aporta también información de interés (cuadro 3.12). En los dos colectivos de empresas, familiares y no familiares, se observa una cierta asociación positiva entre edad y tamaño, lo cual indica que las empresas crecen con el tiempo. Sin embargo, la asociación es más débil en el colectivo de empresas familiares, donde la proporción de empresas con más de 15 años que mantiene una dimensión de menos de 50 trabajadores es el doble de la misma proporción en el grupo de no familiares. Empresas identificadas como familiares que alcanzan tamaños de más de 200 trabajadores con menos de 15 años de edad son muy escasas en número. Todo ello significa que, en cada intervalo de edad considerado, el tamaño medio de las empresas familiares es entre cuatro y cinco veces menor que el de las no familiares. La predicción teórica, vista en el capítulo anterior, de que es de esperar una menor tasa de crecimiento en las empresas familiares que en las no familiares, parece confirmarse con la evidencia empírica.

El análisis teórico predice también que las empresas familiares poseen unas ventajas y desventajas relativas, de tal manera que la frecuencia con que se presentan no será la misma en todos los sectores de la economía. El cuadro 3.13 confirma que, efectivamente, las empresas familiares tienen una importancia desigual en unos subsectores de la manufactura española y en otros, si bien sólo superan en importancia relativa a las no familiares en el subsector del cuero, piel y calzado. La presencia de empresas familiares es baja en subsectores como metales férreos, química, automóviles y material de transporte y bebidas. Y, aunque el cuadro no muestra estas cifras, comparando la distribución sectorial de las empresas familiares en 1991 y en 1999, comprobamos que la disminución de aquéllas ha sido bastante uniforme en todos los sectores de la actividad manufacturera. Ello hace pensar que la pérdida en la importancia relativa de la empresa familiar en la manufactura española durante la década de los noventa obedece a factores de carácter general, es decir, a cambios en el entorno económico y/o social en el que se desarrolla su actividad, y no tanto a circunstancias propias de algún subsector manufacturero en particular.

CUADRO 3.12: Porcentaje de empresas por tamaño y edad

Familiares						
Tamaño (núm. de trabajadores)	Edad					
	Menos de 3	De 4 a 6	De 7 a 10	De 11 a 15	De 16 a 25	Más de 25
Menos de 20	52,63	50,72	48,31	46,32	38,36	18,54
21-50	31,58	36,23	41,57	40,00	39,04	31,79
51-100	—	5,80	3,37	10,53	8,90	9,93
101-200	—	5,80	3,37	1,05	6,85	11,26
201-500	5,26	1,45	3,38	1,05	6,16	23,84
Más de 500	10,53	—	—	1,05	0,69	4,64
Total	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Número medio de trabajadores	19,25	33,52	31,80	36,65	55,74	140,13

No familiares						
Tamaño (núm. de trabajadores)	Edad					
	Menos de 3	De 4 a 6	De 7 a 10	De 11 a 15	De 16 a 25	Más de 25
Menos de 20	25,00	26,24	31,45	25,97	22,65	7,63
21-50	25,00	34,75	25,81	33,12	27,62	7,84
51-100	8,33	9,93	7,26	9,74	8,29	11,86
101-200	9,52	11,35	9,68	8,44	13,26	14,41
201-500	19,05	9,22	16,94	14,29	19,34	35,81
Más de 500	13,10	8,51	8,86	8,44	8,84	22,45
Total	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Número medio de trabajadores	220,86	289,23	216,56	180,23	206,16	494,53

Fuente: ESEE (1998) y elaboración propia.

La última variable que hay que considerar se refiere a la apertura o no de las empresas familiares a socios externos. La información de la ESEE es limitada en este aspecto, pero a partir de ella podemos saber si las empresas que colaboran con la encuesta incorporan o no capital de procedencia extranjera a su estructura de propiedad. La información referida a 1991 ya puso de manifiesto

CUADRO 3.13: Distribución sectorial de las empresas

Sectores	Familiares		No familiares		Total	
	Número	Porcentaje	Número	Porcentaje	Número	Porcentaje
1. Metales férreos y no férreos	7	16,28	36	83,72	43	100
2. Ptos. minerales no metálicos	41	35,96	73	64,04	114	100
3. Productos químicos	18	15,79	96	84,21	114	100
4. Productos metálicos	82	41,00	118	59,00	200	100
5. Máquinas agrícolas e industriales	31	30,39	71	69,61	102	100
6. Máq. de oficina, proc. datos, i. precisión, ópt.	7	38,89	11	61,11	18	100
7. Material y accesorios eléctricos	38	25,00	114	75,00	152	100
8. Vehículos automóviles motores	13	13,98	80	86,02	93	100
9. Otro material de transporte	5	11,63	38	88,37	43	100
10. Carnes, preparados y conservas de carne	19	38,78	30	61,22	49	100
11. Productos alimenticios y tabaco	55	33,74	108	66,26	163	100
12. Bebidas	3	10,71	25	89,29	28	100
13. Textiles y vestido	80	45,98	94	54,02	174	100
14. Cuero, piel y calzado	40	65,57	21	34,43	61	100
15. Madera y muebles	41	42,27	56	57,73	97	100
16. Papel e impresión	47	35,61	85	64,39	132	100
17. Productos de caucho y plástico	30	27,52	79	72,48	109	100
18. Otros productos manufactureros	12	36,36	21	63,64	33	100
Total	569	33	1.156	67	1.725	100

Fuente: ESEE (1998) y elaboración propia.

que las empresas familiares con alguna participación de capital extranjero en su accionariado eran un número muy pequeño. Según el cuadro 3.14, la situación se mantiene prácticamente invariable a finales de la década de los noventa, de manera que, al final de la década, la empresa familiar permanece tan cerrada a la entrada de inversores extranjeros como al principio.

CUADRO 3.14: Participación de capital extranjero

Sector	Familiar					
	Participación de capital extranjero					
	Ninguna		< 25%		> 25%	
	Número	Porcentaje	Número	Porcentaje	Número	Porcentaje
1 y 2. Met. férr. y no férr. y Ptos. mine. no met.	47	97,92	—	—	1	2,08
3. Productos químicos	15	83,33	1	5,56	2	11,11
4. Productos metálicos	81	98,78	—	—	1	1,22
5. Máquinas agrícolas e industriales	31	100,00	—	—	—	—
6 y 7. Máq. oficina, proc. dat., i. prec., ... acc. eléctricos	44	97,78	—	—	1	2,22
8. Vehículos automóviles motores	13	100,00	—	—	—	—
9. Otro material de transporte	5	100,00	—	—	—	—
10. Carnes, preparados y conservas de carne	19	100,00	—	—	—	—
11. Productos alimenticios y tabaco	52	94,55	—	—	3	5,45
12. Bebidas	3	100,00	—	—	—	—
13. Textiles y vestido	77	96,25	1	1,25	2	2,5
14. Cuero, piel y calzado	40	100,00	—	—	—	—
15. Madera y muebles	41	100,00	—	—	—	—
16. Papel e impresión	47	100,00	—	—	—	—
17. Productos de caucho y plástico	29	96,67	—	—	1	3,33
18. Otros productos manufactureros	12	100,00	—	—	—	—
Total	556	97,72	2	0,35	11	1,93

Tamaño (núm. de trabajadores)	Familiar					
	Participación de capital extranjero					
	Ninguna		< 25%		> 25%	
	Número	Porcentaje	Número	Porcentaje	Número	Porcentaje
Menos de 20	215	99,54	—	—	1	0,46
21 a 50	208	98,58	1	0,47	2	0,95
51 a 100	45	100	—	—	—	—
101 a 200	34	97,14	—	—	1	2,86
201 a 500	45	88,24	1	1,96	5	9,8
Más de 500	9	81,82	—	—	2	18,18
Total	556	97,72	2	0,35	11	1,93

CUADRO 3.14 (cont.): Participación de capital extranjero

Sector	No familiar					
	Participación de capital extranjero					
	Ninguna		< 25%		> 25%	
	Número	Porcentaje	Número	Porcentaje	Número	Porcentaje
1 y 2. Met. fér. y no fér. y pto. mine. no met.	73	66,97	3	2,75	33	30,28
3. Productos químicos	36	37,5	4	4,17	56	58,33
4. Productos metálicos	90	76,27	1	0,85	26	22,88
5. Máquinas agrícolas e industriales	45	63,38	1	1,41	25	35,21
6 y 7. Máq. ofic., pro. dat., i. prec., acc. eléctric.	66	52,8	1	0,8	58	46,4
8. Vehículos automóviles motores	37	46,25	1	1,25	42	52,5
9. Otro material de transporte	28	73,69	2	5,26	8	21,05
10. Carnes, preparados y conservas de carne	23	76,67	2	6,67	5	16,66
11. Productos alimenticios y tabaco	76	70,37	1	0,93	31	28,7
12. Bebidas	17	68	1	4	7	28
13. Textiles y vestido	80	85,11	1	1,06	13	13,83
14. Cuero, piel y calzado	20	95,24	1	4,76	0	0
15. Madera y muebles	53	94,64	1	1,79	2	3,57
16. Papel e impresión	68	80	4	4,7	13	15,3
17. Productos de caucho y plástico	50	63,29	1	1,27	28	35,44
18. Otros productos manufactureros	17	80,95	—	—	4	19,05
Total	779	67,39	25	2,16	352	30,45

Tamaño (número de trabajadores)	No familiar					
	Participación de capital extranjero					
	Ninguna		< 25%		> 25%	
	Número	Porcentaje	Número	Porcentaje	Número	Porcentaje
Menos de 20	205	95,79	—	—	9	4,21
21 a 50	218	90,83	2	0,83	20	8,34
51 a 100	73	62,93	3	2,59	40	34,48
101 a 200	85	60,28	5	3,55	51	36,17
201 a 500	131	47,46	8	2,90	137	49,64
Más de 500	67	39,65	7	4,14	95	56,21
Total	779	67,39	25	2,16	352	30,45

Fuente: ESEE (1998) y elaboración propia.

3.4. Conclusiones

De los casi 2,6 millones de empresas que según el DIRCE existen en España, más del 55% no poseen asalariados, y de las que cuentan con asalariados, el 29% tiene sólo entre 1 y 9. Si la intersección entre empresas pequeñas y empresas familiares es grande, en España más del 90% de las empresas podrían ser familiares, aunque entre ellas predominan las empresas con las que operan los trabajadores autónomos. Fijándonos en la dinámica, el *stock* de empresas ha crecido en el último lustro a una tasa media acumulativa anual del 2,4%; esta tasa es aproximadamente igual a la diferencia entre el 12% de empresas que, según el DIRCE, se dan de alta en promedio cada año, y el 10,5% que se dan de baja. Además, la tasa media de crecimiento es mayor en el colectivo de empresas con asalariados, el 8,7%, que en el de empresas sin asalariados, sólo el 1,3% anual. La población de empresas se contrae en la industria, se mantiene estable en el comercio y aumenta en construcción y otros servicios.

El relativo retroceso en las empresas sin asalariados se compensa con el aumento en el porcentaje de empresas con tamaño de hasta 100 asalariados; en efecto, este colectivo de empresas pequeñas y medianas, en el último lustro, aumenta su importancia relativa en más de 2,5 puntos porcentuales. Teniendo en cuenta que dentro del colectivo de pequeñas y medianas es donde predominan las empresas familiares, las empresas bajo control familiar podrían ser el colectivo más dinámico en cuanto a su expansión relativa, bien con empresas que incorporan asalariados que antes no tenían, bien con empresas que aumentan su plantilla, si bien todavía dentro de una pequeña dimensión absoluta. Este dinamismo parece concentrarse en sectores de servicios distintos del comercio, en detrimento de la industria.

El empresario da personalidad física a las empresas y al mismo tiempo es el principal punto de unión entre la empresa y la familia de que forma parte. Por ello, el estudio de la empresa familiar tiene un alto solapamiento con el estudio de la actividad emprendedora.

El número de emprendedores que según la EPA existen en España (incluyendo empresarios con y sin asalariados y directi-

vos) es muy similar al número de empresas que contabiliza el DIRCE, si bien el número de empresas con asalariados según el DIRCE es 1,55 veces el número de empresarios con asalariados que incluye la EPA; el número de empresas por empresario con asalariado sería mayor que la unidad. En el año 2000, el número de empresarios sin asalariados de que da cuenta la EPA es el 64% de los emprendedores totales, si bien en los últimos diez años este número ha estado descendiendo a una tasa media del 3% anual, y ha arrastrado a la baja el número total de emprendedores. Los empresarios con asalariados y directivos, sin embargo, crecen a una tasa media del 4% anual, lo que se traduce en un aumento de su importancia relativa similar a la que pone en evidencia la estadística sobre el número de empresas.

Los emprendedores representan en el año 2000 el 16% de la población activa, en retroceso si comparamos este porcentaje con el 22,7% del año 1980. Sin embargo, la proporción de empresarios con asalariados, y de éstos más los directivos, sobre la población activa excluidos los emprendedores, ha aumentado en el tiempo desde el 4 y 5% en 1980 hasta el 5 y 6,8%, respectivamente, en el año 2000. Esto significa que los trabajadores por cuenta ajena por emprendedor con asalariados han ido disminuyendo a lo largo del tiempo, en paralelo con un descenso en el tamaño medio de las empresas con asalariados. En este retroceso tiene que ver, sin duda, el aumento en la importancia relativa del sector servicios en detrimento del sector industrial. La intensificación del *input* emprendedor en la economía española, sobre todo a partir de 1985, sería otro rasgo del dinamismo de la empresa familiar, personificada en el empresario emprendedor.

La conclusión es menos positiva cuando tenemos en cuenta una de las características relevantes de los emprendedores, como es su nivel de educación formal. En una perspectiva de veinte años, entre 1980 y 2000, el nivel de educación formal del conjunto de la población activa ha crecido más que el nivel educativo medio de los emprendedores. Sólo en los últimos cinco años parece notarse un cierto despegue entre los empresarios con y sin asalariados que tienen estudios universitarios superiores, lo cual apunta a un posible cambio de tendencia en el número de personas con educación universitaria que desarrollan

su actividad laboral ejerciendo funciones emprendedoras. Teniendo en cuenta la creciente complejidad de productos y servicios, sobre todo aquéllos más sujetos al avance tecnológico y a la innovación, mejorar el nivel de educación formal de los empresarios parece una condición imprescindible para que las empresas españolas ocupen posiciones destacadas en los sectores más dinámicos de la economía.

A pesar de las cifras manejadas sobre empresas y emprendedores, dar un valor concreto sobre la importancia cuantitativa de la empresa familiar en España resulta muy complicado, máxime si recordamos la sensibilidad de este valor al criterio elegido para definir qué es una empresa familiar, puesta de manifiesto en estudios referidos a otros países. Algunos autores, como Gallo (1995), evalúan la importancia relativa de las empresas familiares en España dando cifras concretas: las empresas familiares son el 71% del total y emplean al 62% de los trabajadores. Con los datos macroeconómicos sobre número de empresas y de emprendedores, junto con lo visto sobre distribución de las empresas por clases de tamaños, estas cifras parecen razonables. Sin embargo, de acuerdo con la información de la ESEE, la importancia relativa de las empresas familiares en la manufactura española dentro del colectivo de empresas con 10 o más trabajadores estaría por debajo de las cifras de Gallo (cosa previsible si la empresa familiar predomina entre las de menor dimensión). Pero lo más destacable es el retroceso que, según la ESEE, parece detectarse en la importancia relativa de la empresa familiar en la manufactura española a lo largo de la década de los noventa. La empresa familiar española podría tener dificultades para mantener su importancia relativa en los sectores donde la competencia se ha intensificado con más fuerza, debido a la progresiva apertura al exterior de nuestra economía, y donde las exigencias tecnológicas, organizativas y comerciales han ido en aumento.

La evidencia extraída de la ESEE, en cuanto permite comparar variables de estructura, conducta y resultados de empresas familiares y no familiares, confirma las primeras predicciones extraídas del análisis teórico. La empresa familiar es de menor dimensión que la no familiar y crece a un ritmo también menor; su importan-

cia relativa es desigual en unos sectores de actividad y otros, en respuesta a su desigual ventaja comparativa para gobernar un tipo de actividades frente a otras; además, apenas incorpora capital extranjero en su propiedad, apareciendo más cerrada que la no familiar cuando se trata de incorporar socios capitalistas externos.

4. Recursos, mercados y resultados de la empresa manufacturera española

4.1. Introducción

Este capítulo analiza los recursos y estrategias competitivas de las empresas manufactureras españolas, distinguiendo entre empresas familiares y no familiares. La información se extrae de la Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE), y el criterio para determinar que la empresa es familiar es la respuesta afirmativa a la pregunta de si hay miembros de la familia empleados en la empresa. El objetivo último es progresar en el conocimiento de las implicaciones de la propiedad familiar cuando se trata de priorizar los recursos sobre los que se apoya la ventaja competitiva de la empresa, así como elegir el alcance, en términos de productos/mercados, de sus actividades.

Nuestra aproximación al estudio de la empresa familiar en el presente capítulo se acerca al que se ha realizado dentro de la literatura de *Management*, la mayor parte de las veces con preocupaciones más normativas que positivas. Por lo tanto, de la literatura existente no es fácil extraer un marco teórico que permita establecer hipótesis precisas sobre la relación entre propiedad familiar, recursos y estrategia competitiva. Algunos autores, Upton y Heck (1997), Winter *et al.* (1998), atribuyen esta circunstancia a las dificultades de precisar qué se entiende por empresa familiar, mientras que otros, Smyrniotis, Tanewski y Romano (1998) aluden a la falta de un marco conceptual que vincule los tres elementos clave: propiedad, recursos y estrategia.

Mención particular merece Wortman (1994), quien, aunque reconoce que el esfuerzo multidisciplinar ha añadido valor al estudio de aspectos genéricos de las empresas familiares, señala también que el progreso hacia la comprensión y entendimiento profundo de estas empresas ha sido limitado, debido a la ausencia de un marco teórico y de una metodología adecuada. En con-

creto, Wortman (1994) señala que la escasez en el progreso se hace evidente cuando, al examinar la literatura sobre el tema, se observa que ésta queda dividida en dos bloques principales de trabajos: por un lado, existen abundantes trabajos repletos de anécdotas descriptivas sobre las características únicas de la empresa familiar, que especulan sobre cómo estas características pueden conducir a una ventaja competitiva; sin embargo, estos trabajos no hacen ningún esfuerzo por unir estas características a los resultados o *performance* de la empresa. Y por otro lado, en el lado opuesto, existen multitud de trabajos que, desde diferentes enfoques (teoría de agencia, teoría de los costes de transacción, teoría gerencial...), han utilizado variables de *performance* (resultados, productividad) y han descubierto que la categoría de empresa familiar puede tener alguna ventaja; sin embargo, tampoco se han esforzado en unir estas ventajas a los atributos descriptivos mencionados en el primer bloque de trabajos.

De todo lo dicho se desprende que es necesario progresar en la investigación que ayude a valorar mejor las consecuencias económicas de una forma de propiedad empresarial concreta¹⁸. En el capítulo 2 del presente trabajo se muestra un intento de avance en esta dirección describiendo el marco teórico. Ahora, además de recordar y ampliar algunas de las predicciones del mismo (epígrafe segundo), se presentan evidencias empíricas que tratan de contrastar las proposiciones teóricas (epígrafe tercero).

4.2. Empresa familiar: recursos y estrategias

Aunque el avance en la investigación en materia de la empresa familiar es creciente, existe todavía un vacío por cubrir con trabajos futuros que aporten conocimientos más profundos sobre las implicaciones de las singularidades de la empresa familiar en sus es-

¹⁸ Sharma, Christman y Chua (1997) señalan la necesidad de estudios concluyentes sobre el tipo de estrategias competitivas más efectivas para las empresas familiares, de estudios comparativos que investiguen sobre las diferencias existentes entre las estrategias adoptadas por los colectivos de empresas familiares y no familiares, y sobre si esas diferencias en estrategias provienen de diferencias en la posesión de recursos y capacidades.

trategias competitivas. Singer y Donoho (1992) señalan la necesidad de profundizar a través de la investigación empírica en las diferentes dimensiones estratégicas de la empresa familiar. La evidencia anecdótica existente sobre las características particulares de la empresa familiar sugiere que las estrategias perseguidas y/o orientación estratégica de las empresas poseídas y dirigidas por sus propietarios deberían ser significativamente diferentes de las correspondientes a las empresas no familiares. Sin embargo, la investigación empírica que examina esta relación es limitada y los resultados obtenidos contradictorios e inconsistentes ¹⁹. Sharma, Christman y Chua (1997) señalan que no existen estudios concluyentes sobre qué tipo de estrategias son más efectivas para las empresas familiares, ni sobre si las empresas familiares y no familiares, que compiten en una misma industria, difieren en sus estrategias funcionales, ni si esas diferencias, si es que se dan, responden a asimetrías en recursos y capacidades e innovación, y si estas asimetrías conducen a diferencias en rentabilidad, crecimiento y supervivencia ²⁰.

El objetivo del presente capítulo es tratar de anticipar las implicaciones de las características singulares de la empresa familiar sobre sus estrategias competitivas, tras una breve exposición teórica de algunos elementos que deberán tenerse en cuenta en el análisis de la estrategia.

¹⁹ Entre los trabajos que no encuentran diferencias significativas en la orientación estratégica entre ambos colectivos se encuentran el trabajo de Gudmundson, Hartman y Tower (1999) y el de Daily y Thompson (1994). Por otro lado, entre los trabajos que sí que perciben diferencias se encuentran el de Ward (1988) y el de Harris, Martínez y Ward (1994), quienes señalan que las diferencias en la planificación estratégica entre los colectivos de empresas familiares y no familiares se deben a la influencia que ejercen las preferencias de la familia en la evolución de la empresa; Daily y Dollinger (1993), quienes señalan que las diferencias en estrategias, utilizando la tipología de Miles y Snow (1978), se deben a que las empresas dirigidas por profesionales deben crecer a un ritmo mayor que las dirigidas por sus propietarios.

²⁰ Los autores proponen un modelo de dirección estratégica aplicado a la empresa familiar. Más recientemente Habbershon y Williams (1999) proponen un modelo teórico basado en la Teoría de Recursos para identificar las ventajas competitivas.

4.2.1. Marco teórico

La estrategia de negocio profundiza en el desarrollo de variables con las que se va a competir y actuar en el mercado para cada uno de los negocios de la empresa. Desde una perspectiva interna, la estrategia de negocio integra las actuaciones en cada una de las funciones que se deben realizar para estar presentes en el mercado: producción, *marketing*, finanzas e I+D.

Siguiendo a Porter (1982), dentro de la estrategia de negocio podemos distinguir entre estrategia de liderazgo en costes, de diferenciación y concentrada en costes o en valor (diferenciación), las cuales son el resultado de combinar los elementos ventaja competitiva y alcance. *Las ventajas competitivas* recogen aquellas características de la empresa que la colocan en una posición ventajosa en el mercado con respecto a los rivales y que además le permiten obtener unos beneficios económicos superiores al promedio del mercado en el que está. El elemento ventaja competitiva es un concepto relativo que explica por qué el consumidor prefiere el producto de una empresa determinada y no el de la competencia. Las estrategias de las empresas buscan la consecución de una de las dos ventajas básicas: 1) *ventaja en costes*, ofreciendo al mercado productos similares a los de los rivales pero incurriendo en un coste significativamente inferior. La ventaja en costes suele venir determinada por el coste de los *inputs*, diseño y técnicas de producción, economías de escala y alcance, efecto de experiencia y grado de utilización de la capacidad instalada. O bien 2) *ventaja en valor o diferenciación*, ofreciendo productos que sean percibidos como únicos por el mercado. El potencial de diferenciación depende de las características técnicas del producto y del mercado de la empresa; para ello se insiste especialmente en variables tales como marca, reputación de la empresa, calidad (tecnología), servicio y atributos del propio bien que se comercializa.

Por otro lado, *el alcance* de las actividades, o elección de los productos/mercados objetivos de la empresa, es una decisión estratégica que no puede separarse de la forma de competir de la empresa. La empresa puede optar por: 1) *un alcance amplio*, eligiendo participar en todo el mercado, independientemente de la tecnología y/o grupos de clientes que existan en el mismo. Por ejemplo, la empresa puede trabajar con toda una línea de pro-

ductos estandarizados que se comercializan en una gran variedad de segmentos diferentes (con el objeto de explotar las economías de escala en la producción para conseguir una ventaja en coste) o puede buscar satisfacer a un conjunto de segmentos distintos ajustando su línea de productos a cada uno de ellos (con el objeto de crear una ventaja en diferenciación en cada segmento de la empresa, ofreciendo paquetes de atributos que se ajusten mejor a las necesidades de los consumidores en esos mercados). O bien, la empresa puede optar por 2) *un alcance reducido*, concentrándose en ofrecer un producto simple y/o en servir a un mercado simple. Por ejemplo, la empresa puede seguir una estrategia de especialización de producto (la empresa ofrece un tipo de producto simple a una variedad de segmentos de mercado diferentes, con el objeto de explotar las economías de escala y obtener una ventaja en coste), de especialización geográfica (ofreciendo una variedad de productos relacionados dentro de un estrecho mercado geográfico), de especialización de cliente (ofreciendo una variedad de productos relacionados a una clase particular de consumidores) o estrategia nicho (ofreciendo un producto único para un segmento de mercado único).

Independientemente del tipo de estrategia adoptada por la empresa, para que ésta tenga éxito es necesario que sea consistente con los objetivos de la empresa, con su organización y con sus recursos. La demanda de recursos para la implementación de una estrategia debe ser consistente con la disponibilidad de recursos de la empresa en términos de cantidad y naturaleza de dichos recursos ²¹. Por lo tanto, el punto de arranque para el análisis de la estrategia de la empresa es responder a la cuestión: ¿cuál es el objetivo de la empresa? En el caso particular de la empresa familiar, ésta persigue garantizar su supervivencia bajo la gestión y control del grupo familiar. El mantenimiento de la propiedad y del control en manos del grupo familiar plantea restricciones financieras importantes, sobre todo cuando el patrimonio familiar ya está comprometido en la empresa, y restricciones de habilidades y destrezas, reducidas a las poseídas por el grupo familiar.

²¹ Grant (1991) señala que la mayor parte de los fracasos corporativos son el resultado de un mal emparejamiento entre estrategia y recursos.

Adicionalmente, las restricciones financieras originan, a la empresa, limitaciones en sus posibilidades de captación de recursos físicos y humanos y, por tanto, condicionan la forma de competir en los mercados.

El mantenimiento del gobierno de la empresa en manos del grupo familiar implica la necesidad de acomodarse a los recursos disponibles en el seno de la familia. Salvo en el caso de que la riqueza familiar sea muy grande, la empresa no dispondrá de los recursos financieros necesarios para financiar grandes inversiones, como las que se requieren para actividades con grandes economías de escala. La empresa familiar, ante la necesidad de fondos, podría acudir al mercado de capitales, emitiendo acciones o aumentando su deuda. Sin embargo, ambas alternativas podrían resultar incompatibles con el objetivo primordial de mantenimiento del control de la empresa bajo el grupo familiar, puesto que la emisión de acciones implica tener que compatibilizar los objetivos de la familia con los correspondientes a los nuevos accionistas, y la opción de contraer deuda podría suponer la pérdida de control y de gestión de la empresa cuando ésta no pudiese atender sus compromisos financieros pactados de antemano ²².

Resumiendo, la capacidad de la empresa familiar de financiar las inversiones necesarias para afrontar su crecimiento dependerá de la capacidad para retener y reinvertir beneficios. En términos comparativos, con respecto al colectivo de empresas no familiares, se espera una menor tasa sostenida de acumulación de activos para la empresa familiar. Es decir, la empresa familiar invertirá menos en tecnologías intensivas en capital productivo (Friedman y Friedman, 1994) y más en tecnologías intensivas en trabajo (Levering y Moskowitz, 1993), por lo que su ventaja competitiva no puede centrarla en conseguir ahorros en costes mediante la producción de volúmenes importantes de *output* por unidad de tiempo, porque ello requerirá cuantiosas inversiones y, por tanto, necesidades importantes de fondos financieros.

La alternativa de la empresa para conseguir una buena posición en el mercado, garantizando su supervivencia a largo plazo

²² Dreux (1990) y Gallo y Vilaseca (1996) encuentran que las empresas familiares exhiben menores ratios de endeudamiento.

bajo control familiar, será dirigirse hacia productos/mercados diferenciados por el consumidor, que no requieran elevadas inversiones en bienes de equipo y que le permitan otorgar mayor valor al cliente que sus competidores (Thomsen y Pedersen, 2000). Ahora bien, ofrecer más calidad y servicios a los clientes que los rivales exige disponer de mejores activos intangibles (recursos y capacidades), lo cual no sólo depende de la inversión de la empresa en investigación y desarrollo y en formación (aspectos que requieren fondos financieros y que ponen en evidencia, de nuevo, la desventaja de la empresa familiar, resultado de sus restricciones presupuestaria y de capacidades y destrezas) sino, también, de la habilidad de la empresa para motivar y socializar a sus miembros en orden a obtener cooperación y compromiso, lo que depende del diseño organizativo, la cultura, el liderazgo, los incentivos, las comunicaciones, los valores compartidos y la creación de rutinas organizativas (Grant, 1991). Aspectos estos últimos que pondrían a la empresa familiar en una posición ventajosa con respecto a las empresas no familiares. Tagiuri y Davis (1996) señalan que la empresa familiar utiliza un lenguaje compartido que le permite comunicarse más eficientemente e intercambiar más información con una mayor intimidad. Las empresas familiares, en general, cuentan con canales de toma de decisiones informales (Daily y Dollinger, 1993), tendiendo a estar centralizada la toma de decisiones entre los miembros de la familia, lo cual reduce el coste e incrementa la flexibilidad de la empresa (Goffee y Scase, 1985; Hall, 1988; y Poza, Alfred y Maheshwari, 1997). Pollak (1985) señala que la familia como estructura de gobierno presenta ventajas en cuatro categorías: incentivos, supervisión, altruismos y lealtad (cultura) ²³.

Ward (1988) y Poza (1995) señalan que una de las ventajas competitivas de la empresa familiar se concreta en la calidad, debido a su gran flexibilidad y capacidad de atención y de respuesta al cliente. Algunos autores como Lyman (1991) y Brokaw (1992) puntualizan que una de las grandes preocupaciones de la empresa familiar es la reputación de la familia, lo que les induce a mantener unas relaciones muy estrechas con sus suminis-

²³ El capítulo 1 hace una revisión detallada de estas cuatro categorías.

tradadores y clientes (Aronoff y Ward, 1995), quienes tienen un trato directo y conocen muy bien a la persona cuyo nombre está en la puerta del establecimiento. En este sentido, Gallo y Sveen (1991) plantean que las empresas familiares a menudo siguen estrategias de diferenciación con un alcance reducido, muy centradas en la satisfacción de las necesidades de los clientes ²⁴. La ventaja comparativa que se le atribuye a la empresa familiar para dar calidad y servicio, a pesar de sus limitaciones presupuestarias, redundará previsiblemente en una preferencia por invertir los fondos limitados en recursos intangibles frente a capital físico.

Adicionalmente, el objetivo de garantizar la supervivencia a largo plazo de la empresa familiar exige actividades de innovación en producto y proceso. A la empresa familiar se le asocia con un elevado espíritu emprendedor e innovador, introducido por el fundador y continuado por las generaciones posteriores, debido a la transmisión de la cultura fundacional a las generaciones futuras (García Álvarez, 2001). Moscatello (1990) afirma que la concentración de las acciones en manos de la dirección familiar conduce a un fuerte sentido de la misión, a unos objetivos bien definidos a largo plazo, a una capacidad para el autoanálisis y a una habilidad para adaptarse a los cambios principales sin pérdida de tiempo. La involucración personalizada de los miembros familiares ha conducido a afirmar que la empresa familiar es más creativa (Pervin, 1997) y presta mayor atención a la investigación y desarrollo (Ward, 1997) ²⁵. No obstante, teniendo en cuenta las restricciones financieras y las restricciones de habilidades y destrezas, el potencial innovador de la empresa familiar dependerá de los conocimientos técnicos de producto o proceso y de la complejidad de la innovación.

²⁴ Camisón (2000) encuentra, para una muestra de 401 empresas familiares pertenecientes a la Comunidad Valenciana y utilizando la metodología del cuestionario, que la empresa familiar goza de una nítida y significativa ventaja en calidad.

²⁵ Camisón (2000) encuentra que las empresas familiares valencianas tienen ventajas competitivas significativamente superiores a las de las empresas no familiares en innovación (tanto de producto como de proceso) y en *marketing* (especialmente en imagen y en marca). Martínez *et al.* (2000) encuentran, para una muestra de empresas andaluzas y utilizando también la metodología del cuestionario, que las empresas familiares andaluzas son más innovadoras que las no familiares.

Resumiendo, podemos decir que las características peculiares de la empresa familiar condicionan tanto la forma de competir en los mercados, diferenciación a través de la satisfacción de las necesidades de los clientes (otorgando calidad y servicios), así como la decisión estratégica de elección de los mercados (alcance) a los que se dirige, concentración en segmentos pequeños del mercado (Ward, 1988 y Poza, 1995) ²⁶.

Adicionalmente, y con relación al elemento alcance de la estrategia, si atendemos al proceso creciente de internacionalización que caracteriza la actual coyuntura económica (resultado, fundamentalmente, de los avances tecnológicos, la mejora de las comunicaciones y la difusión de la información a nivel mundial), la empresa familiar, si quiere garantizar su supervivencia a largo plazo, tendrá que adoptar sus estrategias empresariales a este nuevo entorno internacional. Sin embargo, las peculiaridades de la empresa familiar, anteriormente examinadas, pueden, de nuevo, condicionar su comportamiento a la hora de encarar el proceso de internacionalización. En primer lugar, el objetivo de mantener la propiedad del capital en manos del grupo familiar limita la capacidad de la empresa para financiar aquellas inversiones necesarias para desarrollar estrategias de crecimiento en general y de internacionalización en particular; el rechazo, en general, de la empresa familiar a utilizar fondos externos, con el objeto de evitar la involucración de agentes externos en la gestión de la misma, puede ser un inconveniente importante en el proceso de internacionalización, ya que éste depende casi exclusivamente de los recursos autogenerados, que pueden ser insuficientes ²⁷.

En segundo lugar, el objetivo de mantener la gestión y el control de la empresa en manos del grupo familiar condiciona el proceso de internacionalización, ya que la evolución de éste dependerá de los conocimientos y habilidades de los miembros fa-

²⁶ Gallo y Sveen (1991) señalan que las empresas familiares, por sus propias características, a menudo desarrollan estrategias limitadas a cubrir las necesidades de sus clientes en los mercados locales donde actúan.

²⁷ Véase López-Gracia y Aybar-Arias (2000), quienes analizan el comportamiento financiero de las pequeñas empresas, dirigidas frecuentemente por un directivo que posee a su vez todas las acciones.

miliares para gestionarlo, quienes pueden carecer de las aptitudes necesarias para afrontar las exigencias que plantea el reto de la presencia internacional. El carácter local de las actividades que llevan a cabo las empresas familiares en las primeras etapas de su desarrollo nos induce a pensar que sus actividades de expansión tiendan a concentrarse inicialmente en el mercado nacional (Gallo, 1995). En tercer lugar, la mayor oposición a asumir riesgo de la empresa familiar condiciona, también, el proceso de internacionalización (Donckels y Frohlich, 1991); el riesgo de la estrategia de internacionalización adquiere una mayor importancia en el caso de la empresa familiar, como consecuencia, por un lado, de que el patrimonio familiar está comprometido en la empresa y, por otro lado, de la fuerte asociación de la imagen de la empresa con la familia, que hace que la empresa familiar sea más conservadora. Por último, y de forma contraria a las características analizadas, la mayor agilidad y rapidez de la empresa familiar en la toma de decisiones, al estar concentrado el poder en los miembros de la familia, puede potenciar y facilitar la internacionalización de las mismas (Simon, 1997).

En resumen, es evidente que los rasgos característicos de la empresa familiar analizados pueden también tener consecuencias sobre las decisiones de internacionalizar las actividades de la empresa y sobre las posibilidades de éxito de esta estrategia. Aerts y Donckels (1995) obtienen que la internacionalización de las empresas familiares es significativamente inferior a la de las empresas no familiares ²⁸.

La conclusión más importante de todo lo presentado en este epígrafe, ya anticipada en el capítulo 2, es que la comparación directa de resultados económicos entre empresas familiares y no familiares deberá tener en cuenta que el conjunto de posibilidades de decisión *ex-ante* puede ser diferente para unas empresas y otras. Por lo tanto, las restricciones financieras y de capacidades y habilidades con las que opera la empresa familiar no tienen por qué conducir necesariamente a diferencias en resultados.

²⁸ Los autores realizan el estudio utilizando una muestra de casi 5.000 empresas de Austria, Bélgica, Holanda, Suiza, Reino Unido y Finlandia, de cinco sectores manufactureros.

En este sentido, la menor dimensión de la empresa familiar, en cuanto a capital productivo utilizado, no tiene por qué dar lugar a menor beneficio para la empresa familiar con respecto a la no familiar; la mayor eficiencia asignativa que se le atribuye a la empresa familiar puede dar lugar a que la relación tamaño-rentabilidad del colectivo de empresas familiares domine a la correspondiente a las empresas no familiares (Galve y Salas, 1993, 1996*a*).

4.2.2. Predicciones para el contraste empírico

A modo de síntesis, las principales predicciones sobre la evidencia que debemos esperar de la comparación entre empresas familiares y no familiares, que serán objeto de contraste empírico en el siguiente epígrafe, se resumen en los siguientes puntos: 1) La empresa familiar estará menos endeudada y dependerá más del endeudamiento bancario que la empresa no familiar. 2) La empresa familiar será menos capital intensiva (y más trabajo intensiva) que la empresa no familiar. 3) La empresa familiar será más innovadora y, en general, dará prioridad a los activos intangibles sobre los tangibles. 4) La empresa familiar concentrará sus actividades más en los mercados locales y nacionales y menos en los mercados exteriores. Y 5) La empresa familiar mostrará una menor productividad parcial del trabajo pero una mayor o igual eficiencia productiva (productividad total).

4.3. Evidencias empíricas: recursos, mercados y resultados de la empresa familiar manufacturera española

La Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE) proporciona información sobre el tipo de recursos que utilizan las empresas manufactureras para la producción y venta, los mercados en los que estas empresas participan y algunos resultados económicos de esa actividad. Este epígrafe muestra los resultados de comparar estas variables entre empresas familiares y no familiares, lo que permitirá contrastar algunas de las proposiciones que se enunciaron en el epígrafe anterior.

El primer bloque de decisiones empresariales se refiere a los recursos y a la tecnología, distinguiendo a su vez entre recursos financieros, físicos, humanos, tecnológicos y comerciales. De su análisis podemos saber también si las empresas familiares priorizan los activos inmateriales sobre los materiales, como predice la teoría. Posteriormente, el epígrafe se centra en las decisiones sobre los mercados geográficos donde están presentes las empresas, incluidos los mercados exteriores. Con ello se podrá comparar la internacionalización de la empresa familiar y de la no familiar. Por último, se comparan los resultados de productividad, margen y cuota de mercado de los dos colectivos de empresas. Cuando se considera apropiado, el análisis de las decisiones incluye también una perspectiva temporal que proporciona evidencias de la situación según la Encuesta de 1991 y según la Encuesta de 1998.

La comparación de los recursos con que cuentan las empresas familiares y no familiares contempla recursos financieros, humanos, físicos, técnicos, de I+D y comerciales.

4.3.1. Recursos

En cuanto a los *recursos financieros*, el cuadro 4.1 pone de manifiesto que no existen grandes diferencias entre empresas familiares y no familiares sobre el volumen y composición de su endeudamiento. Sólo las empresas familiares más grandes parecen mostrar alguna diferencia con respecto a las no familiares, en cuanto que su endeudamiento total es algo menor y dentro de él la deuda a largo plazo tiene una importancia relativa algo mayor²⁹. Sin embargo, la empresa familiar parece mostrar una mayor dependencia del endeudamiento bancario, tanto si se trata de deuda a corto como de deuda a largo plazo (cuadro 4.2). Además, excepto en el colectivo de empresas familiares con más de 500 trabajadores, el porcentaje de empresas que dicen poseer deuda bancaria aumenta de forma significativa en el tiempo, de modo especial en los colectivos de menor dimensión y en el conjunto de empresas familiares.

²⁹ En este cuadro, como en todos los siguientes, cuando se calcula el valor promedio de una variable, el cálculo se realiza sólo con valores positivos de la variable. Es decir, la proporción de deuda sobre el total del pasivo se calcula sólo entre aquellas empresas que dicen financiarse con deuda.

CUADRO 4.1: Volumen y composición del endeudamiento

(porcentaje)

Tamaño (núm. de trabajadores)	Deuda a largo/pasivo		Deuda a corto/pasivo		Total deuda/pasivo	
	Familiares	No familiares	Familiares	No familiares	Familiares	No familiares
Menos de 20	22,68	17,56	49,16	50,29	66,09	61,56
21 a 50	16,56	17,41	48,68	48,89	62,23	63,07
51 a 100	17,48	18,22	44,58	43,49	59,74	55,10
101 a 200	12,50	13,75	44,70	43,26	55,67	52,57
201 a 500	10,16	13,14	44,25	44,30	53,02	54,05
Más de 500	15,04	10,79	30,80	44,66	41,75	53,06
Total	17,82	15,06	47,52	46,20	61,81	57,09

Fuente: ESEE (1998) y elaboración propia.

CUADRO 4.2: Utilización del crédito bancario

(porcentaje de empresas que contestan sí)

Tamaño (núm. de trabajadores)	Con deuda bancaria a corto plazo				Con deuda bancaria a largo plazo			
	1998		1991		1998		1991	
	Familiares	No familiares	Familiares	No familiares	Familiares	No familiares	Familiares	No familiares
Menos de 20	60,56	67,29	46,60	44,80	61,97	51,42	36,4	30,10
21 a 50	74,88	70,17	53,70	55,30	70,00	64,17	40,4	44,80
51 a 100	84,09	72,81	58,10	67,60	69,77	49,12	53,3	47,10
101 a 200	82,86	77,37	68,60	70,00	64,71	48,20	48,6	46,70
201 a 500	86,27	76,69	79,50	73,90	82,35	47,39	68,7	49,60
Más de 500	72,73	66,46	83,30	76,10	63,64	44,51	83,3	59,70
Total	71,68	71,77	56,20	65,80	67,62	51,54	44,6	47,10

Fuente: ESEE (1998) y elaboración propia. Datos de 1991 obtenidos de Merino y Salas (1993).

La mayor utilización de la deuda bancaria por las empresas manufactureras españolas a lo largo de la década de los noventa tendrá que ver probablemente con el descenso notable que ha experimentado el tipo de interés que pagan por el endeudamiento las empresas entre 1991 y 1998 (cuadro 4.3). Además de

beneficiarse de este descenso, las empresas familiares, en 1998, soportan un coste financiero muy similar al de las no familiares, circunstancia distinta a la que se daba en 1991, cuando el coste de la deuda era más bajo para las no familiares. Posiblemente, las empresas familiares han mejorado su gestión financiera a lo largo de los años estudiados, consiguiendo con ello unas condiciones mejores de los proveedores financieros. Lo que sí se mantiene en el tiempo es la relación inversa entre tamaño de las empresas y coste de su financiación ajena, así como entre tamaño y nivel de endeudamiento. El menor riesgo que previsiblemente soportan favorece a las grandes empresas a la hora de negociar el coste de su financiación ajena, mientras que el mayor crecimiento de las pequeñas, comparado con el de las grandes, aumenta la necesidad de financiación externa.

CUADRO 4.3: Coste de la deuda bancaria

(porcentaje)

Tamaño (núm. de trabajadores)	Coste de la deuda a corto plazo				Coste de la deuda a largo plazo			
	1998		1991		1998		1991	
	Familiares	No familiares	Familiares	No familiares	Familiares	No familiares	Familiares	No familiares
Menos de 20	5,58	5,52	14,68	15	5,67	5,82	14,15	13,57
21 a 50	5,32	5,16	15,11	14,77	5,32	5,25	14,74	13,43
51 a 100	4,70	4,70	14,50	14,46	4,58	5,00	13,80	11,31
101 a 200	4,62	4,73	14,17	13,71	4,60	4,90	12,55	12,79
201 a 500	4,66	4,56	13,71	13,85	4,85	4,42	12,56	11,89
Más de 500	4,50	4,48	14,62	13,21	4,00	4,47	12,00	11,31
Total	5,21	4,88	14,53	13,92	5,26	4,97	13,71	12,10

Fuente: ESEE (1998) y elaboración propia. Los datos de 1991 se han obtenido de Merino y Salas (1993).

La importancia del efecto tamaño en el nivel y coste del endeudamiento, junto con la menor dimensión de la empresa familiar, obliga a separar el efecto de propiedad del efecto dimensión en las decisiones financieras de las empresas. En otras palabras, si no controlamos por diferencias en la dimensión la comparación de estructuras financieras y costes entre empresas familiares y no

familiares, esta comparación reflejará el efecto del tamaño y no el de la propiedad en las variables financieras.

La evaluación de los *recursos humanos* se hará a partir de la composición cualitativa de la plantilla, del coste por trabajador y del coste laboral por unidad de producto. Sobre todo a partir de los 200 trabajadores, la empresa familiar tiene en su plantilla un menor número relativo de trabajadores titulados que la empresa no familiar. Por otra parte, el porcentaje de trabajadores eventuales sobre el total de la plantilla es mayor en las empresas familiares que en las no familiares (cuadro 4.4). La menor calidad de los recursos humanos entre las empresas familiares de mayor dimensión apunta a que estas empresas podrían estar utilizando unas tecnologías con menos intensidad de capital y que no requieren unas personas demasiado formadas para su utilización en el proceso productivo.

CUADRO 4.4: Composición y tamaño de la plantilla

Tamaño (núm. de trabajadores)	Familiares			No familiares		
	Porcentaje de titulados	Porcentaje de trabajadores eventuales	Número de trabajadores	Porcentaje de titulados	Porcentaje de trabajadores eventuales	Número de trabajadores
Menos de 20	15,14	33,57	13,23	17,31	30,54	13,25
21 a 50	11,81	33,39	32,16	13,43	36,62	32,49
51 a 100	10,60	30,25	69,64	12,87	22,31	72,88
101 a 200	8,29	25,50	142,97	14,30	17,49	147,13
201 a 500	8,39	18,84	288,98	13,47	15,37	329,66
Más de 500	9,08	20,80	816,64	16,51	13,80	1.488,47
Total	11,67	30,71	72,94	14,44	22,66	330,77

Fuente: ESEE (1998) y elaboración propia.

La empresa familiar soporta un coste salarial por trabajador más bajo que la empresa no familiar (cuadro 4.5), acorde con la menor calidad de sus recursos humanos y también acorde con la menor productividad de estos recursos. La menor productividad no debe valorarse como menor eficiencia productiva, pues en su cálculo no se corrige por diferencias en la intensidad de capital de unas empresas frente a otras. Las diferencias en las productivi-

dades y costes laborales según la propiedad de las empresas se compensan cuando se ponen en relación las dos medidas para el cálculo de los costes laborales por unidad de producto. Como puede comprobarse, estos costes son muy similares para los dos tipos de empresas en casi todas las clases de tamaño.

CUADRO 4.5: Productividad y coste del trabajo

Tamaño (núm. de trabajadores)	Productividad		Salario		Coste laboral unitario	
	VA/núm. trabaj. (miles)		Coste personal/ núm. trabaj. (miles)			
	Familiares	No familiares	Familiares	No familiares	Familiares	No familiares
Menos de 20	3,88	4,68	2,66	3,04	0,68	0,65
21 a 50	4,78	5,22	3,06	3,30	0,64	0,65
51 a 100	6,29	6,73	3,61	4,41	0,57	0,65
101 a 200	6,05	7,91	3,63	4,86	0,60	0,61
201 a 500	7,39	8,73	4,21	5,20	0,57	0,59
Más de 500	9,16	10,11	5,36	5,84	0,58	0,58
Total	4,92	7,11	3,12	4,78	0,63	0,67

Fuente: ESEE (1998) y elaboración propia.

Los *recursos físicos y técnicos* se reflejan en dos tipos de variables: la inversión en activos fijos por trabajadores que realiza cada empresa y las tecnologías avanzadas de fabricación que están incorporadas en estos activos. Según el cuadro 4.6, la inversión total en activos fijos por trabajador es en general inferior en las empresas familiares, comparada con la de las no familiares, si bien en los dos colectivos la inversión aumenta en paralelo con las clases de tamaño. Sin embargo, el porcentaje de empresas que responden afirmativamente a la pregunta de si utilizan o no tecnologías avanzadas de fabricación (CAD, robótica o sistemas flexibles de fabricación) es muy similar en los dos colectivos, familiares y no familiares, al igual que el porcentaje de empresas que manifiestan incorporar innovaciones organizativas y de proceso (cuadros 4.7 y 4.8). Por lo tanto, las diferencias entre los recursos físicos y técnicos de las empresas familiares y no familiares parecen obedecer

cer, sobre todo, a diferencias en la intensidad con la que se emplean los recursos, y no tanto a diferencias en la utilización o no de técnicas más avanzadas. En otras palabras, el conocimiento y el acceso a las innovaciones en fabricación no son muy distintos entre empresas familiares y no familiares; lo que se constata es que las primeras se tienen que conformar con volúmenes totales de inversión menores que los de las segundas.

CUADRO 4.6: Intensidad de capital

Tamaño (núm. de trabajadores)	Inmov. mat. (excepto terrenos y construcciones)/ núm. trabajadores		Inmov. mat./núm. trabajadores	
	Familiar	No familiar	Familiar	No familiar
	Menos de 20	3,798	4,73	3,815
De 21 a 50	4,317	5,687	5,159	6,803
De 51 a 100	6,339	7,947	8,329	11,367
De 101 a 200	6,055	7,734	12,066	16,017
De 201 a 500	8,566	11,229	14,232	18,159
Más de 500	8,375	12,385	18,277	23,791
Total	4,844	6,244	10,161	13,250

Fuente: ESEE (1998) y elaboración propia.

CUADRO 4.7: Utilización de tecnologías avanzadas de fabricación

(porcentaje de empresas que responden afirmativamente)

Tamaño (núm. de trabajadores)	CAD		Robótica		Sistemas flexibles	
	Familiares	No familiares	Familiares	No familiares	Familiares	No familiares
	Menos de 20	13,94	20,10	4,81	4,78	7,21
De 21 a 50	28,64	20,43	12,14	13,48	14,56	11,30
De 51 a 100	46,67	42,11	28,89	26,32	31,11	21,93
De 101 a 200	57,14	39,86	40,00	31,16	34,29	23,91
De 201 a 500	72,55	51,09	47,06	43,48	47,06	43,48
Más de 500	63,64	60,12	45,45	61,31	27,27	63,69
Total	31,12	38,24	16,37	29,69	17,63	29,52

Fuente: ESEE (1998) y elaboración propia.

**CUADRO 4.8: Incorporación de innovaciones de proceso:
maquinaria y/u organización**

(proporción de empresas con respuesta afirmativa)

Tamaño (núm. de trabajadores)	1998		1991	
	Familiares	No familiares	Familiares	No familiares
Menos de 20	42,24	22,90	24,74	15,43
De 21 a 50	30,81	35,42	33,91	21,19
De 51 a 100	35,56	33,62	38,78	35,14
De 101 a 200	31,43	39,01	34,29	37,18
De 201 a 500	60,78	52,54	53,68	48,1
Más de 500	63,64	63,31	65,22	62,75
Total	38,17	41,52	34,16	39,9

Fuente: ESEE (1998) y elaboración propia. Los datos de 1991 se han obtenido de Merino y Salas (1993).

Las empresas obtienen tecnología invirtiendo en *investigación y desarrollo*. Según el cuadro 4.9, entre las empresas de 100 o más trabajadores, el porcentaje de familiares que dicen realizar actividades de I+D es superior al de las no familiares; por debajo de 100 trabajadores, la frecuencia de empresas que hacen I+D es mayor entre las no familiares. Tanto en las familiares como en las no familiares, la frecuencia de empresas que hacen I+D au-

CUADRO 4.9: Actividades de I+D: intensidad y composición

Tamaño (núm. de trabajadores)	Familiares			No familiares		
	Empresas que hacen I + D (porcentaje)	Gastos I + D/ventas (porcentaje)	Gtos. internos I + D/gastos totales I + D (porcentaje)	Empresas que hacen I + D (porcentaje)	Gastos I + D/ventas (porcentaje)	Gtos. internos I + D/gastos totales I + D (porcentaje)
Menos de 20	9,26	2,31	84,90	11,21	2,60	81,85
21 a 50	19,90	1,96	78,74	22,08	2,17	89,89
51 a 100	35,55	3,79	73,87	36,20	1,65	86,24
101 a 200	51,42	1,78	89,64	50,35	1,61	86,17
201 a 500	76,47	1,89	83,62	70,29	1,55	80,79
Más de 500	90,90	2,45	78,87	79,88	2,04	74,79
Total	48,10	2,22	81,38	44,70	1,81	81,10

Fuente: ESEE (1998) y elaboración propia.

menta con el tamaño de las empresas. Las conclusiones son distintas si miramos el esfuerzo relativo, gastos en I+D, de las empresas que innovan. Las empresas pequeñas que hacen I+D muestran un esfuerzo relativo igual o mayor que el de las grandes, y el esfuerzo de las familiares es mayor que el de las no familiares.

Las conclusiones de la comparación de los recursos tecnológicos de empresas familiares y no familiares, a partir de los resultados de la innovación, apenas difieren de las que se obtienen comparando los recursos empleados (cuadro 4.10). El patrón de patentes registradas por clases de tamaño en un colectivo de empresas y en otro no muestra diferencias sistemáticas, mientras que la proporción de empresas que obtienen innovaciones de producto es mayor en el colectivo de familiares que en el de no familiares, a partir de empresas con 50 trabajadores.

CUADRO 4.10: Actividades de I+D: resultados de la actividad innovadora

Tamaño (núm. de trabajadores)	Familiares			No familiares		
	Patentes registradas por la empresa en:		Empresas que obtienen innovación de producto (porcentaje)	Patentes registradas por la empresa en:		Empresas que obtienen innovación de producto (porcentaje)
	España	Extranjero		España	Extranjero	
Menos de 20	0,02	0,01	13,43	0,03	—	17,76
21 a 50	0,06	0,02	18,96	0,11	0,02	19,58
51 a 100	0,36	0,09	28,89	0,40	0,53	25,22
101 a 200	0,26	0,17	37,14	0,11	0,06	31,91
201 a 500	0,58	0,64	49,02	0,29	0,91	38,04
Más de 500	0,45	0,18	72,73	1,01	0,51	47,34
Total	0,13	0,09	22,50	0,30	0,36	29,78

Fuente: ESEE (1998) y elaboración propia.

En resumen, la empresa familiar tiene unos recursos tecnológicos mayores o iguales a los de la no familiar, a la vez que aparentemente los emplea con mayor eficacia, pues los resultados obtenidos son superiores, sobre todo en las clases de tamaño con más de 50 trabajadores.

Por último, la evaluación de los *recursos comerciales* tendrá en cuenta el gasto publicitario y los canales de venta utilizados. Tal como pone de manifiesto el cuadro 4.11, la proporción de gastos en publicidad sobre ventas crece con el tamaño de las empresas, tanto dentro del colectivo de familiares como en el de no familiares. Por otra parte, la comparación entre estas dos formas de empresas no revela diferencias sistemáticas ni en 1998 ni en 1994, los dos años para los que se dispone de información.

CUADRO 4.11: Porcentaje que los gastos en publicidad, propaganda y relaciones públicas representan sobre las ventas

Tamaño (núm. de trabajadores)	Gastos en publicidad, propaganda y relaciones públicas			
	Familiar 1998	Familiar 1994	No familiar 1998	No familiar 1994
Menos de 20	0,98	1,23	1,29	1,44
De 21 a 50	1,37	1,51	1,08	1,08
De 51 a 100	1,79	1,49	1,57	1,30
De 101 a 200	1,80	2,29	2,08	2,03
De 201 a 500	2,50	2,66	2,53	2,65
Más de 500	6,52	4,57	3,06	3,55
Total	1,54	1,65	1,97	2,30

Fuente: ESEE (1998) y elaboración propia.

La conclusión es distinta cuando los recursos comerciales se evalúan a partir de los canales de distribución utilizados por las empresas (cuadro 4.12). En general, las empresas familiares tienden a utilizar en mayor medida que las no familiares medios o canales ajenos para llegar a sus clientes y mercados finales, por lo que, de acuerdo con esta variable, los recursos comerciales de las primeras se situarían por debajo de los de las segundas.

CUADRO 4.12: Actividades comerciales: canales de distribución

Tamaño (núm. de trabajadores)	Familiares			No familiares		
	Proporción de ventas a través de:			Proporción de ventas a través de:		
	Mayoristas	Minoristas	Venta directa	Mayoristas	Minoristas	Venta directa
Menos de 20	25,63	23,48	45,25	23,29	16,39	57,02
21 a 50	22,33	21,82	48,95	23,01	12,25	58,76
51 a 100	24,16	19,29	44,84	24,01	10,92	54,04
101 a 200	43,65	16,44	31,26	25,46	13,07	54,13
201 a 500	25,20	24,32	42,66	29,92	9,36	51,59
Más de 500	42,60	24,10	29,70	25,41	15,13	45,35
Total	25,65	15,04	45,21	25,48	12,7	53,71

Fuente: ESEE (1998) y elaboración propia.

4.3.2. Mercados

La comparación de los mercados entre empresas familiares y no familiares incluye la importancia y alcance geográfico del mercado principal, cuadro 4.13, y la actividad exportadora de los dos colectivos de empresas, cuadro 4.14.

Tanto en las empresas familiares como en las no familiares, la concentración de ventas en el mercado principal tiende a reducirse conforme aumenta el tamaño. Por otra parte, la proporción de empresas cuyo mercado principal es local, provincial o regional, es alta, sobre todo en las clases de tamaño más bajas, y también disminuye con el tamaño. La proporción de empresas que manifiesta un alcance geográfico interior y exterior de su mercado principal aumenta según avanzamos hacia clases de tamaño más grandes. Las características del alcance geográfico del mercado principal por clases de tamaño son muy similares en empresas familiares y no familiares.

En lo que se refiere a la actividad exportadora, cuadro 4.14, comprobamos en primer lugar el notable aumento en dicha actividad en 1998 comparado con 1991, en todas las clases de tamaño y en las dos formas de propiedad. La década de los noventa ha sido una década clara de internacionalización para la empresa

CUADRO 4.13: Alcance de las actividades de la empresa

Tamaño (núm. de trabajadores)	Familiares mercado principal					No familiares mercado principal				
	Porcent. sobre ventas totales	Alcance geográfico				Porcent. sobre ventas totales	Alcance geográfico			
		Local, provincial o regional	Nacional	Exterior	Exterior e interior		Local, provincial o regional	Nacional	Exterior	Exterior e interior
Menos de 20	84,39	47,69	42,13	1,85	8,33	87,45	46,26	44,39	2,80	6,54
De 21 a 50	80,01	39,81	43,60	5,21	11,37	85,64	40,83	42,92	5,00	11,25
De 51 a 100	77,14	20,00	48,89	2,22	28,89	79,93	14,66	46,55	8,62	30,17
De 101 a 200	75,13	11,43	40,00	11,43	37,14	77,17	17,02	44,68	4,26	34,04
De 201 a 500	72,71	3,92	49,02	7,84	39,22	72,11	5,43	37,32	10,87	46,38
Más de 500	74,27	9,09	18,18	18,18	54,55	69,39	6,51	38,46	11,24	43,79
Total	80,38	35,68	43,23	4,57	16,52	78,80	22,84	41,78	7,18	28,20

Fuente: ESEE (1998) y elaboración propia.

CUADRO 4.14: Actividad exportadora

Tamaño (núm. de trabajadores)	Actividad exportadora				Actividad exportadora			
	Familiar				No familiar			
	1998		1991		1998		1991	
	Empresas exportan (porcentaje)	Exportación sobre ventas	Empresas exportan (porcentaje)	Exportación sobre ventas	Empresas exportan (porcentaje)	Exportación sobre ventas	Empresas exportan (porcentaje)	Exportación sobre ventas
Menos de 20	31,48	19,21	18,21	19,65	29,91	22,04	24	14,67
21 a 50	52,13	20,38	35,62	22,40	47,92	22,37	36,42	18,89
51 a 100	86,67	21,73	46,94	13,62	79,31	29,06	50	29,17
101 a 200	82,86	29,18	77,14	19,88	80,85	32,35	67,95	22,87
201 a 500	90,20	33,99	85,26	22,19	95,65	37,70	81,52	19,65
Más de 500	100,00	32,38	86,96	8,30	94,67	33,31	87,75	23,8
Total	53,25	23,64	39,53	19,90	69,98	31,67	63,43	21,18

Fuente: ESEE (1998) y elaboración propia. Datos de 1991 obtenidos de Merino y Salas (1993).

manufacturera española, aunque la internacionalización sigue siendo todavía más marcada en las empresas grandes que en las pequeñas.

Comparando empresas familiares y no familiares, las primeras han incrementado más su actividad exportadora que las segundas, eliminándose las distancias que existían entre los dos colecti-

vos de empresas en 1991. En el último año considerado, la proporción de empresas familiares que exportan es mayor que la de las no familiares en todas las clases de tamaño, mientras que la intensidad exportadora de las familiares se coloca ligeramente por debajo de la correspondiente a las no familiares.

4.3.3. Resultados empresariales

Los resultados económicos y financieros de las empresas nos aproximan a la capacidad de competir de las mismas, a partir de las consecuencias que se derivan de la lucha o rivalidad en los mercados. Los recursos disponibles nos indican el potencial para competir antes de iniciarse la competición. Previsiblemente, recursos (capacidades) y resultados (consecuencias) mostrarán una elevada correlación.

El primer indicador de resultados seleccionado es el de eficiencia productiva. Recordemos que la productividad parcial del trabajo de la empresa familiar era inferior a la de la no familiar. Sin embargo, la productividad parcial sólo es un indicador de eficiencia productiva o capacidad para transformar recursos en producción cuando se controla por la cantidad de capital productivo por trabajador. El cuadro 4.15 muestra la productividad del trabajo por clases de tamaño y para empresas familiares y no familiares, después de controlar por la intensidad de capital (dotación de activos fijos por trabajador). Las diferencias de productividad entre familiares y no familiares dentro de cada categoría de intensidad de capital desaparecen, lo cual hace suponer que la eficiencia productiva es muy similar en empresas familiares y no familiares ³⁰.

La participación que una empresa consigue en el mercado indica la capacidad para atraer clientes hacia la oferta de calidad-precio que se les dirige. Las empresas familiares consiguen una cuota de mercado inferior a la de las no familiares, lo cual evidencia que los déficit de recursos físicos, humanos (calidad) y, en parte, comerciales, que se han detectado en el colectivo de

³⁰ En Casado *et al.* (1997) se presenta un análisis más completo de la eficiencia de las empresas familiares a partir de los datos de la ESEE referidos a 1991.

CUADRO 4.15: Productividad del trabajo

(valor añadido en miles de pesetas sobre número medio de trabajadores) (1998)

Tamaño (núm. de trabajadores)	Intensidad de capital							
	Baja		Media-baja		Media-alta		Alta	
	Familiar	No familiar	Familiar	No familiar	Familiar	No familiar	Familiar	No familiar
Menos de 20	3,268	3,441	3,823	4,47	4,332	5,507	7,289	8,051
De 21 a 50	3,329	3,358	4,166	4,404	5,537	6,145	7,445	8,361
De 51 a 100	4,096	3,74	5,882	5,131	5,379	5,912	8,678	8,94
De 101 a 200	2,916	4,541	4,914	4,623	6,987	7,044	7,62	10,178
De 201 a 500	3,671	3,916	5,181	5,287	5,836	6,976	11,034	9,96
Más de 500		2,544		5,429	7,791	7,466	9,825	11,462
Total	3,308	3,463	4,279	4,68	5,405	6,561	8,602	10,064

Fuente: ESEE (1998) y elaboración propia.

empresas familiares, afectan negativamente a la competitividad relativa de estas empresas (cuadro 4.16). Sin embargo, cuando los resultados se miden en términos de márgenes brutos o beneficios antes de amortizaciones por pesetas de ventas, las diferencias sistemáticas entre empresas familiares y no familiares desapare-

CUADRO 4.16: Resultados privados: cuotas de mercado y márgenes

(porcentaje)

Tamaño (núm. de trabajadores)	Familiares			No familiares		
	Cuota en primer mercado	Cuota total ponderada	Margen bruto explotación	Cuota en primer mercado	Cuota total ponderada	Margen bruto explotación
Menos de 20	6,32	5,65	8,55	6,85	6,16	8,73
21 a 50	6,98	6,47	10,87	10,48	10,51	8,43
51 a 100	8,31	6,77	12,63	15,88	15,09	9,68
101 a 200	11,22	8,85	10,61	18,51	17,48	10,36
201 a 500	14,02	14,19	11,86	20,28	19,09	10,86
Más de 500	15,33	15,11	8,44	25,60	24,05	9,26
Total	7,79	7,06	10,15	15,69	14,83	9,54

Fuente: ESEE (1998) y elaboración propia.

cen, según pone de manifiesto el mismo cuadro. Todo parece indicar que el déficit de competitividad de la empresa familiar se traduce sobre todo en un déficit de volumen relativo de ventas, pero no en déficit de beneficios relativos.

4.4. Conclusiones

La empresa familiar manufacturera utiliza menos recursos físicos que la no familiar y emplea trabajadores menos cualificados a los que retribuye, en promedio, también por debajo de la no familiar. Se confirma así la predicción de que el gobierno familiar es más fácilmente compatible con tecnologías más trabajo intensivas, donde la menor complejidad de los procesos productivos permite a éstos operar eficazmente con trabajadores menos cualificados. Sin embargo, cuando se trata de activos intangibles, sobre todo aquellos vinculados a actividades de investigación y desarrollo e innovación en general, la empresa familiar muestra un nivel de esfuerzo similar al de la no familiar. Dentro de la restricción financiera más limitativa que soporta, a la hora de seleccionar los activos en los que esa financiación se materializa, la empresa familiar parece otorgar prioridad a los activos intangibles frente a los tangibles, evidencia de nuevo acorde con nuestras predicciones teóricas.

Para una intensidad de capital fijo similar, la productividad por trabajador es parecida en las empresas familiares y las no familiares. Esto parece indicar que la eficiencia productiva de las empresas familiares no difiere de la de las no familiares, contradiciéndose la hipótesis de una cierta ventaja de aquéllas cuando se trata de gestionar un determinado volumen de recursos productivos. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que la evaluación de la eficiencia se ha llevado a cabo sin tener en cuenta factores como la diferencia en la calidad de los trabajadores, desfavorable a la familiar, y el menor tamaño de la empresa familiar en comparación con la no familiar, dentro de cada uno de los intervalos de tamaño considerados. Teniendo en cuenta la posible existencia de economías de escala y la menor cualificación de los trabajadores de la empresa familiar, una productividad por trabajador si-

milar a la de las no familiares, controlando por inmovilizado material por trabajador, sería compatible con niveles superiores de eficiencia.

La empresa familiar tiene menor cuota en los mercados donde vende sus productos, pero el beneficio bruto por peseta de ventas es similar al de las no familiares. La menor cuota de mercado sería coherente con los frenos al crecimiento y a la dimensión que impone preservar el control de la empresa dentro de un núcleo familiar. Que la menor cuota no repercuta negativamente en los márgenes podría ser una evidencia más a favor de la superior eficiencia relativa.

La consolidación que se ha producido en la manufactura española durante la década de los noventa ha podido afectar de forma más intensa a la empresa familiar, que termina por perder peso relativo. Todo apunta a que el control familiar puede dar lugar a empresas más vulnerables a perturbaciones externas, como intensificación de la competencia o crisis económicas por caída de la actividad. La empresa familiar que aguanta el *shock* externo ya no soporta un coste más alto por la financiación de deuda ni tampoco tiene una menor presencia internacional, como ocurría en 1991, pero sigue concentrando su presencia en aquellas actividades menos capital intensivas y viendo frenado su crecimiento. Es de esperar que las presiones para mejorar la eficiencia y para aprovechar las ventajas de la dimensión, como condiciones necesarias para la supervivencia, se mantengan en el futuro, sobre todo en los sectores manufactureros donde la competencia mundial será necesariamente más intensa. De ser así, la empresa familiar debe explorar nuevas formas de crecimiento y de acceso a recursos complementarios hasta ahora inéditos, por ejemplo abriendo su accionariado a socios externos e implicándose más en alianzas y colaboraciones. En 1998, la presencia de capital extranjero minoritario en el capital de las empresas familiares continúa a un nivel tan insignificante como en 1991.

A lo largo de la exposición se ha puesto de manifiesto que las diferencias de recursos, estrategias y resultados de las empresas obedecen más a diferencias en su dimensión que a diferencias en la propiedad (familiar o no familiar). Puesto que la empresa familiar es más pequeña, en general, que la no familiar, la compara-

ción directa entre empresas familiares y no familiares sin controlar por el tamaño puede llevar a conclusiones equívocas, pues atribuiremos a la propiedad explicaciones que deberían atribuirse a su dimensión. Por otra parte, si la naturaleza familiar restringe el crecimiento e impide alcanzar una dimensión suficiente, entonces la empresa familiar debe tomar conciencia de que, por su dimensión, va a tener limitado el acceso a determinados recursos.

5. La empresa familiar en la Bolsa española: estructura de propiedad, decisiones de inversión y financiación y resultados (1990-1997)

5.1. Introducción

En este capítulo se analiza la evolución de las empresas familiares que cotizan en bolsa entre 1990 y 1997. Interesa conocer, entre otros aspectos, las entradas y salidas de empresas familiares del colectivo de empresas españolas cotizadas, los posibles cambios en la estructura de su accionariado, las decisiones de inversión, financiación y operativas y los principales resultados económicos y financieros. Para valorar mejor la evidencia obtenida entre las empresas familiares se la compara con la misma información extraída de las empresas no familiares de la muestra.

Como ya se adelantó en capítulos previos, el estudio empírico de la empresa familiar debe ajustarse muchas veces a un criterio de clasificación de la empresa como familiar que viene determinado por la información disponible. El corolario de esta afirmación será que, para obtener una visión completa de las características estructurales y del comportamiento de las empresas familiares, será necesario estudiarlas bajo diferentes criterios de clasificación. Cuando una empresa cotiza en bolsa, tiene un tamaño relativamente grande y una dirección profesional que puede coincidir o no con los accionistas de control. Además, se dispone de información pública sobre los titulares de las acciones (siempre que posean un 5% o más de las mismas o formen parte de su consejo de administración). Por lo tanto, el estudio de la empresa familiar y su comparación con la no familiar se podrá llevar a cabo utilizando un criterio de definición de empresa familiar que tenga en cuenta quién es el accionista o grupo de accionistas que controla la sociedad. Finalmente, la

cotización en bolsa exige transparencia informativa en cuanto a estados financieros y memorias de gestión, por lo que podrán analizarse con especial detalle aquellas decisiones que se reflejan en dichos documentos públicos, naturaleza y estructura de los activos del balance, fuentes de financiación, rentabilidades económicas y financieras, etc.

El contenido de este capítulo debe considerarse, pues, una continuación o complemento del capítulo anterior, donde la empresa familiar se definía bajo el criterio de dar empleo a miembros de la familia y donde la información disponible nos acercaba sobre todo al estudio de la estrategia y los recursos tangibles e intangibles priorizados por la empresa. Cuando los aspectos analizados en los dos capítulos se solapan, por ejemplo en la valoración de los activos intangibles en los dos colectivos de empresas, las dos muestras de datos dan lugar a resultados coincidentes.

El resto del capítulo se distribuye como sigue. En el epígrafe primero se presentan evidencias sobre la evolución en el número y composición accionarial de las empresas familiares que cotizaban en bolsa en el año 1990, a lo largo de la década de los años noventa. El epígrafe segundo presenta los estados financieros consolidados de los colectivos de empresas familiares y no familiares en el tiempo y establece unas comparaciones generales entre ellos. El epígrafe tercero se centra en la comparación de las decisiones operativas, de inversión y financieras de las empresas familiares y no familiares. Las evidencias sobre resultados y eficiencia productiva se incluyen en el epígrafe cuarto. Las conclusiones permiten hacer un balance final de la evidencia presentada.

5.2. Número de empresas familiares y estructura accionarial

En 1990 cotizan en la bolsa española 57 empresas no financieras que, bajo el criterio de definición elegido, pueden considerarse *empresas familiares*. Este criterio determina si una empresa forma parte del colectivo de empresas familiares a partir de su estructu-

ra accionarial, de manera que, sumando las acciones en poder de todos los accionistas que comparten uno o dos apellidos, el porcentaje de acciones resultante es el bloque accionarial más importante de la sociedad. Los datos sobre propiedad proceden del Directorio de Accionistas de Maxwell Espinosa (Espinosa, 1990) y de los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Una primera cuestión que interesa analizar es la supervivencia de las empresas familiares en el periodo 1990-1997. En concreto, se pretende identificar si estas empresas logran sobrevivir durante el periodo de estudio como empresas cotizadas, ya sea bajo el control del mismo grupo familiar o pasando a ser controladas por otros grupos (empresas nacionales, capital extranjero, instituciones financieras u otros particulares), o si, por el contrario, desaparecen de la muestra a lo largo del periodo de análisis, bien porque deciden la exclusión de bolsa (las acciones de la empresa dejan de cotizar en los mercados secundarios), porque se fusionan con otras empresas (la empresa se convierte en parte de otra organización bajo una denominación diferente) o porque son liquidadas (la empresa es legalmente liquidada y por tanto no activa).

En el cuadro 5.1 se recoge la evolución sectorial del colectivo de empresas familiares en el periodo 1990-1997. Del mismo se desprende que, de las 57 empresas familiares que inicialmente aparecían en el año 90, a lo largo de los ocho años siguientes desaparecen de la muestra 18 (un 31,6%). De estas 18 empresas, 1 es absorbida por otra empresa, 2 son liquidadas y las 15 restantes se reconvierten en empresas *privadas* (en el sentido de que sus acciones desaparecen del mercado secundario): 8 a través de ofertas públicas de adquisición (practicadas por otras empresas nacionales, extranjeras e incluso por la propia empresa) y 7 salen de bolsa sin previa OPA o Auto-OPA. Como primera conclusión a este resultado, se podría decir que el índice de salida de bolsa de las empresas familiares que cotizan es elevado.

Con respecto a las empresas que permanecen todo el periodo, 39 en total (el 68,4% de las analizadas), en 27 (47,4%) el grupo familiar se mantiene como principal accionista todo el periodo, en 7 (12,3%) el grupo familiar se encuentra entre los cinco accionistas principales y está muy bien representado en el consejo de admi-

CUADRO 5.1: Evolución de las empresas familiares cotizadas en bolsa en 1990 (1990-1997)

Sectores	Familiar	Familiar Kang (*)	Cambio a familiar	Cambio a			Excluida con OPA	Liquidada	Absorbida	Total empresas incorporadas
				empresas nacionales	empresas extranjeras	sin OPA				
Cemento, mat. construcción y construcción	2	3							5	
Comercio y otros servicios	5			1					6	
Químico	2	1			1				4	
Metales	4			1		2	1		8	
Inmobiliario	4		2	1		3	1		12	
Alimentación, bebidas y tabaco	2	2		1		3	1	1	10	
Papel y artes gráficas	2					2			4	
Otras indus. transformación	4					1			5	
Transportes y comunicaciones	2	1							3	
Total	27	7	2	3	7	8	2	1	57	
Porcentaje	47,4	12,3	3,5	5,3	12,3	14,0	3,5	1,8	100	

(*) Véase nota 31.

Fuente: Elaboración propia.

nistración ³¹, 3 pasan a ser controladas por otras empresas nacionales o extranjeras y 2 pasan a ser controladas por otras familias. En resumen, un 31,6% de las empresas familiares analizadas desaparecen a lo largo del periodo de estudio, un 59,7% se mantiene bajo el mismo grupo de control familiar y el 18,71% restante pasan a ser controladas por otras empresas o particulares.

A nivel sectorial ³², del cuadro 5.1 se desprende que las empresas familiares pertenecientes a los sectores *cemento, material de construcción y construcción y transportes y comunicaciones* permanecen durante todo el periodo bajo el control de la familia. Algo similar ocurre en los sectores *químico, comercio y otros servicios y otras industrias de transformación*, en los que se observa que, aunque una de las empresas, en cada uno de ellos, deja de cotizar en bolsa, todas las demás siguen siendo controladas por sus respectivos grupos familiares ³³. Con relación al sector *metales y papel y artes gráficas* sólo el 50% de las empresas se mantienen como empresas cotizadas en bolsa bajo el mismo grupo familiar de control, pasando el resto a convertirse en privadas no cotizadas. En el resto de sectores, *inmobiliario y alimentación, tabaco y bebidas*, el porcentaje de empresas que consiguen mantenerse como empresas familiares que cotizan en bolsa es inferior al 50%.

5.2.1. Evolución de la estructura de propiedad

Con el objeto de analizar si las empresas familiares que perduran durante todo el periodo han sufrido cambios importantes en la estructura de propiedad, en términos de grado de concentración del accionariado y naturaleza de los accionistas principales, se elaboran los cuadros 5.2 y 5.3. El cuadro 5.2 recoge evidencia

³¹ En el presente estudio consideramos, al igual que Kang (1998), que una empresa continúa bajo control familiar cuando uno de los cinco accionistas principales es un propietario familiar. La empresa familiar se codifica de esta forma para reflejar que, debido a las relaciones sociales tan fuertes que el grupo familiar tiene con la empresa, los propietarios familiares no tienen necesariamente que ser el accionista singular más importante, sino que simplemente deben encontrarse dentro del *ranking* de los más importantes.

³² La clasificación sectorial utilizada ha sido la de la CNMV.

³³ Este dato lo conocemos por la información suministrada, sobre ofertas públicas de adquisición y la identidad de quien las presenta, por la CNMV.

CUADRO 5.2: Evolución sectorial del grado de concentración de la propiedad de la empresa familiar (1990-1997)

Sectores	1990			1997		
	S1	S3	S5	S1	S3	S5
Cemento, mat. de const. y construcción	49	80	82	42	65	77
Comercio y otros servicios	38	55	58	36	52	60
Químico	58	75	75	44	55	57
Metales	49	63	67	37	49	55
Inmobiliario	40	62	66	28	53	62
Alimentación, bebidas y tabaco	54	75	75	45	68	76
Papel y artes gráficas	54	54	54	47	55	56
Otras indus. transformación	56	63	64	51	68	77
Transportes y comunicaciones	58	69	73	41	72	82
Total	50	67	69	40	59	67

Fuente: Elaboración propia.

empírica a nivel sectorial sobre la concentración de la propiedad del colectivo de las empresas familiares en el periodo 1990-1997. Esta información nos permite conocer si se producen variaciones importantes, en el periodo de estudio, en el número mínimo de accionistas necesarios para conseguir un control mayoritario o absoluto de la empresa, habida cuenta que, cuanto mayor sea ese número, más difícil será, previsiblemente, lograr mayorías suficientes para ejercer el control efectivo sobre la sociedad y sus gerentes. El grado de concentración de la propiedad, S_n , se mide, en la presente obra, por el porcentaje de acciones en poder de los n accionistas principales, donde n adopta los valores 1, 3 y 5³⁴.

³⁴ La justificación de que n adopte los valores 1, 3 y 5 se encuentra en que existen variaciones significativas en la distribución de la concentración al pasar de S1 hasta S4, no habiendo prácticamente diferencias entre los índices S5, S6, S7 y sucesivos; hecho que se cumple tanto para el año 1990 como para el año 1997. Es decir, los resultados sobre la distribución de la concentración del accionariado permanecen invariantes si se consideran los cinco o más accionistas principales. Una interpretación alternativa a este resultado es que la estructura de propiedad, para las empresas de la muestra, se encuentra totalmente definida por las participaciones de los cinco accionistas principales; resultado obtenido también por Galve y Salas (1992, 1996a).

En la mayor parte de los casos, el índice S1 recoge el porcentaje de acciones en manos del grupo familiar.

Observando los datos del cuadro 5.2, por término medio y a nivel global, a mediados de 1990 el principal accionista, en este caso el grupo familiar, es suficiente para ejercer un control efectivo y mayoritario, puesto que su participación en el capital social de la empresa se aproxima al 50%; este resultado se cumple para todos los sectores excepto para los sectores *inmobiliario* y *comercio y otros servicios*, donde la participación del grupo familiar permite ejercer un control efectivo pero con una participación inferior al 50% en el capital social. Cuando se considera las participaciones de los tres o cinco accionistas principales, éstos son suficientes para ejercer un control mayoritario en todos los sectores y un control absoluto en el sector *cemento, material de construcción y construcción*.

Con relación a la evolución del grado de concentración de la propiedad durante el periodo de análisis, 1990-1997, los datos del cuadro 5.2 revelan cómo en el año 1997 se produce una reducción importante de la participación del grupo familiar en el capital social de la empresa en todos los sectores; reducción que no impide que el grupo familiar siga ejerciendo el control efectivo. Atendiendo a los índices S3 y S5 se observa, en primer lugar, que en los sectores *cemento, material de construcción y construcción, químico, metales e inmobiliario* también se produce una reducción en el grado de concentración de la propiedad en manos de los tres y cinco accionistas principales; en segundo lugar, en los sectores *otras industrias de transformación y transportes y comunicaciones* se produce un incremento en la concentración de la propiedad en manos de los tres y cinco accionistas principales; y en tercer lugar, no se producen variaciones importantes en el índice S5 para los sectores *comercio y otros servicios y alimentación, bebidas y tabaco*.

Otro dato relevante, junto con la evolución de la concentración del accionariado en el colectivo de empresas familiares, es la identidad de los accionistas principales que comparten la propiedad con el grupo familiar. El cuadro 5.3 muestra, a nivel sectorial, la evolución de la estructura de propiedad en términos de naturaleza de los accionistas principales. A partir de dicho cuadro se observa cómo la participación media de la familia en el ca-

pital social de la empresa, aun siendo la participación más importante, se reduce de forma sustancial en todos los sectores, excepto en los sectores *otras industrias de transformación y comercio y otros servicios*, en los que prácticamente se mantiene durante todo el periodo de análisis; resultado coincidente con el obtenido en el cuadro 5.2. Adicionalmente, y para todos los sectores, se observa cómo los grupos institucionales, otras empresas nacionales o extranjeras, en 1997 incrementan de forma importante su participación en el capital social de las empresas familiares, siendo el crecimiento especialmente importante en los sectores *cemento, material de construcción y construcción, comercio y otros servicios, inmobiliarias, alimentación, bebidas y tabaco, otras industrias de transformación y transportes y comunicaciones*. La evolución observada en los accionistas significativos podría estar indicando una mayor actividad en acuerdos de cooperación y alianzas estratégicas entre empresas.

La incorporación de accionistas institucionales supondrá, previsiblemente³⁵, por un lado aceptar, por parte de los miembros de la familia, compartir el control con ellos haciendo compatibles los objetivos de la familia con los de los restantes colectivos de accionistas (especialmente si la opción de salida en el caso de plantearse desacuerdos es difícil de ejercitar). Y por otro, la aportación de recursos y/o conocimientos complementarios a la empresa por parte de este nuevo accionariado. La participación de las instituciones financieras se incrementa en los sectores *cemento, material de construcción y construcción, comercio y otros servicios y papel y artes gráficas* y se reduce ligeramente o se mantiene en el resto.

³⁵ Se dice *previsiblemente*, porque en esta obra no se aborda el análisis del grado de relación existente entre las actividades de las empresas involucradas en el capital social de las empresas familiares analizadas.

CUADRO 5.3: Evolución sectorial de la estructura de propiedad de la empresa familiar según la naturaleza de los accionistas principales (1990-1997)

Sectores	1990				1997				Total empresas
	Familia (porcentaje)	E. nac. (porcentaje)	C. extranj. (porcentaje)	Ent. fin. (porcentaje)	Familia (porcentaje)	E. nac. (porcentaje)	C. extranj. (porcentaje)	Ent. fin. (porcentaje)	
Cemento, mat. const. y construcción	53,5	18,3	5	5	36,7	25,3	9,9	11,4	5
Comercio y otros servicios	47,4	5,3	4,6		46,5	12,4	4,5	1,1	5
Químico	57,8	6,2	10,2		44,2	10,3	1,9		3
Metales	52,8	3	9,2	3,2	39	5,7	10,7	2,7	5
Inmobiliario	45	11,8	5,5	4,4	32,8	19,5	15,6		7
Alimentación, bebidas y tabaco	55,3	5,6	4,1	6,8	25,7	43,1	7,1	3,2	5
Papel y artes gráficas	53,2				48,5		5	3,3	2
Otras indus. transformación	63				63	12,4	4,3		4
Transportes y comunicaciones	59,1	5		8	52,3	30,2		2	3
Total	53,1	7,1	4,7	3,3	41,2	19	7,8	2,7	39

Fuente: Elaboración propia.

5.3. Comparación de empresas familiares y no familiares: evolución temporal

El primer análisis de la empresa familiar a partir de la información extraída de sus estados financieros, balance y cuenta de resultados, utiliza información consolidada, es decir, estaremos analizando la empresa familiar promedio (ponderado por el tamaño relativo) a la vez que se la compara con la empresa promedio no familiar. Dentro de este epígrafe se hará hincapié en la comparación de las empresas representativas según evolucionen en el tiempo para cada uno de los años entre 1990 y 1997. Se obtendrá así una primera aproximación a la sensibilidad de la estructura de balance y resultados de gestión de las empresas a los cambios en el ciclo de crecimiento de la economía, por otra parte muy pronunciados durante el periodo de tiempo estudiado. El epígrafe tercero, en cambio, se elabora a partir de datos individuales de empresa, con el objeto de conocer las diferencias estadísticamente significativas en variables seleccionadas entre los dos colectivos de empresas.

El cuadro 5.4 recoge la evolución de la estructura de pasivo y activo para la empresa familiar y empresa no familiar que cotizan en bolsa. La estructura del activo de la empresa familiar muestra una distribución del total de los recursos que comprende, aproximadamente, dos tercios del activo fijo y un tercio del circulante; proporciones que se mantienen prácticamente estables durante el periodo 1990-1995, observándose un incremento en el activo inmovilizado neto en los dos últimos años del análisis, que pasa a representar tres cuartos del activo total. Este aumento se explica fundamentalmente por el incremento del inmovilizado material en dicho periodo. Con relación a la distribución de las partidas que componen el inmovilizado total, el cuadro 5.4 revela que la empresa familiar invierte fundamentalmente en inmovilizado material e inmovilizado financiero, partidas que representan aproximadamente el 50 y el 45% respectivamente del total inmovilizado.

El pasivo del balance agregado presenta una estructura financiera en la que el porcentaje que suponen los fondos permanentes, deuda a medio y largo plazo más fondos propios, sobre el

CUADRO 5.4: Evolución de la estructura económica y financiera de la empresa familiar y no familiar (1990-1997)
(porcentaje)

Estructura	Empresas familiares										Empresas no familiares									
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997				
Activo																				
Inmovilizado inmaterial	1,5	2,5	1,9	2,8	2,8	3,0	3,0	3,3	0,6	1,4	0,8	1,5	1,4	1,6	1,2	1,1				
Inmovilizado material	33,8	31,7	30,8	30,2	29,8	30,7	40,4	36,7	49,7	50,6	51,4	51,3	51,1	52,4	55,9	51,5				
Inmovilizado financiero	27,9	29,0	28,2	29,8	33,7	32,7	30,2	34,7	21,4	22,3	22,5	21,8	24,3	23,8	24,3	28,3				
Otros	1,5	1,8	1,5	1,6	1,0	2,3	1,7	1,1	1,3	1,4	1,3	1,7	1,5	1,5	0,9	0,6				
<i>Inmov. total</i>	<i>64,6</i>	<i>65,0</i>	<i>62,3</i>	<i>64,4</i>	<i>67,4</i>	<i>68,7</i>	<i>75,3</i>	<i>75,7</i>	<i>73,1</i>	<i>75,7</i>	<i>76,0</i>	<i>76,2</i>	<i>78,3</i>	<i>79,3</i>	<i>82,3</i>	<i>81,5</i>				
Activo circulante	54,7	53,9	54,6	50,6	47,7	46,9	39,8	38,8	56,8	60,3	59,4	60,3	59,4	56,0	49,2	47,7				
Acreedores comerciales	-19,3	-18,8	-16,9	-15,0	-15,1	-15,6	-15,0	-14,5	-29,9	-36,0	-35,4	-36,5	-37,7	-35,3	-31,4	-29,3				
<i>Activo circulante neto</i>	<i>35,4</i>	<i>35,0</i>	<i>37,7</i>	<i>35,6</i>	<i>32,6</i>	<i>31,3</i>	<i>24,7</i>	<i>24,3</i>	<i>26,9</i>	<i>24,3</i>	<i>24,0</i>	<i>23,8</i>	<i>21,7</i>	<i>20,7</i>	<i>17,8</i>	<i>18,4</i>				

CUADRO 5.4 (cont.): Evolución de la estructura económica y financiera de la empresa familiar y no familiar (1990-1997)
(porcentaje)

Estructura	Empresas familiares							Empresas no familiares								
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Pasivo																
<i>Fondos propios</i>	69,5	67,4	64,4	65,7	68,2	66,1	69,3	69,5	60,5	61,9	58,1	57,1	60,3	61,2	66,6	68,0
Deuda a largo con coste	16,3	16,4	16,3	17,0	16,5	20,0	17,6	19,1	25,8	24,2	26,6	27,6	24,0	25,5	23,8	22,1
Deuda a corto con coste	14,2	16,2	19,3	17,3	15,3	13,9	13,2	11,4	13,7	13,9	15,3	15,3	15,7	13,2	9,6	9,9
<i>Deuda total con coste</i>	30,5	32,6	35,6	34,3	31,8	33,9	30,8	30,5	39,5	38,1	41,9	42,9	39,7	38,7	33,4	32,0

Fuente: Elaboración propia.

total de fondos, se mantiene prácticamente constante todo el periodo entre el 82 y el 88%. En cuanto a la distribución del pasivo entre fondos propios y fondos ajenos, el cuadro 5.4 revela que la empresa familiar financia sus inversiones fundamentalmente con fondos propios, los cuales representan aproximadamente dos tercios del total de fondos (de hecho, los fondos propios superan al activo inmovilizado hasta el año 1994 incluido, a partir del cual la empresa financia una parte pequeña del inmovilizado con deuda a largo plazo), siendo por tanto la proporción que representa la deuda con coste sobre el total de fondos de un tercio, repartiéndose prácticamente a partes iguales entre deuda a largo y corto plazo.

Comparando la estructura económico-financiera de la empresa familiar con la empresa no familiar, observamos que la inversión en inmovilizado es mayor en la no familiar, donde el inmovilizado representa aproximadamente el 75% (desde 1990 hasta 1995) y el 80% (los dos últimos años) del activo, frente al 66 y el 75%, respectivamente, para la familiar. Con relación a la composición del inmovilizado también se aprecian diferencias importantes. La empresa no familiar invierte bastante más que la familiar en inmovilizado material (el cual representa en todo el periodo aproximadamente dos tercios del inmovilizado total) y menos en inmovilizado financiero (alrededor de un 30% del inmovilizado total), manteniéndose prácticamente estas proporciones durante todo el periodo. Con relación al inmovilizado inmaterial, aunque ambos colectivos de empresa invierten muy poco en investigación y desarrollo (I+D) y patentes, el porcentaje de inversión en intangibles es claramente superior en el caso de la empresa familiar, el cual oscila entre 1,5 y 3,3% del total activo en la empresa familiar frente a un 0,5 y 1,7% en la empresa no familiar.

Con relación a la composición de las estructuras de pasivos de ambos colectivos, el cuadro 5.4 revela que la empresa familiar posee claramente una menor proporción de fondos ajenos a largo plazo y una mayor proporción de fondos propios que la no familiar durante todo el periodo de estudio.

Es importante señalar que la empresa no familiar, aunque en menor proporción que la familiar, garantiza el equilibrio financiero durante todo el periodo de análisis a través del exceso de

capitales permanentes sobre el activo inmovilizado neto; exceso de capitales permanentes que financian una menor proporción de activos circulantes que en el caso de la empresa familiar. Adicionalmente, y de forma distinta a la empresa familiar, los fondos propios de la empresa no familiar son inferiores a su activo inmovilizado durante todo el periodo, financiándose una parte de éste con fondos ajenos a largo plazo.

En relación con la influencia de las estructuras de inversión y financiación sobre la viabilidad económica de las empresas, el cuadro 5.5 recoge las partidas fundamentales de la cuenta de resultados de ambos colectivos de empresas, normalizadas por sus respectivos volúmenes de ventas. Del mismo se desprende que el valor añadido ajustado de ambos colectivos no varía significativamente durante el periodo de estudio, oscilando entre 34 y 37% para la empresa familiar y entre 24 y 28% para la empresa no familiar. Es decir, por cada 100 unidades monetarias de venta, la empresa familiar genera al menos 10 unidades monetarias más de valor añadido que la empresa no familiar ³⁶; hecho que previsiblemente supondrá un mayor riesgo económico (mayor variabilidad de sus beneficios) para la empresa familiar (más integrada verticalmente), como consecuencia del mayor nivel de gastos fijos. Con relación a los gastos de personal, y como era de esperar, puesto que la empresa familiar realiza más fases del proceso productivo internamente, incurre en un mayor nivel de gastos de personal (que oscila entre 19,1 y 24,8 unidades monetarias por cada 100 unidades monetarias de ventas) que la empresa no familiar (cuyos gastos de personal oscilan entre 12,8 y 17,7). Es decir, los gastos de personal representan entre 5 y 7 u. m. más por cada 100 u. m. de venta para la empresa familiar que para la no familiar. Adicionalmente, los datos reflejan que, aunque los gastos de personal con respecto al volumen de ventas no varían de forma importante durante el periodo de estudio para ambos colectivos, en el subperiodo inicial 1990-1994 éstos son mayores que en el subsiguiente subperiodo 1995-1997.

³⁶ Resultado que corrobora el trabajo de Kang (1998), el cual obtiene que el colectivo de empresas textiles familiares americanas están más integradas verticalmente que el resto de las empresas no familiares.

CUADRO 5.5: Evolución de la estructura de la cuenta de resultados (1990-1997)

Cuenta de resultados	Empresas familiares										Empresas no familiares						
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	
Importe de negocios	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
Valor añadido ajustado	37,6	37,1	36,8	36,7	34,0	37,0	34,6	35,0	28,1	24,7	26,1	26,4	25,8	25,2	23,5	23,8	
Gastos de personal	21,2	22,0	24,8	23,5	19,6	20,7	19,5	19,1	16,9	15,2	16,4	17,7	15,6	14,6	13,5	12,8	
Resultado económico bruto	16,4	15,1	12,0	13,2	14,4	16,3	15,1	15,9	11,2	9,5	9,7	8,7	10,2	10,6	10,0	11,0	
Amortización + provisión	5,3	5,9	6,9	7,2	4,8	5,7	5,5	5,6	4,2	3,8	4,5	4,7	4,5	4,0	3,9	4,7	
Gastos financieros	4,4	5,0	6,1	6,3	4,5	4,9	3,7	3,4	4,0	3,1	3,7	4,3	3,0	2,6	2,2	2,0	
Resultado neto total	7,2	4,6	-0,8	-1,2	4,8	5,4	2,7	8,7	3,8	3,4	0,0	-0,7	2,8	3,4	4,0	4,7	

Fuente: Elaboración propia.

La dotación a la amortización también es ligeramente superior, aproximadamente 1,5 o 2 puntos porcentuales más, para el colectivo de empresas familiares en todo el periodo. Lo mismo ocurre con el nivel de gastos financieros. La empresa familiar, a pesar de estar considerablemente menos endeudada que la no familiar, debe hacer frente a unos mayores gastos financieros por unidad monetaria de ventas durante todo el periodo, siendo éstos especialmente importantes, para ambos colectivos, en los años 1992 y 1993 como consecuencia del mayor nivel de endeudamiento alcanzado en dicho periodo, y considerablemente inferiores (sobre todo para el colectivo de empresas no familiares) en los años 1996 y 1997 como consecuencia del menor nivel de endeudamiento y de la bajada generalizada de los tipos de interés; de hecho, a partir del año 1994 se observa que los gastos financieros tienen una tendencia a la baja para ambos colectivos.

En general, el margen financiero de la empresa familiar es mayor que el de la no familiar, aunque la volatilidad del mismo en el tiempo es también mayor. Existen evidencias, por tanto, de que la empresa familiar muestra unos resultados financieros más sensibles al ciclo económico que la no familiar. Este mayor riesgo operativo es coherente con una estructura de costes con una mayor importancia relativa de los costes fijos.

5.3.1. Rentabilidad económica

La rentabilidad económica relaciona el beneficio que la empresa obtiene con la inversión, independientemente de su estructura financiera. Se define como el cociente entre el beneficio de la empresa antes de gastos financieros e impuestos (BAIT), y el activo total neto, y mide la eficacia de la empresa en la utilización de los recursos de capital, sin distinguir cómo se reparte el beneficio entre las personas o entidades que tienen derecho a él. Adicionalmente, los beneficios de la empresa por peseta de activo vienen determinados por dos medidas de resultados indirectos: el margen, m , y la rotación, r . El margen expresa el beneficio que obtiene la empresa por unidad monetaria vendida, y la rotación es una medida de la productividad del capital (rentas que obtiene por cada peseta de activos):

$$Re = \text{BAIT/ventas} * \text{ventas/total activo neto} = m * r \quad (5.1)$$

Cuando se comparan los resultados económicos de la empresa familiar *versus* la no familiar, resulta de interés conocer si las diferencias en la rentabilidad de los dos colectivos se deben a diferencias en el margen o a diferencias en la rotación de los activos. El cuadro 5.6 aporta los datos necesarios para esta comprobación. Se puede observar, en primer lugar, que no existen diferencias importantes en la rentabilidad económica entre la empresa familiar y la no familiar en todo el periodo de estudio, excepto en los años 1990 y 1996, donde la rentabilidad económica de la empresa familiar, Re_{fa} , supera en un 1,6%, y es inferior, en un 2,5%, respectivamente, a la rentabilidad económica de la empresa no familiar, Re_{nfa} . No obstante, analizando los componentes de la rentabilidad económica, margen y rotación, se observa cómo la empresa familiar genera un margen sobre ventas considerablemente mayor que la empresa no familiar durante todo el periodo de análisis. Sin embargo, este mayor margen no se traduce en una mayor rentabilidad económica, porque la rotación del activo o productividad del capital de la empresa familiar es considerablemente inferior al de la empresa no familiar; si calculamos la rentabilidad económica de la empresa familiar con la misma rotación en sus activos que la empresa no familiar, conservando la ventaja en margen, podremos ver en cuánto supera a la rentabilidad económica de la no familiar, y apreciar mejor la importancia de las diferencias en márgenes y rotaciones antes mencionadas.

El resultado comentado en el párrafo anterior es consistente con el obtenido en el análisis de la cuenta de resultados, donde se apreciaba que la empresa familiar está más integrada verticalmente que la no familiar, es decir, la empresa familiar realiza más fases del proceso productivo, subcontrata menos actividades en el mercado, que la empresa no familiar; de ahí que observemos, posteriormente, cómo la rotación de la inversión o productividad del capital de la empresa no familiar supera a la de la empresa familiar. Adicionalmente, el hecho de que la empresa no familiar esté más especializada en el proceso productivo, subcontrate más actividades en el mercado a otras empresas, le permite adoptar un tamaño superior y más próximo al óptimo o eficiente, con el

CUADRO 5.6: Evolución de la rentabilidad económica de la empresa familiar y no familiar (1990-1997)

Rentabilidad económica	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<i>Empresas familiares</i>								
Margen sobre ventas	14,1	11,5	6,2	6,2	11,3	12,6	7,9	14,8
Rotación del activo	80,8	77,3	71,0	69,9	74,2	69,8	65,0	60,7
Rentabilidad económica	11,4	8,9	4,4	4,4	8,4	8,8	5,1	9,0
<i>Empresas no familiares</i>								
Margen sobre ventas	9,5	7,7	4,8	4,3	7,1	7,4	7,5	8,3
Rotación del activo	103,0	116,5	110,6	102,7	111,1	118,3	101,9	103,9
Rentabilidad económica	9,8	9,0	5,3	4,4	7,9	8,8	7,6	8,6
<i>Diferencias</i>								
Margen sobre ventas	4,6	3,8	1,4	1,9	4,2	5,2	0,4	6,5
Rotación del activo	-22,2	-39,2	-39,6	-32,8	-36,9	-48,5	-36,9	-43,2
Rentabilidad económica	1,6	-0,1	-0,9	0,0	0,5	0,0	-2,5	0,4
Diferencia explicada por <i>r</i>	-2,1	-3,0	-1,9	-1,4	-2,6	-3,6	-2,8	-3,6
Diferencia explicada por <i>m</i>	4,7	4,4	1,5	2,0	4,6	6,1	0,4	6,8
Efecto interactivo	-1,0	-1,5	-0,5	-0,6	-1,5	-2,5	-0,1	-2,8

Fuente: Elaboración propia.

objeto último de aprovechar o explotar el efecto de las economías de escala. El cuadro 5.7 muestra la evolución de los tamaños de la empresa familiar y no familiar, utilizando tres medidas de tamaño: valor añadido, volumen de negocios y total activo neto. El mismo confirma que efectivamente el tamaño de la empresa no familiar es considerablemente mayor que el de la empresa familiar, independientemente de la medida utilizada³⁷, comprobándose, por tanto, que la empresa familiar no sólo tiene una desventaja, con respecto a la no familiar, en términos de rotación de la inversión, sino que además su menor dimensión no le permite explotar el efecto de las economías de escala.

³⁷ No se ha utilizado el número de empleados como medida de tamaño por no disponer de esta información.

CUADRO 5.7: Evolución de los tamaños medios de las empresas (1990-1997)

Tamaño	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<i>Empresas familiares</i>								
Ln Total Activo Neto, LnTAN	8,4	8,5	8,5	8,5	8,5	8,6	8,5	8,7
Ln Ventas, LnVTAS	7,8	7,7	7,5	7,5	7,5	7,6	7,6	7,5
Ln Valor Añadido, LnVA	7,0	7,0	6,7	6,6	6,6	6,7	6,6	6,9
Productividad del capital	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6
<i>Empresas no familiares</i>								
Ln Total Activo Neto, LnTAN	9,7	9,8	9,9	9,8	9,8	9,8	9,7	9,6
Ln Ventas, LnVTAS	9,0	9,0	9,0	8,9	9,0	9,0	9,0	8,8
Ln Valor Añadido, LnVA	8,3	8,3	8,1	8,2	8,1	8,2	7,9	8,0
Productividad del capital	1,0	1,2	1,1	1,0	1,1	1,2	1,0	1,0

Fuente: Elaboración propia.

5.3.2. Rentabilidad financiera

La rentabilidad de los fondos propios se define como el cociente entre beneficios después de impuestos y fondos propios contables. El beneficio determina la remuneración que reciben los accionistas y los fondos propios reflejan el valor contable de la inversión que realizan éstos. Se trata, por tanto, de relacionar el beneficio que la empresa obtiene con su estructura financiera, y es también una medida de inversión que está condicionada por la forma que tenga la empresa de financiar sus activos.

La rentabilidad financiera de la empresa depende asimismo de la rentabilidad económica, del coste y del nivel de endeudamiento y de la imposición efectiva media. Por cada peseta de deuda que la empresa emplea para financiar sus actividades obtiene un beneficio igual a la rentabilidad económica; de esa rentabilidad se detrae el coste de la deuda y se obtiene la renta neta del accionista, positiva o negativa, por peseta de deuda. La rentabilidad final del accionista, beneficio por peseta invertida, será igual a la rentabilidad económica que obtiene de cada peseta de fondos propios que utiliza para financiar sus activos, más la renta

netamente que le produce la parte de activo que financia con deuda, dividida por el total de fondos propios.

$$R_f = \text{BDIAT}/\text{FP} = Re + (Re - i) L \quad (5.2)$$

donde

- Re es la rentabilidad económica;
- BDIAT es el beneficio después de intereses y antes de impuestos;
- L recoge el endeudamiento, igual a la relación deuda con coste entre fondos propios;
- i recoge el tipo de interés medio por la deuda que tiene contraída la empresa, calculada a través de la ratio gastos financieros sobre deuda con coste.

El cuadro 5.8 muestra los valores de las variables que han de explicar las diferencias entre rentabilidades financieras de la empresa familiar *versus* la no familiar. De la información obtenida en el cuadro, resulta interesante destacar la renta negativa que obtiene el accionista de la parte del activo que es financiada con deuda. Este hecho se produce en ambos colectivos desde el año 1990 hasta el 1996 para la empresa familiar y desde el año 1990 hasta el 1994 para la empresa no familiar. La información también revela que es en los años 1992 y 1993 donde el efecto de apalancamiento negativo es realmente importante, debido a que las tasas de interés que pagan por la deuda ambos colectivos son el doble de la rentabilidad que las empresas obtienen con la inversión de esa deuda en activos. Esta diferencia negativa repercute en la rentabilidad directa de los fondos propios, dando lugar a que la rentabilidad financiera antes de impuestos sea inferior a la rentabilidad económica. En cualquier caso, el análisis del efecto de apalancamiento debe tomarse con cautela, pues estamos comparando costes nominales de la deuda con una rentabilidad de los activos valorados a precios de adquisición de varios años. Para extraer conclusiones correctas sería necesario ajustar por efectos de la inflación la valoración de activos y pasivos.

Cuando comparamos la empresa familiar con la no familiar, la información que se desprende del cuadro 5.8 revela que la renta-

CUADRO 5.8: Evolución de la rentabilidad financiera de la empresa familiar y no familiar

Rentabilidad financiera	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
<i>Empresas familiares</i>								
Rentabilidad económica, Re	11,4	8,9	4,4	4,4	8,4	8,8	5,1	9,0
Tasa de interés, i	11,8	11,8	12,2	12,8	10,4	10,1	7,8	6,7
$R - i$	-0,4	-2,9	-7,8	-8,4	-2,0	-1,3	-2,7	2,3
Nivel de endeudamiento	43,8	48,3	55,3	52,3	46,7	51,2	44,4	43,9
Rentabilidad financiera	11,2	7,5	0,0	-0,1	7,1	8,1	3,9	10,0
<i>Empresas no familiares</i>								
Rentabilidad económica, Re	9,8	9,0	5,3	4,4	7,9	8,8	7,6	8,6
Tasa de interés, i	10,4	9,6	9,8	10,2	8,4	8,1	6,7	6,4
$R - i$	-0,6	-0,6	-4,5	-5,8	-0,5	0,7	0,9	2,2
Nivel de endeudamiento	65,4	61,6	72,0	75,1	65,9	63,3	50,0	47,0
Rentabilidad financiera	9,4	8,6	2,1	0,0	7,6	9,2	8,1	9,6
<i>Diferencias</i>								
Rentabilidad económica, Re	1,6	-0,1	-0,9	0,0	0,5	0,0	-2,5	0,4
Tasa de interés, i	1,4	2,2	2,4	2,6	2,0	2,0	1,1	0,3
$R - i$	0,2	-2,3	-3,3	-2,6	-1,5	-2,0	-3,6	0,1
Nivel de endeudamiento	-21,6	-13,3	-16,7	-22,8	-19,2	-12,1	-5,6	-3,1
Rentabilidad financiera	1,8	-1,1	-2,1	-0,1	-0,5	-1,1	-4,2	0,4

Fuente: Elaboración propia.

bilidad neta que saca el accionista de la empresa familiar con la inversión financiada con deuda es considerablemente inferior a la correspondiente a la empresa no familiar, fundamentalmente debido a la mayor tasa de interés que paga por unidad monetaria de deuda. No obstante, este efecto tan negativo queda aminorado de forma importante por el menor nivel de endeudamiento de la empresa familiar. Este hecho nos permite explicar la práctica inexistencia de diferencias importantes entre ambos colectivos en términos de rentabilidad financiera.

5.4. Decisiones operativas, de inversión y financieras

El objetivo del presente epígrafe es analizar si el colectivo de empresas familiares, descrito en el apartado anterior, presenta diferencias estadísticamente significativas en sus decisiones operativas, de inversión y financiación en el periodo 1990-1997, comparadas con las empresas no familiares.

La información necesaria para las comparaciones se extrae de nuevo del registro la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que dispone de datos individualizados por año de la cuenta de resultados y balance de situación de las empresas que cotizan en bolsa. En promedio, y condicionado por la información disponible, se comparan 39 empresas familiares y 93 no familiares, que coinciden esencialmente con las que se agregaron para el análisis anterior a partir de cifras consolidadas.

Los cuadros 5.9 y 5.10 recogen información sobre las decisiones operativas, de inversión y financieras de ambos colectivos de empresas. Las decisiones operativas que se analizan son el grado de integración vertical, medido a través de la relación *valor añadido sobre ventas*, y el grado de intensidad del trabajo, medido a través de las relaciones *gastos de personal sobre stock de capital productivo* y *gastos de personal sobre ventas*³⁸.

El análisis de las decisiones de inversión se realiza a partir de las ratios de estructura del activo del balance³⁹, es decir, a partir de la normalización de las distintas partidas que componen el activo del balance con respecto al total activo neto.

Por último, el estudio de las decisiones financieras se realiza a partir de las ratios de estructura del pasivo y de estructura de la deuda, junto con el análisis del equilibrio financiero de la empresa y el coste medio que paga por la deuda.

Las cuatro primeras columnas de los cuadros 5.9 y 5.10 muestran los valores medios y las medianas de cada variable, referidos a los colectivos de empresas familiares y no familiares, para todo

³⁸ Se utiliza como medida del recurso trabajo los gastos de personal en lugar del número de empleados porque se supone que el salario pagado es similar en las empresas familiares que en las no familiares.

³⁹ El balance se presenta utilizando la misma metodología que la Central de Balances del Banco de España.

CUADRO 5.9: Decisiones operativas: empresas familiares versus empresas no familiares (1990-1997)

Decisiones operativas	Familiar		No familiar		t-Student
	Media	Mediana	Media	Mediana	
Valor añadido/ventas	0,431	0,421	0,425	0,340	1,97*
Gtos. personal/activo no financiero	0,306	0,212	0,319	0,207	-0,20
Gastos de personal/ventas	0,318	0,226	0,224	0,181	3,11*
<i>Tamaño (millones de pesetas)</i>					
Ventas	7.658,6	4.369	55.235,0	18,118	-6,96**
Total activo neto	9.562,1	5.260	49.099,6	23.340	-7,13**
Valor añadido	2.798,6	1.361	13.665,8	5.745	-7,73**

Nota: los coeficientes estimados correspondientes a las *dummies* sector y tiempo no se incluyen en el cuadro.

* Indica que la hipótesis nula se rechaza a un nivel de significación igual o inferior al 5%.

** Indica que la hipótesis nula se rechaza a un nivel de significación igual o inferior al 1%.

el periodo de estudio. Dado que dichos valores, y las diferencias observadas entre ellos, vienen afectados por la consideración conjunta de ocho años, así como por el diferente peso que cada uno de los sectores tiene en ambos colectivos, las diferencias de medias entre el colectivo de empresas familiares y el colectivo de no familiares se contrastan controlando por efectos sector y tiempo. Para ello se propone el siguiente modelo de análisis de regresión:

$$\text{Variable dependiente} = \alpha_0 + \alpha_1 FA + \beta_i D_{t_i} + \delta_j DS_j$$

$$i = 1 \dots 7 \text{ años}; j = 1 \dots 9 \text{ sectores}$$

donde la variable dependiente es la variable correspondiente sobre la que se desea detectar si existen diferencias en su valor medio entre los colectivos de empresas analizadas, y las variables explicativas son: una variable *dummy* *FA* de valor 1 si la empresa es familiar y 0 cuando no lo es; variables *dummies* temporales D_{t_i} que recogen el año al que corresponden los datos; y variables *dummies* sectoriales, DS_j , que recogen el sector al que pertenecen las actividades que realizan las empresas. La última columna del cuadro muestra el valor del estadístico *t* de Student correspondiente al

coeficiente α_1 de la variable *dummy* familiar *FA*. Un valor significativo y positivo (negativo) del mismo indica que el valor medio de la variable es mayor (menor) para la empresa familiar que para la no familiar.

Con respecto a las decisiones operativas, la comparación entre ambos colectivos, cuadro 5.9, pone de manifiesto que la empresa familiar tiene una mayor proporción de valor añadido sobre ventas, lo que sugiere que este tipo de empresas alcanza un mayor grado de integración vertical, es decir, la empresa familiar realiza más actividades, relacionadas con la cadena vertical, internamente, y compra menos *inputs* intermedios en el mercado que la empresa no familiar⁴⁰. Una consecuencia de esta situación puede ser un mayor riesgo operativo, por variabilidad de los beneficios antes de gastos financieros e impuestos ante variaciones en las ventas, para la empresa familiar en comparación con la no familiar. Si además tenemos en cuenta que los propietarios de la empresa familiar tienen en general menor diversificación de su patrimonio personal, porque gran parte del mismo está colocado en la empresa, el alto riesgo operativo puede verse amplificado por esta menor diversificación patrimonial. La exposición final al riesgo de los propietarios de las empresas familiares puede ser, por este motivo, muy elevada.

Desde una perspectiva de preocupación por acotar riesgos a los que queda expuesto el patrimonio familiar, el resultado anterior podría reflejar una postura poco racional de la empresa familiar en la toma de decisiones operativas, al seleccionar una diversificación hacia productos relacionados verticalmente, en lugar de dirigirse hacia la diversificación no relacionada. Sin embargo, desde una perspectiva económica, donde el grado de integración vertical vendría determinado por la minimización de los costes de producción y transacción, el mayor grado de integración vertical de la empresa familiar podría quedar justificado. En primer lugar, el hecho

⁴⁰ El trabajo de Claver, Molina y Quer (2000) realiza una comparación de las estrategias corporativas entre los colectivos de empresas familiares y no familiares pertenecientes al sector de la construcción, obteniendo como resultado que el porcentaje de empresas familiares que venden sus viviendas a través de personal de la casa y el porcentaje de empresas familiares cuyos proyectos son desarrollados por personal interno son superiores a los correspondientes al colectivo de empresas no familiares.

de que uno de los objetivos fundamentales de la empresa familiar, además de garantizar la continuidad de la misma, es preservar los límites de propiedad que garantizan el control y la ocupación de los puestos directivos de la empresa, dentro de ciertos grados de parentesco, permite reducir los costes de agencia en la alineación de intereses personales y colectivos, por la doble motivación económica (al ser los principales propietarios de la empresa) y social (al pertenecer al mismo grupo familiar). En segundo lugar, es muy probable que los propietarios familiares dispongan de mayores competencias que otros propietarios, sobre la industria y el sector al que pertenece la empresa, acumuladas a través de la experiencia y transmisión de conocimiento tácito entre miembros del grupo familiar durante muchos años. Todo lo comentado en este párrafo podría justificar el mayor grado de integración vertical de la empresa familiar, puesto que éste le permite explotar su ventaja comparativa en la motivación, control y experiencia del recurso trabajo, por lo que la empresa familiar puede estar dispuesta a asumir más riesgos económicos que la empresa no familiar a cambio de sacar partido a esta ventaja comparativa⁴¹. Entre los trabajos que resaltan las ventajas de los recursos humanos (gestión) de la empresa familiar se encuentran: Tagiuri y Davis (1996), Daily y Dollinger (1993), Goffee y Scase (1985), Hall (1988), Poza, Alfred y Maheshwari (1997) y Pollak (1985).

Adicionalmente, la empresa familiar podría acotar la mayor exposición al riesgo global a través de limitar su dimensión, es decir, adoptando un tamaño inferior al seleccionado por la empresa no familiar que no tiene esta restricción. Efectivamente, el cuadro 5.9 pone de manifiesto la existencia de diferencias significativas en tamaño entre ambos colectivos de empresas. En concreto, el tamaño de la empresa no familiar es significativamente mayor que el de la familiar, independientemente de la medida

⁴¹ Este resultado corrobora el trabajo de Kang (1998), quien señalaba que, mientras la teoría de los costes de transacción identifica las contingencias importantes del mercado que conducen a la economía de la integración vertical, la estructura de propiedad o de gobierno de la empresa también determina la habilidad de las empresas para dirigir eficazmente este tipo de decisiones operativas mediante la explotación de sus intangibles específicos.

utilizada (valor añadido, ventas o total activo neto) ⁴². Este hecho podría suponer un inconveniente para la empresa familiar en el caso de que la tecnología exhiba rendimientos crecientes a escala, puesto que la menor dimensión de la empresa familiar no le permitiría explotar el efecto de dichas economías.

Con respecto a la relación trabajo sobre *stock* de capital productivo (medido a través de la relación gastos de personal entre activo no financiero), no se aprecian diferencias significativas entre ambos colectivos, indicando una similitud en la distribución de la tecnología entre recursos de capital y trabajo. Sin embargo, y como era de esperar, cuando se analiza la relación de gastos de personal sobre ventas, se observa que la empresa familiar es más intensiva en trabajo (véase Levering y Moskowitz, 1993), como consecuencia del mayor número de actividades realizadas dentro de la misma, al estar más verticalmente integrada que la empresa no familiar.

En relación con las decisiones de inversión, la empresa familiar muestra una distribución del total de recursos que, en media, comprende aproximadamente un 60% del activo fijo y un 40% del activo circulante neto (cuadro 5.10). Con respecto a la distribución de las partidas que componen el inmovilizado total, el cuadro 5.10 revela que la empresa familiar invierte fundamentalmente en inmovilizado material e inmovilizado financiero partidas que representan, respectivamente y en términos medios, aproximadamente el 55 y 39% del total de inmovilizado.

Comparando la estructura económica de la empresa familiar frente a la empresa no familiar, se constata que la inversión en inmovilizado es significativamente mayor en el caso de la empresa no familiar, cuyo valor medio representa aproximadamente el 70% del total activo. Con relación a la composición del inmovilizado también se aprecian diferencias importantes. La empresa no familiar invierte bastante más que la familiar en inmovilizado material (el cual representa aproximadamente el 62% del inmovilizado total) y menos en inmovilizado financiero (alrededor de un 33% del inmovilizado total), si bien en este último caso la diferencia no resulta estadísticamente significativa.

⁴² No se ha utilizado el número de empleados como medida de tamaño por no disponer de esta información.

CUADRO 5.10: Decisiones de inversión y financieras de las empresas familiares versus las no familiares (1990-1997)

	Familiares		No familiares		t-Student
	Media	Mediana	Media	Mediana	
<i>Decisiones de inversión</i>					
Inm. inmaterial/T. activo	0,024	0,001	0,014	0,002	-3,4**
Inmov. material/T. activo	0,311	0,295	0,430	0,354	-6,8*
Inmov. financiero/T. activo	0,227	0,133	0,234	0,153	-0,77
Otros/T. activo	0,012	0,002	0,014	0,003	-1,3
Total inmov./T. activo	0,576	0,602	0,693	0,700	-7,2**
Activo circulante/T. activo	0,638	0,591	0,735	0,552	-1,93*
Deuda sin coste/T. activo	0,214	0,160	0,428	0,172	-5,2**
Act. circulante neto/T. activo	0,424	0,398	0,307	0,299	7,2**
<i>Decisiones financieras</i>					
Fondos propios/T. pasivo	0,693	0,724	0,620	0,641	4,9**
Deuda largo plazo/T. pasivo	0,137	0,087	0,207	0,165	-5,8**
Deuda corto plazo/T. pasivo	0,170	0,126	0,173	0,124	-1,0
Fondos permanentes/T. pasivo	2,688	1,445	1,524	1,153	4,7**
Deuda largo plazo/T. deuda	0,466	0,428	0,546	0,575	-3,4**
Deuda corto plazo/T. deuda	0,534	0,572	0,454	0,425	3,4**
Gastos financieros/T. deuda	0,188	0,124	0,210	0,102	-0,5

Nota: Los coeficientes estimados correspondientes a las *dummies* sector y tiempo no se incluyen en el cuadro.

* Indica que la hipótesis nula de igualdad de medias se rechaza a un nivel de significación igual o inferior al 10%.

** Indica que la hipótesis nula de igualdad de medias se rechaza a un nivel de significación igual o inferior al 1%.

En relación con el inmovilizado inmaterial, aunque ambos colectivos de empresas invierten muy poco, el porcentaje medio de inversión en investigación y desarrollo (I + D) y patentes es significativamente superior en el caso de la empresa familiar, el cual representa el 2,4% sobre el total de activo neto, frente al 1,3% en la empresa no familiar ⁴³. Este resultado podría justificarse apelando al alto espíritu emprendedor e innovador con el que se

⁴³ Camisón (2000) y Martínez *et al.* (2000), utilizando la metodología del cuestionario y una muestra de empresas valencianas y andaluzas, respectivamente, encuentran que la empresa familiar es más innovadora que la empresa no familiar.

asocia la empresa familiar (Neubauer y Lank, 1999: 44). El empresario familiar persigue, por un lado, la continuidad de la empresa, por lo que prima los beneficios a largo plazo frente a la rentabilidad a corto plazo, lo que favorece las inversiones en actividades innovadoras con largos periodos de maduración. Por otro lado, y desde una perspectiva estratégica, cuando existen economías de escala en la tecnología, la empresa familiar, con el objeto de compensar su desventaja en costes, resultado de su menor dimensión, elige como forma de competir en el mercado la diferenciación del producto, a través de su ya conocida preocupación por la calidad de sus productos y/o servicios (Ward, 1988 y Poza, 1995), lo cual le permite otorgar un mayor beneficio percibido al consumidor y mantener el buen nombre de la familia (Lyman, 1991; Brokaw, 1992; y Aronoff y Ward, 1995); esta forma de competir en el mercado conduce a una mayor necesidad de inversión en intangibles ⁴⁴.

Por último, la empresa familiar cuenta con una mayor proporción de activo circulante, neto de deuda sin coste, sobre el total activo, que la empresa no familiar. Una parte importante de este resultado viene explicado por la menor financiación del circulante suministrada por los acreedores comerciales a la empresa familiar; resultado lógico, puesto que, como ya se ha comentado, la empresa familiar compra menos *inputs* al mercado que la empresa no familiar.

Analizando la estructura del pasivo del balance, puede observarse, a partir del cuadro 5.10, que tanto la empresa familiar como la empresa no familiar presentan una estructura financiera en la que la proporción de financiación permanente (deuda a medio y largo plazo más fondos propios) garantiza la consecución del equilibrio financiero, puesto que los capitales a largo plazo son más que suficientes para financiar los activos inmovilizados, siendo el valor medio de la relación *fondos permanentes/activo inmovilizado* significativamente mayor para el colectivo de empresas

⁴⁴ El competir en el mercado buscando la diferenciación vertical del producto también justifica su mayor grado de integración vertical, puesto que, al controlar varias fases del proceso, se está garantizando un mayor nivel de calidad en el producto final.

familiares (2,7, frente a 1,5 para el caso de las empresas no familiares). Además, el mayor excedente de capitales a largo plazo sobre el activo inmovilizado, llamado fondo de maniobra ⁴⁵, constituye un mayor margen de seguridad para la empresa familiar, que viene a reforzar este equilibrio, puesto que dicho excedente de capitales permanentes puede ser utilizado para financiar las necesidades de capital circulante ⁴⁶.

En cuanto a la distribución del pasivo entre fondos propios y fondos ajenos, se observa que ambos colectivos de empresas financian sus inversiones fundamentalmente con fondos propios. Sin embargo, los fondos propios de la empresa no familiar son inferiores, en media, a su activo inmovilizado, financiándose una parte con fondos ajenos a largo plazo, a diferencia de lo observado para la empresa familiar.

Por otro lado, el cuadro 5.10 revela que la empresa familiar posee una proporción significativamente menor de fondos ajenos a largo plazo y una proporción significativamente mayor de fondos propios que la empresa no familiar ⁴⁷, no observándose diferencias estadísticamente significativas en cuanto a la proporción de deuda a corto plazo con coste. Este resultado viene a confirmar la posición particular de la empresa familiar frente a la financiación a través de deuda, la cual radica tanto en su particular estructura de propiedad como en la estrategia de inversiones que hemos analizado. Por el lado de la demanda, los accionistas propietarios que deciden el nivel de endeudamiento quieren evi-

⁴⁵ Se denomina fondo de rotación o de maniobra al exceso de capitales permanentes sobre el activo fijo, y viene a ser una especie de fondo de solvencia o *stock* financiero que permite hacer frente a los eventuales desfases entre la corriente de cobros y la corriente de pagos generados en el ciclo de explotación.

⁴⁶ Los activos circulantes que participan en el ciclo de explotación constituyen una inmovilización de capitales cuyo importe queda disminuido por el crédito obtenido de los proveedores, principalmente durante la fase de aprovisionamiento. La diferencia entre los activos circulantes (existencias, clientes y activos monetarios) y el crédito de los proveedores constituye una necesidad de financiación cuya característica principal es la de ser inestable, a causa de las fluctuaciones que afectan al desarrollo del ciclo de explotación. Cuando la financiación de esta necesidad puede realizarse a través de capitales estables se garantiza el equilibrio financiero, y esto sucede cuando los capitales a largo plazo son superiores al activo inmovilizado.

⁴⁷ Dreux (1990) y Gallo y Vilaseca (1996) también encuentran que las empresas familiares están menos endeudadas.

tar una excesiva exposición al riesgo⁴⁸, y ello puede inducirles a establecer bajos endeudamientos, con el fin de limitar por ese camino la importancia relativa de los costes fijos. Además, la alta concentración accionarial y la condición de accionistas activos⁴⁹ evitan problemas de información asimétrica entre accionistas y directivos, para cuya resolución se recomienda un mayor endeudamiento (por ejemplo, con el fin de restringir los *cash-flows* libres, Jensen, 1986). Por el lado de la oferta, y atendiendo a los resultados del análisis de las decisiones de inversión, la empresa familiar puede obtener alguna desventaja relativa en comparación con la empresa no familiar como resultado de su gestión económica, la cual supone un mayor riesgo operativo, como consecuencia de su mayor grado de integración vertical y de su mayor preferencia por activos intangibles⁵⁰.

Con relación a la distribución de la deuda con coste, el cuadro 5.10 revela que la empresa familiar contrata una mayor proporción de deuda a corto plazo y menor a largo plazo que la empresa no familiar; resultado explicado, previsiblemente, por la necesidad de financiar una mayor proporción de inversión en activo circulante neto que la empresa no familiar. El cuadro 5.10 también revela que la diferencia en la estructura de la deuda con coste entre ambos colectivos de empresas no provoca diferencia alguna en la tasa de interés de remuneración de la deuda.

5.5. Comparación de resultados

Interesa conocer ahora si las empresas familiares y no familiares muestran o no diferencias en sus resultados económicos y finan-

⁴⁸ El endeudamiento altera la estructura de costes de la empresa, aumentando relativamente la proporción de costes fijos y con ello la variabilidad (riesgo) de los beneficios después de gastos financieros. Los fondos propios de una empresa endeudada están expuestos a un riesgo mayor que si la empresa no tiene deuda en su balance. Todo lo comentado explica que la demanda de deuda de la empresa familiar sea limitada.

⁴⁹ Los propietarios familiares ocupan puestos importantes en la gestión de la empresa.

⁵⁰ No obstante, para afirmar esto sería necesario hacer un análisis adicional sobre la estrategia de diversificación en conglomerado de la empresa familiar *versus* la empresa no familiar, análisis no realizado en el presente estudio.

cieros, consecuencia de las restricciones institucionales bajo las que se desenvuelven, de la calidad con la que se gestionan sus recursos o de la diferente composición de los mismos. El objetivo final es responder a la pregunta de si la propiedad familiar de la empresa implica o no diferencias de eficiencia con respecto a la que alcanzan las empresas no familiares.

El indicador más usual de la calidad de gestión de una empresa es la rentabilidad del capital invertido, es decir, la relación entre los beneficios generados y los recursos invertidos para generarlos. Dentro de la rentabilidad se distingue también entre rentabilidad económica, beneficios antes de descontar gastos financieros e impuestos sobre el activo total, y rentabilidad financiera, beneficio después de gastos financieros e impuestos sobre fondos propios. La relación entre ambas se expresa en función de la estructura financiera y de la relación entre rentabilidad del activo y coste medio de la deuda.

Las diferencias de rentabilidad económica entre unas empresas y otras pueden obedecer a diferencias en su eficiencia en la transformación de recursos en productos, diferencias en el aprovechamiento de las economías de escala, cuando existen, y diferencias en el poder de mercado, es decir, diferencias en la capacidad para fijar y mantener precios por encima de los costes; véase Galve y Salas (1993, 1996*a*) y capítulo 2 de este libro. Parte del poder de mercado puede ser consecuencia, a su vez, de un mayor tamaño de la empresa. En el epígrafe anterior se ha comprobado que la dimensión media de la empresa familiar es menor que la de la no familiar y, por lo tanto, inferir diferencias entre la eficiencia productiva de empresas familiares y no familiares a partir de la comparación de sus respectivas rentabilidades económicas puede resultar engañoso. La exposición posterior tendrá en cuenta esta posibilidad, y en ella se compara la eficiencia de empresas familiares y no familiares, corrigiendo por las posibles distorsiones inducidas por las diferencias de tamaño en la comparación de las respectivas rentabilidades.

Según la información presentada en el cuadro 5.11 las empresas familiares y no familiares muestran niveles medios de rentabilidad similares en la población y el periodo de tiempo estudiados. La conclusión es la misma si se comparan rentabilidades económicas o se comparan rentabilidades financieras (las diferencias

CUADRO 5.11: Resultados de las empresas familiares versus no familiares (1990-1997)

Eficiencia	Familiares		No familiares		t-Student
	Media	Mediana	Media	Mediana	
<i>Rentabilidad económica</i>					
Benef. no financiero/ act. no financiero	0,122	0,111	0,112	0,108	0,490
Benef. no financiero/ total activo	0,077	0,082	0,078	0,080	0,190
<i>Rentabilidad financiera</i>					
Benef. neto/fondos propios	0,120	0,059	0,010	0,050	0,760
<i>Eficiencia asignativa</i>					
Efecto del tamaño sobre la rentabilidad económica **	0,06		0,05		2,88*

Nota: Los coeficientes estimados correspondientes a las *dummies* sector y tiempo no se incluyen en el cuadro.

* Indica que la hipótesis nula de igualdad de medias se rechaza a un nivel de significación igual o inferior al 1%.

** Véase nota 51 a pie de página.

en el endeudamiento no se trasladan a diferencias en la rentabilidad financiera). Como ya se ha dicho, la comparación directa entre rentabilidades no permite separar los efectos de diferencias en la eficiencia con que se asignan los recursos y diferencias en las economías de escala y/o poder de mercado asociadas con tamaños desiguales.

En el capítulo 2 se demuestra que las diferencias en la eficiencia asignativa de las empresas familiares, si existen, quedarán reflejadas en un efecto positivo, y superior al de las no familiares, de las variaciones en el tamaño de la empresa sobre la rentabilidad económica. En el cuadro 5.11 se presenta el resultado de estimar la variación de la rentabilidad a variaciones en el tamaño de la empresa (medido a través de su valor añadido) para los dos colectivos, familiares y no familiares, así como el contraste de diferencias entre ambos ⁵¹. La conclusión a que nos lleva esta eviden-

⁵¹ Para realizar este contraste se estima el modelo: $R_{it} = b_0 + b_{1i} D_i + b_{2j} S_j + b_3 Ln (\text{Tamaño})_{it} + b_4 FA \ln (\text{tamaño})_{it} + u_{it}$, donde D_i y S_j tienen el mismo significado que en el

cia es que la empresa familiar muestra una eficiencia asignativa superior a la empresa no familiar, si bien su menor dimensión le impide aprovechar todas las ventajas del tamaño (economías de escala, poder de mercado), de manera que al final unos efectos se compensan con otros y las diferencias en rentabilidad desaparecen.

5.6. Conclusiones

Este capítulo analiza la evolución comparada de las empresas familiares y no familiares que cotizan en la bolsa española a lo largo del periodo 1990-1997. Durante estos años la economía española transcurre desde el final de un ciclo expansivo a comienzo del periodo a una fase de recuperación y crecimiento sostenido al final, dejando en los años centrales una profunda crisis de actividad que destruye cientos de miles de puestos de trabajo y cambia profundamente la estructura productiva de muchos sectores de actividad. Además de evaluar cómo responde la empresa familiar española a estas turbulencias de su entorno, el trabajo establece comparaciones entre empresas familiares y no familiares en tres ámbitos importantes de la actividad empresarial: las decisiones operativas, las decisiones de inversión y financiación y los resultados económicos y financieros.

Durante el periodo 1990-1997, 18 empresas que, según su estructura accionarial, pertenecen al colectivo de empresas familiares en 1990, desaparecen del mismo. Esto significa que casi un tercio, el 31%, de las empresas familiares que cotizan en bolsa en 1990, siete años más tarde o han dejado de ser familiares o han dejado de cotizar en bolsa. A lo largo de los ocho años, 10 nuevas empresas familiares deciden salir a bolsa, con lo cual la pérdida neta en el número de empresas familiares que cotizan en la bolsa española es evidente.

resto de la obra y u_i es una perturbación aleatoria. Un valor b_1 positivo y estadísticamente significativo indica que la empresa familiar es más eficiente que la no familiar. En el cuadro 5.11 se muestran los valores estimados de b_3 , $b_3 + b_4$ y el estadístico t de Student correspondiente a b_1 .

Las empresas familiares que permanecen a lo largo del periodo amplían su estructura de propiedad para dar cabida a nuevos grupos accionariales, principalmente otras empresas nacionales y extranjeras. La crisis que afecta a la economía española, la progresiva liberalización y globalización de los mercados, con la consecuente intensificación de la competencia, es de esperar que hayan obligado a las empresas familiares a buscar recursos y capacidades complementarios y a reforzar así su fortaleza competitiva. En contrapartida, la gran empresa familiar española afronta el reto de saber hacer compatibles los objetivos y visiones del negocio, por parte del grupo familiar de control, con los objetivos y valores de los nuevos accionistas.

Comparando con las no familiares, las empresas familiares que cotizan en bolsa se muestran más integradas verticalmente y usan con mayor intensidad el recurso trabajo. La evidencia podría ser consistente con la ventaja comparativa que se les atribuye a las empresas familiares para gestionar el recurso trabajo, así como con los límites al crecimiento de la inversión que soportan las empresas familiares cuando deben hacer compatible el deseo de mantener el control de la empresa dentro del núcleo de parentesco y no exponer excesivamente al riesgo el patrimonio familiar. Consecuencias derivadas de todo ello son también un menor tamaño de las empresas familiares frente a las no familiares y una menor proporción de inmovilizado material sobre el activo total.

La proporción de deuda sobre el total de pasivo es inferior en las empresas familiares que en las no familiares. Teniendo en cuenta que es de esperar que la mayor integración vertical de las empresas familiares derive en un mayor riesgo operativo para estas empresas (debido a que más integración supone en general más costes fijos), el menor endeudamiento financiero supone un menor riesgo financiero pero no llega a compensar el mayor riesgo operativo, de manera que el margen financiero de la empresa familiar es más sensible a la evolución del ciclo económico que en el caso de la no familiar. El coste medio de la deuda no muestra diferencias significativas entre los dos colectivos de empresas, algo lógico si tenemos en cuenta que estamos siempre en presencia de empresas grandes y que cotizan en los mercados bursátiles.

La comparación de resultados entre empresas familiares y no familiares no detecta diferencias significativas entre los dos colectivos cuando dichos resultados se miden en términos de rentabilidad económica o financiera. Un análisis más pormenorizado de los factores que explican la rentabilidad de una empresa (eficiencia en la asignación de recursos, aprovechamiento de las economías de escala o poder de mercado) permite comprobar que las empresas familiares consiguen mejores resultados que las no familiares cuando los resultados se refieren a la eficiencia asignativa o productividad total de los factores. En cambio, la menor dimensión de las empresas familiares les impide aprovechar a un mismo nivel que las no familiares posibles economías de escala y/o poder para sostener precios por encima de los costes. Todo apunta, pues, a que las empresas familiares españolas tienen una oportunidad latente de crear riqueza adicional para sus accionistas si encuentran fórmulas que les permitan crecer sin perder la identidad familiar, y con ello mantener la gestión eficiente de los recursos empleados que ahora las caracteriza.

6. La salida a bolsa de la empresa familiar española en la década de los noventa

6.1. Introducción

La salida a bolsa de una empresa constituye una decisión con implicaciones importantes para su organización y funcionamiento. Para la empresa familiar, salir a bolsa supone abrir su estructura accionarial a colectivos de inversores ajenos a la familia, los cuales pueden ser accionistas activos, cuando poseen una parte significativa de las acciones, o accionistas pasivos y anónimos que compran y venden acciones en respuesta a ajustes en su cartera de inversiones. Este capítulo analiza los beneficios y costes que la literatura especializada atribuye a la decisión de cotizar en el mercado de capitales y aporta evidencias empíricas sobre las empresas familiares españolas que salen a bolsa a lo largo de la década de los noventa.

Durante mucho tiempo, la salida a bolsa de una empresa se ha visto como un paso más en su crecimiento y desarrollo. Cuando una empresa alcanza una cierta dimensión es de esperar que decida cotizar en el mercado de valores. Sin embargo, la evidencia empírica de que muchas empresas de gran dimensión deciden permanecer ajenas a la cotización en bolsa, a la vez que otras empresas jóvenes y relativamente pequeñas colocan una buena parte de sus títulos de propiedad en el mercado, ha avivado el interés por conocer mejor los factores que influyen en la decisión de cotizar (Pagano, Panetta y Zingales, 1998).

Referente a la empresa familiar, su salida a bolsa puede significar la renuncia por parte de la familia a una parte importante del control efectivo de la sociedad, sobre todo si queda en posición minoritaria y los nuevos inversores que compran las acciones que salen a bolsa concentran una parte significativa de la propiedad. Sin embargo, cotizar en bolsa ofrece la oportunidad de mantener el control familiar de la empresa con una participación accionarial

en el capital relativamente pequeña, si las acciones que se venden se reparten en un gran número de inversores, cada uno de los cuales posee sólo una fracción muy pequeña del capital.

Para avanzar en el conocimiento de estas cuestiones fijamos nuestra atención en la salida a bolsa de empresas familiares entre los años 1994 y 1999. Como ya indicamos en el capítulo anterior, sólo 10 empresas familiares españolas salen a bolsa a lo largo de la década, una cifra muy pequeña tanto en términos absolutos como relativos. A través de analizar el cambio en la estructura accionarial y la evolución de sus estados contables (balance y cuenta de resultados) después de salir a cotizar, esperamos averiguar si la empresa preserva el control familiar después de la salida y si cotizar en bolsa supone un cambio significativo en su estructura de activos y pasivos y en sus resultados financieros.

El texto posterior se estructura en dos epígrafes: uno primero teórico, en el que se realiza una revisión a la literatura existente sobre las distintas razones que podrían justificar la salida a bolsa de la empresa en general y de la empresa familiar en particular; y un segundo empírico, donde se aportan evidencias a partir del colectivo de empresas familiares españolas que deciden salir a bolsa en la década de los noventa. Este segundo epígrafe se desarrolla en tres subepígrafes. En primer lugar, se analiza la estructura de propiedad de la empresa varios años después de su salida a bolsa. En segundo lugar, se aborda la identificación de los posibles determinantes que llevan a la empresa familiar española a cotizar en el mercado, a través del estudio de la evolución posterior de sus estructuras económica y financiera. Por último, se analizan las consecuencias de cotizar en bolsa a partir de la evolución de los resultados económicos y financieros. Las conclusiones resumen los resultados principales.

6.2. La empresa familiar y el mercado de capitales

La decisión de salir a bolsa es una de las cuestiones más importantes y menos estudiadas en las finanzas corporativas. Hasta mediados de los años ochenta, la teoría más convencional consideraba la decisión de salir a bolsa como una simple etapa en el proceso de creci-

miento de una organización. No obstante, la evidencia empírica obliga a revisar esta premisa. Pagano, Panetta y Zingales (1998) señalan que, incluso en los mercados de capitales más desarrollados, como los estadounidenses, algunas de las compañías más grandes no cotizan en los mercados bursátiles. En otros países europeos, las compañías que cotizan en bolsa son más la excepción que la regla, siendo algunas de ellas incluso más pequeñas que las que no cotizan. Todas estas diferencias de datos, entre países y entre empresas dentro de un mismo país, reflejan que la salida a bolsa no es una etapa que todas las empresas alcanzan en algún momento de su crecimiento, sino una elección, resultado, previsiblemente, de la confrontación de los beneficios y costes de la decisión.

Por el lado de los costes, hay que considerar: los costes de escritura y registro (Ritter, 1987); el coste de descuento de la emisión, derivado del problema de selección adversa y riesgo moral ⁵² (Ritter, 1987; Leland y Pyle, 1977 y Chemmanur y Fulghieri, 1995 ⁵³); los costes de divulgación de la información y transparencia (Campbell, 1979 y Yosha, 1995); y los problemas de agencia generados por la separación de propiedad y control (Jensen y Meckling, 1976). Por el lado de los beneficios, la salida a bolsa permite: diversificar riesgos (Pagano, 1993); superar las restricciones de captación de fondos financieros ⁵⁴; incrementar el poder de negociación de la empresa con las entidades financieras (Rajan, 1992); obtener una mayor liquidez para las acciones de la empresa; y suministrar un mecanismo de supervisión externo que discipline la labor gerencial (Holmström y Tirole, 1993).

⁵² Ibbotson y Ritter (1995) formulan la hipótesis de que la empresa ofrecerá acciones en el mercado bursátil cuando el beneficio de la diversificación supere a los costes de riesgo moral o selección adversa (derivados de la asimetría en la información entre inversores y los directivos de la empresa) más el coste de emisión; los autores señalan que la salida a bolsa se producirá en una etapa avanzada del ciclo de vida de la empresa.

⁵³ En un trabajo más reciente, Chemmanur y Fulghieri (1999) se centran en el problema de información asimétrica y señalan que, aunque el vender acciones a un grupo de accionistas dispersos es bueno desde el punto de vista de la diversificación, estos accionistas también salen perjudicados en términos de información obtenida relacionada con el valor de la empresa.

⁵⁴ Shleifer y Vishny (1997) enfatizan que la financiación externa es acogida mejor en economías donde existe protección legal que suministre a los financiadores externos confianza de que recuperarán su dinero.

Otra literatura más reciente, sin menospreciar la relevancia de los beneficios y costes que se derivan de la decisión en sí misma, analiza la cotización en el mercado de capitales desde la perspectiva de la estructura de propiedad óptima en el sentido de maximizar la riqueza de los accionistas⁵⁵. En este sentido, Zingales (1995) coloca la decisión de cotizar en bolsa en un proceso donde el propietario inicial desea llegar a un punto final en el que vende todos los derechos de propiedad que posee a otro accionista de control. Saliendo a bolsa y repartiendo una parte del capital entre accionistas anónimos y dispersos se capturan las ganancias derivadas de dar liquidez a los títulos de la empresa. En una etapa posterior se capturan los beneficios privados del control, bien ejerciendo ese control directamente, bien vendiendo los derechos a un tercero.

Por otra parte, Pagano y Röell (1998) demuestran que la estructura de propiedad óptima para una empresa que depende de fondos externos para financiar su crecimiento implica un cierto grado de dispersión accionarial. El propietario inicial puede conseguir el grado de dispersión del accionariado óptimo mediante la salida de la empresa a bolsa, lo que implicará incurrir en costes (de escritura y registro, de descuento de emisión, de divulgación de la información y los costes derivados de la pérdida de control sobre la identidad de los accionistas anónimos); a cambio, tendría mayor poder para ejercer los derechos de control. Alternativamente, el propietario inicial puede conseguir los fondos financieros sin necesidad de que la empresa cotice en el mercado de valores, mediante la búsqueda informal de inversores externos interesados que compren las acciones de forma privada. Sin embargo, esta última opción no permite encontrar más que un número pequeño de grandes inversores, quienes ejercerán un elevado grado de supervisión sobre el propietario. Por lo tanto, el propietario inicial de la compañía, a la hora de tomar la decisión, se enfrenta a una alternativa que implica costes de cotizar en el mercado y un mayor beneficio privado de control, y otra alternativa que elimina los costes de cotizar pero reduce su discrecionalidad. Los autores de-

⁵⁵ Demsetz y Lehn (1985), Leech y Leahy (1991), Prowse (1992) y Galve y Salas (1994) analizan las causas y consecuencias de la concentración de la propiedad en las sociedades anónimas.

muestran que los incentivos a salir a bolsa son mayores a medida que aumenta la cantidad de fondos financieros requeridos.

En el caso particular de la empresa familiar, el factor control corporativo es uno de los más importantes a tener en cuenta en el estudio de la salida a bolsa de este colectivo de empresas, puesto que el objetivo principal de la empresa familiar es garantizar su supervivencia bajo la gestión y control del grupo familiar. El mantenimiento de la propiedad y del control en manos del grupo familiar plantea restricciones financieras importantes, sobre todo cuando el patrimonio familiar ya está comprometido en la empresa. Una solución al problema de captación de fondos financieros sería la salida a bolsa.

Sin embargo, la decisión de salir a bolsa supondrá a la empresa familiar entrar en un entorno muy distinto al precedente: un entorno con mayores exigencias informativas, con facilidad de entrada y salida del capital, con un sistema permanente de valoración de la empresa, con grandes posibilidades de captación de recursos financieros y con la exposición al llamado mercado de control societario. Representa, pues, un cambio radical, que no tiene nada que ver con la sociedad cerrada que había sido hasta entonces.

Con la presente obra se persigue analizar cuáles son los motivos clave que inducen a la empresa familiar española a tomar la decisión de salir a cotizar a bolsa, tratando de dar respuesta a cuestiones generales que se han planteado desde el estudio de la empresa familiar: 1) ¿Deciden los propietarios iniciales del negocio salir a bolsa para materializar el fruto de su inversión y el esfuerzo inicial? Neubauer y Lank (1999) señalan que en los países anglófonos, y en especial en Estados Unidos, una actitud bastante habitual por parte de los inversores es crear una empresa fuerte y colocarla en el mercado bursátil en el momento más adecuado, para conseguir un precio interesante que les permita vivir cómodamente en lo sucesivo o incluso lanzarse a nuevas empresas (hipótesis de desinversión) ⁵⁶.

⁵⁶ Rydqvist y Högholm (1995) corroboran este resultado en su trabajo empírico realizado para un colectivo de empresas familiares suecas. Por su parte, Bhattacharya y Ravikumar (2001) analizan, utilizando un modelo dinámico, cómo afectan las im-

2) ¿Es la salida a bolsa una alternativa a la transmisión de la empresa a la familia? Guinjoan y Llauredó (2000) señalan que entre los motivos que podrían justificar esta decisión estarían: la necesidad de un plan de inversión que exija una gran capitalización de la empresa para ser competitiva; la existencia de un elevado riesgo financiero como consecuencia del elevado nivel de endeudamiento de la empresa; el empresario necesita liquidez para retirarse y los hijos no desean la empresa sino el dinero; la existencia de conflictos de intereses entre los posibles sucesores potenciales; etc. Ante estos casos, el empresario tendrá que buscar soluciones desde una perspectiva racional, siendo una posible solución la venta de la empresa a través de la colocación en el mercado de capitales de la totalidad o una parte de las acciones.

3) ¿Se utiliza la salida a bolsa como alternativa que permite mantener el control a la familia, al tiempo que le permite financiar el crecimiento actual y futuro que la empresa no puede financiar internamente? La necesidad de liquidez en las empresas familiares puede deberse a las necesidades de liquidez de la empresa, en sentido estricto, o a las necesidades de liquidez de los accionistas familiares. La forma de satisfacer la necesidad de liquidez de los accionistas consiste en colocar una parte de las acciones existentes en el mercado, y la forma de satisfacer la necesidad de liquidez de la empresa consiste en emitir más acciones y ampliar el capital de la sociedad. Ambas opciones suelen traer a la empresa familiar personas ajenas, con las consecuencias que lleva aparejadas este hecho. Desde el punto de vista de las consecuencias de la salida a bolsa, la teoría de agencia, y en particular Jensen y Meckling (1976), señalan la mayor divergencia de intereses a medida que aumenta la dispersión de la propiedad. Una oferta pública de venta de acciones por regla general conduce a una mayor dispersión de la propiedad y refleja la dilución de la participación del propietario/directivo en el capital social, que provocará unos mayores costes de agencia y, por lo tanto, unos peores resultados para la empresa tras su salida a bolsa.

perfecciones del mercado de capitales primario a la evolución de la empresa familiar. Su modelo predice que las empresas familiares son más grandes, tienen mayor edad y cuentan con menores ratios de inversión en economías con mercados de capitales primarios menos desarrollados.

Salir a bolsa es una operación complicada que tiene múltiples dimensiones: el precio al que se van a colocar las acciones, el momento de la colocación, la preparación del mercado y demás. Sin embargo, en este trabajo nos ocupamos de cuestiones más generales, limitándonos a tratar de identificar las principales razones que conducen a las empresas familiares españolas a salir a bolsa, en la década de los noventa, a través del análisis comparativo de las características económicas y financieras de las mismas antes de la salida a bolsa con las correspondientes a los ejercicios económicos de salida y posterior al de la salida⁵⁷. Adicionalmente, el trabajo también analiza la estructura de propiedad de estas empresas, en términos de naturaleza de los accionistas principales y grado de concentración de la propiedad, a fecha de 9 de abril de 2000, con el objeto de averiguar si las empresas deciden salir a bolsa bajo la restricción de mantener el control bajo el grupo familiar o, por el contrario, como fórmula para que sus propietarios puedan materializar sus inversiones.

Previo a la exposición de los resultados del estudio llevado a cabo, resulta oportuno hacer una referencia a un estudio previo realizado por Analistas Financieros Internacionales (Bolsa de Madrid, 2000), por encargo de la Bolsa de Madrid, sobre las actitudes de un colectivo de empresas españolas ante el mercado bursátil⁵⁸. La metodología utilizada para la realización del estudio empírico fue la encuesta; un total de 56 empresas, 35 de ellas afiliadas al Instituto de la Empresa Familiar (IEF), respondieron al cuestionario.

Las principales conclusiones del estudio sobre la actitud de la empresa española ante la salida a bolsa son las siguientes: 1) entre los argumentos más importantes a favor de la salida, con una puntuación media (otorgada por las empresas) superior a 3 puntos

⁵⁷ Pagano, Panetta y Zingales (1998) utilizan un método similar, a partir de una base de datos que contiene información contable de una muestra de empresas italianas (no necesariamente familiares), para analizar los determinantes de salir a bolsa. Los autores señalan que estos determinantes pueden ser inferidos de las características *ex-ante* de las compañías antes de salir a bolsa y de las consecuencias *ex-post* de esta decisión sobre la política de inversión y financiera de la empresa.

⁵⁸ Para la realización del estudio, Analistas Financieros Internacionales contactó con el Instituto de la Empresa Familiar, el cual recibió positivamente la iniciativa y apoyó la participación de sus empresas afiliadas en el mencionado estudio de campo.

(de una escala de 1 [nada importante] a 5 [muy importante]), por orden de importancia se encuentran: la facilidad para la sucesión, desinversión e institucionalización de la gestión; el acceso prácticamente ilimitado a la financiación; el prestigio y la publicidad de marca, instrumento de referencia para la gestión basada en la creación de valor; mejora de la percepción de solvencia por parte de los accionistas y otros. Y 2) entre los argumentos más importantes en contra de la salida, con una puntuación superior a 3, sólo se encuentra el riesgo de entrada de accionistas no deseados y de pérdida de control. El trabajo realizado por Analistas Financieros Internacionales también incluye, a modo de resumen, lo que sería el perfil de una empresa que se plantea salir a bolsa en los próximos años. Se trata de una empresa con cierta madurez (antigüedad en torno a los 30 años), un tamaño medio-grande (plantilla de 1.000 empleados, activo de 17.000 millones de pesetas, valor contable de los recursos propios de 7.000 millones de pesetas), una tasa de crecimiento de las ventas entre el 10 y el 20%, accionariado concentrado y estable y, como principal fuente de financiación, la autofinanciación.

El presente capítulo comparte con el anterior el propósito de avanzar en el conocimiento sobre el comportamiento de la empresa española frente a la salida a bolsa. Existen, sin embargo, diferencias destacables. Primero, el análisis se realiza a partir de un colectivo de empresas familiares que decide salir a bolsa en algún momento del periodo 1994-1999, excluyendo las empresas no familiares. Segundo, el análisis se realiza utilizando datos provenientes de la información suministrada por las empresas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, frente a una información cualitativa y potencial suministrada por las encuestas realizadas a empresas que no han decidido todavía salir a bolsa; ello nos permite averiguar algunas de las razones reales que previsiblemente llevan a la empresa familiar a cotizar en bolsa, las cuales quedarán reflejadas en la información suministrada por los estados financieros de las empresas. Tercero, se presenta información sobre la estructura de propiedad de las empresas familiares, en términos de grado de concentración del accionariado y de naturaleza del accionista principal, a principios del año 2000, lo cual nos permite averiguar si la salida a bolsa implica para el grupo familiar la pérdida de control.

6.3. Evidencias a partir de empresas españolas que salen a cotizar en bolsa

Para llevar a cabo el estudio se cuenta con una muestra de empresas familiares españolas que decidieron salir a cotizar a bolsa durante la década de los noventa. La identificación inicial de las empresas se obtiene a través de una lista de empresas publicada en *Actualidad Económica* en 1997 (Molero y Agustín, 1997), en la que se incluye el colectivo de empresas familiares que cumplen las condiciones para salir a bolsa. Tras un seguimiento del colectivo de empresas familiares que cumplen las condiciones para cotizar en bolsa, se comprueba que sólo cinco de ellas lo hacen: Cortefiel, Sol Meliá, Telepizza, Miquel i Costas y Adolfo Domínguez. Adicionalmente, y analizando las publicaciones de estadísticas sobre ofertas públicas de venta, nuevas admisiones a bolsa desde diciembre de 1996 hasta diciembre de 1998, se consigue identificar cinco empresas más: Barón de Ley, Bodegas Riojanas, Dogi, Enaco y Funespaña. Esta evidencia refleja que la salida a bolsa es una opción muy poco utilizada por el colectivo de empresas familiares españolas.

El cuadro 6.1 recoge información sobre algunas variables que determinan el perfil de la empresa familiar que decide salir a bolsa: sector al que pertenece, fecha de constitución de la sociedad, fecha de salida a bolsa, edad de la empresa en el momento de salir a bolsa, el porcentaje de capital social que cotiza en los mercados bursátiles y el tamaño de la empresa (medido a través del activo total neto de amortizaciones y de deuda a corto plazo sin coste y a través del volumen de ventas) antes y después de la salida a bolsa. Del mismo se desprende: 1) en relación con el sector de actividad, y atendiendo a la clasificación utilizada por la CNMV, el 40% de las empresas familiares que deciden salir a bolsa pertenecen al sector comercio y otros servicios, un 30% al sector alimentación/bebidas, un 20% a industrias manufactureras, y el 10% al sector papel y artes gráficas ⁵⁹.

⁵⁹ La Comisión Nacional del Mercado de Valores incluye los sectores *Alimentación y bebidas*, *Industrias manufactureras*, y *Papel y artes gráficas* dentro del gran sector *Otras industrias de transformación*, OIT.

CUADRO 6.1: Características de las empresas familiares que salen a bolsa en la década de los noventa

Empresa	Sector	Constituc.	F. salida	Edad	Porcentaje c. social	Total activo neto (millones de pesetas)			Ventas (millones de pesetas)		
						Año -1	Año 0	Crecim. (porcentaje)	Año -1	Año 0	Crecim. (porcentaje)
Cortefiel*	Comer./Servic.	N/D	08/07/94	N/D	100	23.345	18.222	-21,9	28.601	29.168	2,0
Sol Meliá	Comer./Servic.	1986	02/07/96	10	100	8.366	40.105	379,4	6.251	4.973	-20,4
Enaco**	Comer./Servic.	1970	11/12/98	28	100	17.193	16.258	-5,4	48.193	50.732	5,3
Funespaña	Comer./Servic.	1992	11/12/98	6	100	—	4.762	—	—	876	—
Telepizza	O. Ind. Transf.	1988	13/11/96	8	100	3.769	4.626	22,7	8.798	11.840	34,6
Barón de Ley	O. Ind. Transf.	1985	16/07/97	12	100	3.091	3.631	17,5	931	1.105	18,7
Bodeg. Riojanas	O. Ind. Transf.	1890	30/09/97	107	100	2.485	2.663	7,2	1.629	2.029	24,6
Miquel i Costas	O. Ind. Transf.	1929	27/11/96	67	100	6.930	8.945	29,1	10.432	10.796	3,5
A. Domínguez	O. Ind. Transf.	1996	18/03/97	1	100	3.679	5.871	59,6	7.532	9.140	21,3
Dogi	O. Ind. Transf.	1971	21/01/98	27	60	8.359	9.706	16,1	13.762	16.611	20,7

* Cortefiel sale a cotizar a Bolsa el 8/7/94, pero el ejercicio económico que hay que considerar para el momento de su salida es el correspondiente a 1995, puesto que presenta sus estados contables del 28/2 al 28/2.

** Enaco sale a cotizar el 11/12/98, pero el ejercicio económico que hay que considerar para el momento de su salida es el correspondiente a 1999, puesto que presenta sus estados financieros del 31/5 al 31/5.

Fuente: Elaboración propia.

2) Atendiendo a la variable edad de la empresa en el momento de salir a bolsa, se observa una gran heterogeneidad entre las empresas, encontrándose en un extremo la empresa que tras un año desde su constitución decide salir a bolsa (Adolfo Domínguez) y, en el otro extremo, empresas maduras que deciden salir a bolsa a una edad de 67 años (Miquel i Costas) y 107 años (Bodegas Riojanas); encontrándose el resto de las empresas con una edad comprendida entre 6 y 28 años.

3) En relación con el tamaño de la empresa, medido por el activo total neto de amortizaciones y de acreedores comerciales, y con la evolución de éste tras la salida a bolsa, se observa también una gran heterogeneidad entre las empresas, puesto que el volumen de activo total neto, en el ejercicio económico anterior al correspondiente a la salida, oscila entre 2.485 y 23.345 millones de pesetas, mostrándose, a su vez, grandes diferencias entre las empresas en la evolución de su tamaño tras la salida a bolsa (en un extremo tendríamos el caso de Sol Meliá, cuyo activo total neto se incrementa en un 379%, y el de Adolfo Domínguez, con una tasa de crecimiento de su activo neto del 59,6%; en el otro extremo estaría el caso de Cortefiel, cuyo total activo neto decrece en un 21,9% tras la salida a bolsa; encontrándose el resto de las empresas en una situación en la que, tras su salida al mercado bursátil, el volumen de activo neto crece a una tasa que oscila entre el -5,4 y el 29,1%). Y por último, y en relación con la cifra de ventas en el periodo anterior a la salida, los datos revelan que Enaco es la empresa con mayor volumen de ventas, 48.193 millones de pesetas, seguida de Cortefiel, 28.601 millones, contando el resto de las empresas con un volumen de ventas comprendido entre 13.762 y 931 millones de pesetas.

Con relación a la tasa de crecimiento de las ventas tras la salida a bolsa, en el ejercicio económico del evento, ésta no refleja la misma evolución que los activos, siendo especialmente interesante resaltar el caso de Sol Meliá (cuyo volumen de negocio se reduce en un 20,4% frente a un incremento en su total activo neto del 379%), y el caso de Cortefiel (donde la reducción tan importante que se produce en sus activos no im-

plica una reducción en la cifra de ventas, que prácticamente se mantiene) ⁶⁰.

Resumiendo, ante la gran heterogeneidad existente entre las empresas y para cualesquiera de las variables analizadas, resulta imposible determinar un perfil común que recoja los rasgos relevantes de empresas familiares que deciden salir a bolsa. Aunque hay que señalar que, cuando se considera el sector de actividad de la empresa, existe cierta homogeneidad entre las mismas, en cuanto que éstas desarrollan su actividad en el sector *comercio y otros servicios y otras industrias de transformación*.

6.3.1. Análisis de la estructura de propiedad de las empresas después de la salida a bolsa

Con el objeto de analizar si las empresas familiares que deciden salir a bolsa actúan bajo la restricción de seguir manteniendo el control dentro del grupo familiar, se elabora el cuadro 6.2, sobre la naturaleza del accionista y/o accionistas principales y el grado de concentración de la propiedad existente a fecha de abril de 2000. Esta información nos permite conocer quién ejerce el control efectivo sobre la empresa y si la salida a bolsa ha supuesto una dispersión importante del accionariado de la empresa familiar, habida cuenta de que, cuanto mayor sea esa dispersión, más difícil será lograr mayorías suficientes para ejercer el control efectivo sobre la sociedad y sus gerentes. El grado de concentración de la propiedad, S_n , se mide por el porcentaje de acciones en poder de los n accionistas principales, donde n adopta los valores 1, 3, 5, y 7. En el caso particular del índice S1, grado de concentración en manos del accionista principal, éste recoge, para prácticamente la totalidad de las empresas (excepto para Telepizza), el porcentaje de acciones en manos del grupo familiar

⁶⁰ Las diferencias tan importantes, entre las empresas, en relación con el tamaño y tasa de crecimiento de las ventas, vendrían a rechazar la teoría convencional de los años ochenta. Coincidiendo con los resultados obtenidos por Pagano, Panetta y Zingales (1998), la decisión de salir a Bolsa no es una etapa en el proceso de crecimiento que todas las empresas alcanzan en algún momento, sino el resultado de una elección de la empresa.

más importante ⁶¹, pudiéndose dar el caso de que dentro del grupo familiar tengamos dos o más miembros que comparten apellido, controlan un porcentaje importante de acciones y forman parte del consejo de administración de la empresa.

Observando los datos del cuadro 6.2, a principios del año 2000 el grado de concentración del accionariado sigue siendo elevado para el colectivo de empresas familiares analizadas: 1) el accionista principal, coincidente con el grupo familiar más importante, ejerce un control mayoritario en Sol Meliá y Dogi y un control minoritario en el resto de las empresas, excepto en Telepizza, cuyo accionista principal es una entidad financiera extranjera; 2) el porcentaje de participación en la propiedad en manos de los tres accionistas principales es suficiente para ejercer un control al menos mayoritario en el 60% de los casos; y 3) cuando el grado de concentración del accionariado se mide a través del índice S7, los siete accionistas principales son suficientes para ejercer un control absoluto en empresas como Cortefiel, Sol Meliá, Enaco y Funespaña, y un control mayoritario en prácticamente el resto de las empresas de la muestra, excepto en Telepizza, Bodegas Riojanas y Adolfo Domínguez. En estas empresas, siete accionistas principales poseen un porcentaje de participación sobre el capital social inferior al 50%, oscilando entre un 31 y un 42,2%.

Adicionalmente, el cuadro 6.2 recoge información sobre el total de miembros del consejo de administración y el número de miembros familiares que forman parte del consejo. El análisis sobre tamaño e identidad de los miembros del consejo de administración vuelve a poner en evidencia el control tan importante ejercido por el grupo familiar: en el 50% de las empresas analizadas, más de la mitad de los miembros pertenecientes al consejo son miembros familiares (Cortefiel, Enaco, Funespaña, Bodegas Riojanas y Dogi); en el 30% de las empresas (Sol Meliá, Miquel i Costas y Adolfo Domínguez), los miembros familiares representan un tercio del total de miembros del consejo; y por último, en

⁶¹ Se dice *grupo familiar más importante* porque, en varios casos de las empresas analizadas, éstas son controladas por más de una familia, las cuales tienen miembros dentro del consejo de administración desde fechas idénticas.

CUADRO 6.2: Estructura de propiedad de las empresas familiares después de salir a bolsa

(a fecha: abril de 2000)

Empresa	Concentración accionariado				Consejo admón.			Identidad accionistas principales				
	S1	S3	S5	S7	Total miembros	Miembros familia	Grupo familiar	Empresas nacionales	Entidades extranjeras	Entidades financieras		
Cortefiel	43,1	61,7	73,7	84,5	16	11	60,6	12,6	5,3	11,3		
Sol Meliá	70	100	100	100	9	3	70	30	—	—		
Enaco	30,1	69,4	86	89,1	7	5	68,7	—	20,4	—		
Funespaña	28,7	70,4	94,4	100	4	3	60	16	9,7	14,3		
Telepizza	16,3	32,7	32,7	32,7	9	1	5,4	—	27,3	—		
Barón de Ley	22,7	54,5	69,8	75,9	7	1	23,5	17,4	35	—		
Bodeg. Riojañas	26,5	42,2	42,2	42,2	5	4	33,7	8,5	—	—		
Miquel i Costas	12,8	37,2	56,4	67	12	4	25,5	21,2	10,6	12,2		
A. Domínguez	30	30,6	30,6	30,6	5	2	30,6	—	—	—		
Dogi	50,9	67	67,1	67,1	7	3	55,9	11,1	—	—		

Fuente: Elaboración propia.

los casos de Barón de Ley y Telepizza existe un único representante familiar dentro del consejo de administración.

Tan importante es conocer el grado de concentración del accionariado de empresas familiares como la identidad de los accionistas principales. Según datos del cuadro 6.2, la participación media del grupo familiar ⁶² en el capital social de la empresa le permite seguir ejerciendo el control efectivo sobre la misma, incluso en el caso de Telepizza ⁶³.

Adicionalmente, y para todas las empresas, excepto para Adolfo Domínguez y Dogi, se observa cómo los grupos institucionales *empresas nacionales* y *empresas extranjeras* juegan un papel importante como accionistas. La incorporación de accionistas institucionales supondrá, previsiblemente, por un lado aceptar compartir el control de la empresa familiar y hacer compatibles los objetivos de la familia con los de los restantes colectivos de accionistas (especialmente si la opción de salida, en el caso de plantearse desacuerdos, es difícil de ejercitar). Y, por otro, la aportación de recursos y/o conocimientos complementarios a la empresa por parte de este nuevo accionariado. Con relación a la participación de las instituciones financieras nacionales, los datos revelan que su participación en las empresas familiares es muy poco frecuente, estando presentes únicamente en el 30% de los casos, con una participación inferior al 14%; hecho que vendría a corroborar la idea de que la empresa familiar, generalmente, decide salir a bolsa en busca de recursos distintos a los financieros.

En general, y a modo de conclusión, se puede decir que la empresa familiar decide salir a bolsa bajo la restricción de mantener el control efectivo de la empresa bajo el grupo familiar, permi-

⁶² Dentro del grupo familiar, y de acuerdo con la nota 61, nos podemos encontrar con una o más familias cuyos miembros no comparten apellido, pero son socios desde el principio y están muy bien representados dentro del consejo de administración.

⁶³ En la presente obra consideramos, al igual que Kang (1998), que una empresa continúa bajo control familiar cuando uno de los cinco accionistas principales es un propietario familiar. La empresa familiar se codifica de esta forma para reflejar que, debido a las relaciones sociales tan fuertes que el grupo familiar tiene con la empresa y a su gran experiencia en el negocio, los propietarios familiares no tienen necesariamente que ser el accionista singular más importante, sino que simplemente deben encontrarse dentro del *ranking* de los más importantes.

tiendo la entrada de nuevos inversores, fundamentalmente empresas nacionales y extranjeras, con el objeto de acceder a nuevos conocimientos y recursos que le permita ser más competitiva ante un entorno cada vez más complejo.

6.3.2. Evolución de las estructuras patrimoniales

El objetivo principal del presente epígrafe es averiguar otras posibles razones que inducen a la empresa familiar a salir a cotizar a bolsa, a través del análisis comparativo de las características económicas y financieras de las mismas antes de la salida a bolsa con las correspondientes al ejercicio económico de salida y al ejercicio económico posterior al de la salida.

Los cuadros 6.3 y 6.5 recogen información de la estructura económico-financiera y de la cuenta de resultados de la empresa familiar del ejercicio económico anterior, del de salida y del posterior a la salida, respectivamente. Los resultados financieros utilizados para la realización del análisis económico y financiero se obtienen mediante la suma de los valores correspondientes a las empresas familiares analizadas para cada una de las partidas contables. Las cifras reflejadas en los cuadros 6.3 y 6.5 son el resultado de normalizar cada partida del balance por el total del activo y cada una de las partidas de la cuenta de resultados por el total de ventas⁶⁴. Adicionalmente, los cuadros reflejan el valor acumulado en millones de pesetas, para las ocho empresas analizadas⁶⁵, con el objeto de evaluar la tasa de crecimiento de las partidas contables reflejadas.

Los cuadros 6.3 y 6.4 son complementarios y recogen la evolución de las estructuras de activo y pasivo de la empresa familiar (antes, en y después del periodo de salida, respectivamente) y la evolución de los ratios de equilibrio entre financiaciones e inversiones, respectivamente. La estructura del activo en el ejercicio anterior al de su salida a bolsa muestra una distribución del total de los recursos que comprende aproximadamente un 50% de ac-

⁶⁴ La presentación de los estados financieros es idéntica a la presentada por la Central de Balances del Banco de España en sus publicaciones.

⁶⁵ Del análisis se excluye a dos empresas por no disponer de información contable del año anterior a la salida, para el caso de Enaco, y de un año posterior al de salida, para el caso de Funespaña.

tivo fijo y un 50% del activo circulante neto, proporciones que se alteran de forma importante tras su salida a bolsa y posteriormente. El activo fijo se incrementa hasta representar el 66,4% del total de recursos en el año de salida y un 74,4% un año después.

Con relación a la distribución de las partidas que componen el inmovilizado, el cuadro 6.3 revela que el incremento tan importante que se produce en éste tras la salida y un año después se debe fundamentalmente al incremento en el inmovilizado financiero, cuyo porcentaje sobre el total activo, un año después del año de salida, pasa a ser más del doble (el 46,24%) del correspondiente a un año antes del periodo de salida (22,64%). Con respecto a las partidas del inmovilizado, inmovilizado mate-

CUADRO 6.3: Evolución de las estructuras de activo y de pasivo de la empresa familiar que decide salir a bolsa

Estructura	Año anterior al de salida		Año de salida		Año posterior al de salida	
	Importe (mill. de pesetas)	Porcentaje sobre total activo neto	Importe (mill. de pesetas)	Porcentaje sobre total activo neto	Importe (mill. de pesetas)	Porcentaje sobre total activo neto
Inmovilizado inmaterial	2.260	3,77	2.094	2,23	2.413	2,26
Inmovilizado material	16.042	26,73	19.698	21,02	24.285	22,74
Inmovilizado financiero	13.590	22,64	36.749	39,19	49.390	46,24
Otros	533	0,88	3.718	3,97	3.399	3,18
<i>Inmovilizado total</i>	32.425	54,02	62.260	66,40	79.487	74,41
Activo circulante	43.986	73,28	52.058	55,52	52.219	48,89
Acreeedores comerciales	-16.386	-27,30	-20.550	-21,92	-24.890	-23,30
<i>Activo circulante neto</i>	27.600	46,10	31.508	33,60	27.330	25,59
Total activo	60.025	100	93.769	100	106.817	100
Capital social	7.861	13,10	11.023	11,76	11.030	10,33
Reservas y otros	24.712	41,17	67.160	71,62	75.186	70,39
<i>Fondos propios</i>	32.573	54,27	78.183	83,38	86.216	80,71
Deuda a largo plazo	14.092	23,47	5.728	6,10	7.734	7,25
Deuda a corto plazo	13.359	22,26	9.857	10,51	12.867	12,05
<i>Total deuda</i>	27.451	45,73	15.585	16,61	20.601	19,29
Total pasivo	60.025	100	93.769	100	106.817	100

Fuente: Elaboración propia.

rial e inmovilizado inmaterial, sus proporciones con respecto al total activo neto descienden ligeramente ⁶⁶. Este resultado es coherente con la transformación que se ha producido en los últimos años en la gestión del crecimiento empresarial; mientras que las fórmulas que se utilizaban hace unos años para el crecimiento giraban en torno a la inversión monetaria directa, en la actualidad se utilizan otras fórmulas, como los cruces accionariales.

El pasivo del balance agregado, un año antes de la salida a bolsa, presenta una estructura financiera en la que la proporción de financiación permanente, deuda a medio y largo plazo más fondos propios, representa el 77,7% del total de los fondos financieros, lo cual garantiza el equilibrio financiero, puesto que los capitales a largo plazo son más que suficientes para financiar los activos inmovilizados. De forma complementaria, el cuadro 6.4 revela que la empresa familiar garantiza el equilibrio financiero global antes y después de su salida a bolsa, puesto que la ratio de financiación de las inmovilizaciones, medida a través de la relación capitales permanentes entre activo inmovilizado neto, es superior a la unidad independientemente del periodo considerado ⁶⁷. Adicionalmente, el exceso de capitales permanentes sobre el activo inmovilizado constituye un fondo de solvencia (fondo de rotación) que permite hacer frente a los eventuales desfases entre la corriente de cobros y pagos generados por el ciclo de explotación; el cuadro 6.4 revela cómo la empresa familiar no presenta problemas de solvencia a largo plazo (medida a través de la relación fondo de rotación y activo circulante neto, la cual es siempre positiva ⁶⁸) ni de solvencia a corto plazo (medida a través de la ratio corriente, definida como la relación existente entre el activo circulante neto y la deuda a corto plazo con coste, cuyo valor es siempre superior a 2, reflejando

⁶⁶ Pagano, Panetta y Zingales (1998) también obtienen que tras la salida a bolsa las empresas italianas incrementan su inversión en activos financieros. En el caso de empresas independientes, éstas también reducen su inversión corriente (gastos de capital/inmovilizado) tras su salida a bolsa.

⁶⁷ A nivel de empresa, Telepizza presenta problemas de equilibrio financiero, puesto que el valor de la ratio es inferior a 1.

⁶⁸ A nivel de empresa, de nuevo Telepizza es la única que presenta problemas de solvencia.

CUADRO 6.4: Evolución de las ratios de equilibrio entre financiaciones e inversiones

Ratios	Año anterior a la salida	Año de salida	Año posterior a la salida
Fondos permanentes/ activo inmovilizado	1,44	1,35	1,20
Fondo rotación/activo circulante neto	0,52	0,69	0,53
Activo circulante neto/deuda a c/p	2,07	3,20	2,12
Total deuda/fondos propios	0,84	0,20	0,24
Total deuda/total pasivo	0,46	0,17	0,19
Deuda a l/p/inmovilizado material	0,88	0,29	0,32
Total deuda/activo no financiero	0,59	0,27	0,35
Deuda a c/p/total deuda	0,49	0,63	0,62

Fuente: Elaboración propia.

un margen de seguridad importante para hacer frente a sus compromisos a corto plazo).

Adicionalmente, y en relación con la distribución del pasivo entre fondos propios y fondos ajenos, el cuadro 6.3 revela que la empresa familiar financia su inmovilizado fundamentalmente con fondos propios, los cuales representan aproximadamente el 54% del total de fondos, siendo éstos suficientes para financiar el inmovilizado total neto. Cuando comparamos la estructura financiera de la empresa familiar antes de salir a bolsa con la correspondiente al periodo de salida y al posterior, se observa un cambio importante en la distribución del pasivo, puesto que los fondos propios pasan a representar más del 80% del total de fondos, produciéndose un descenso importante en el nivel de deuda contraído por la empresa, ya que los fondos ajenos, de representar aproximadamente un 46% del total de fondos antes de la salida a bolsa, pasan a representar menos del 20% ⁶⁹.

El cuadro 6.3 refleja que la empresa familiar, tras salir a bolsa, reduce su deuda tanto a corto plazo, cuya proporción con res-

⁶⁹ Especialmente importante es la reducción de deuda tras la salida a bolsa para el caso de Sol Meliá, Telepizza, Miquel i Costas y Cortefiel.

pecto al total se reduce a la mitad (del 22 al 12%), como a largo plazo, cuyo porcentaje con respecto al total de fondos se reduce aproximadamente en 17 puntos porcentuales (del 23 al 7%)⁷⁰. De forma complementaria, el cuadro 6.4 destaca la reducción en el nivel de endeudamiento (fondos ajenos entre fondos propios) y en la proporción de deuda con respecto al activo no financiero. Adicionalmente, es importante apuntar el descenso tan importante en la financiación del inmovilizado material con fondos ajenos a largo plazo, puesto que éstos pasan de financiar el 88% a financiar alrededor del 30% del inmovilizado material. El cuadro 6.4 también recoge la ratio de estructura de la deuda, donde se observa que la empresa, tras su salida a bolsa, hace una mayor utilización de fondos ajenos a corto plazo que a largo.

Adicionalmente, del análisis de la evolución de la distribución de los fondos propios (cuadro 6.3), se observa que el incremento de los mismos, tras la salida a bolsa, viene explicado fundamentalmente por el aumento de reservas y beneficios del ejercicio, cuyo porcentaje sobre el total de fondos se incrementa del 41,2 al 70,4%; hecho que revela que, tras la salida a bolsa, la autofinanciación sigue siendo la principal fuente de financiación de la empresa familiar. En relación con la partida capital social, vemos que la cifra de capital social en el periodo de salida representa el 40% más del capital social existente en el ejercicio anterior, aunque la proporción sobre fondos totales prácticamente se mantiene⁷¹. Es decir, el incremento en el capital social es mucho menos importante que el correspondiente a reservas; hecho que revela que uno de los posibles determinantes de la salida a bolsa de la empresa familiar probablemente sea la necesidad de liquidez para sus accionistas. Es decir, la empresa familiar generalmente no utiliza la ampliación del capital como medio de salida a bolsa, sino que coloca todas o parte de sus acciones existentes en el mercado, lo cual revela que entre sus razones principales para

⁷⁰ Resultado consistente con el obtenido por Pagano, Panetta y Zingales (1998) para el colectivo de empresas italianas.

⁷¹ Las empresas familiares Cortefiel, Dogi, Bodegas Riojanas y Barón de Ley mantienen la cifra de capital social, mientras que Sol Meliá, Telepizza, Adolfo Domínguez y Miquel i Costas incrementan la cifra de capital social tras la salida.

salir a bolsa se encuentra la referente a la facilidad de sucesión, desinversión e institucionalización de la gestión de la propiedad.

Con relación a la influencia de los cambios en las estructuras de inversión y financiación sobre la viabilidad económica de las empresas, el cuadro 6.5 recoge la evolución de las partidas fundamentales de la cuenta de resultados normalizada por el volumen de ventas. Del mismo se desprende que por cada 100 unidades monetarias de venta, la empresa familiar genera alrededor de 40 unidades monetarias de valor añadido tanto antes como después de salir a bolsa. Con respecto a las partidas de la cuenta de resultados *gastos de personal, provisiones y amortizaciones, y gastos financieros*, los datos revelan que prácticamente no se producen cambios en las mismas con la salida a bolsa. Por el contrario, los datos revelan una ligera disminución en el margen de beneficio neto.

CUADRO 6.5: Evolución de la cuenta de resultados de la empresa familiar que sale a cotizar a bolsa

Cuenta de resultados	Año anterior al de salida		Año de salida		Año posterior al de salida	
	Importe (mill. de pesetas)	Porcentaje sobre ventas	Importe (mill. de pesetas)	Porcentaje sobre ventas	Importe (mill. de pesetas)	Porcentaje sobre ventas
Ventas	77.937	100	85.662	100	98.600	100
Valor añadido	31.357	40,23	33.310	38,89	39.564	40,13
Gastos personal	-14.585	-18,71	-15.652	-18,27	-20.199	-20,49
Resultado económico bruto	16.772	21,52	17.658	20,62	19.365	19,64
Amortizaciones-provisiones	-2.852	-3,66	-3.492	-4,07	-4.200	-4,26
Gastos financieros	-1.452	-1,86	-1.269	-1,48	-1.186	-1,20
Resultado neto total	11.136	14,29	10.543	12,31	11.060	11,22

Fuente: Elaboración propia.

6.3.3. Consecuencias económicas y financieras de la salida a bolsa

La decisión de salir a bolsa permite a la empresa familiar, por un lado, la consecución de un tamaño mayor para hacer frente a la creciente presión competitiva en los mercados cada vez más

globalizados, y, por otro, la posibilidad de someterse a la disciplina del mercado de control societario, como mecanismo alternativo a la concentración de la propiedad. Cuando existe un mercado activo para el control de empresas y, por tanto, existe la amenaza real de que un grupo directivo alternativo pueda hacerse con el control de la empresa si el valor de mercado de las acciones de la misma no se corresponde con el que se obtendría con una gestión eficiente de recursos, los directivos se ven incentivados a actuar en línea con los intereses de los accionistas, ya que, si no lo hacen, el precio de las acciones caerá y la empresa acabará siendo absorbida o adquirida. Sin embargo, sabemos que este mecanismo disciplinario, muy utilizado en países anglosajones, funciona sólo cuando la propiedad de la empresa se encuentra repartida entre un número muy grande de accionistas y el mercado de valores es eficiente; circunstancias que no se dan para el caso español, en donde se observa que el grado de concentración del accionariado es importante, y muy especialmente entre el colectivo de empresas familiares (Galve y Salas, 1992, 1994, 1996*a* y 1996*b*) —cuyos miembros familiares poseen un porcentaje elevado de capital social, permitiéndoles ejercer un control absoluto y mayoritario en no pocos casos— y en donde el mercado de valores se caracteriza por su incapacidad para que los precios incorporen con rapidez un conjunto de información, lo que impide que la cotización sea un indicador fiable de la calidad de gestión y, por tanto, un indicador que refleje la situación real de la empresa ⁷².

A la hora de valorar la influencia de la salida a bolsa en el desempeño empresarial, todo lo comentado en el párrafo anterior sobre la ineficacia del mercado de capitales justificaría nuestra inclinación por el análisis de la información contable proveniente de los estados financieros de las empresas, frente a la metodología de los estudios de acontecimientos, consistente en aislar el im-

⁷² Para una mayor información sobre el desarrollo del Mercado de Control Societario en España véase Arruñada (1990), quien recoge los condicionantes normativos que justifican la tradicional inactividad del Mercado de Control de Empresas. Más recientemente, Crespi y Gispert (1999), Alcalde (2000) y Pérez-Sora (2000) realizan una revisión a la literatura sobre Mercado de Control Societario, presentando en algunos casos evidencia para el caso español.

pacto de un evento económico sobre el valor de las empresas afectadas, eliminando el efecto de fenómenos comunes a todas las empresas del mercado, así como todos los hechos ajenos al acontecimiento y que afectan específicamente a la empresa concreta ⁷³.

Las medidas de resultados finalmente elegidas son la rentabilidad económica o del activo, Re , y la rentabilidad financiera o de los fondos propios. La rentabilidad económica o de la inversión se define como el cociente entre el beneficio de la empresa antes de gastos financieros e impuestos, BAIT, y el activo total neto, TAN, y mide la eficacia de la empresa en la utilización de los recursos de capital sin distinguir cómo se reparte el beneficio entre las personas o entidades que tienen derecho a él. Adicionalmente, los beneficios de la empresa por peseta de activo vienen determinados, a su vez, por dos medidas de resultados indirectas; el margen, m , y la rotación, r . El margen expresa el beneficio que obtiene la empresa por unidad monetaria vendida y la rotación es una medida de la productividad del capital, rentas que obtiene por cada peseta de activo ⁷⁴.

Cuando se comparan los resultados económicos de la empresa familiar antes y después de su salida a bolsa (cuadro 6.6), se observa una reducción importante en la rentabilidad económica ⁷⁵. La rentabilidad de la empresa familiar representa el 25% de la inversión antes de salir a bolsa, y se reduce a un 17 y un 15% en el ejercicio económico de su salida y en el posterior al de su salida, respectivamente. La reducción en la rentabilidad económica viene explicada fundamentalmente por la reducción en la rotación de la inversión que se produce como consecuencia del incremento espectacular en el inmovilizado financiero, el cual no es acompañado por una tasa de crecimiento similar en las ventas y/o en los beneficios, provocando que la relación ventas y/o beneficios entre activo total neto disminuya.

⁷³ Mandelker aplica por primera vez esta metodología en 1974 en un estudio sobre adquisiciones y fusiones.

⁷⁴ $Re = \text{BAIT}/\text{TAN} = \text{BAIT}/\text{Ventas} * \text{Ventas}/\text{TAN} = m * r$

⁷⁵ Resultado consistente con los obtenidos por Degeorge y Zeckhauser (1993); Jain y Kini (1994); Mikkelson, Partch y Shah (1997); Pagano, Panetta y Zingales (1998).

CUADRO 6.6: Evolución de la rentabilidad de la empresa familiar que sale a cotizar a bolsa

Rentabilidad	Año anterior al de salida	Año de salida	Año posterior al de salida
Rentabilidad económica	0,25	0,17	0,15
Margen, <i>m</i>	0,19	0,19	0,17
Rotación, <i>r</i>	1,30	0,91	0,92
<i>Rentabilidad explotación, Rexp</i>	0,27	0,26	0,25
Margen explotación, <i>mexp</i>	0,16	0,17	0,15
Rotación explotación, <i>rexp</i>	1,68	1,5	1,72
<i>Rentabilidad inmov. financiero, Rif</i>	0,16	0,04	0,04
<i>Rexp</i> * ANF/TAN (1)	0,21	0,16	0,14
<i>Rif</i> * AIF/TAN (2)	0,04	0,02	0,02
<i>Rent. económica</i> = 1 + 2	0,25	0,17	0,15
Rentabilidad financiera	0,41	0,19	0,18
Rentabilidad Económica, <i>Re</i>	0,25	0,17	0,15
T. de interés por la deuda, <i>i</i>	0,05	0,08	0,06
Renta neta, <i>Re - i</i>	0,19	0,09	0,1
Relación endeudamiento, <i>L</i>	0,84	0,20	0,24
$(Re - i) * L$	0,16	0,02	0,02

Fuente: Elaboración propia.

Con el objeto de averiguar si efectivamente las diferencias en la rentabilidad del activo vienen explicadas fundamentalmente por la variación tan importante en el inmovilizado financiero, descomponemos la ratio de rentabilidad del activo en dos subratios que recogen la rentabilidad de la explotación y la rentabilidad de los activos fijos financieros,

$$Re = Rexp * (ANF/TAN) * Raif * (AIF/TAN)$$

donde:

Rexp es la rentabilidad de la explotación, la cual se define como la relación existente entre resultado de explotación y el activo no financiero, ANF. La rentabilidad de explotación puede ser descompuesta, a su vez, en dos ratios: el margen de explotación y la rotación de los activos no financieros.

Y *Raif* es la rentabilidad del inmovilizado financiero, definida a través de la relación existente entre ingresos financieros y activo inmovilizado financiero, AIF.

Efectivamente el cuadro 6.6 revela cómo el descenso tan importante en la rentabilidad del activo total de la empresa familiar tras su salida a bolsa viene explicado fundamentalmente por el descenso en la rentabilidad del inmovilizado financiero, como consecuencia de que el incremento espectacular en el inmovilizado financiero no viene acompañado por un incremento en los ingresos financieros, los cuales prácticamente se mantienen. Por el contrario, la rentabilidad de explotación no experimenta apenas variaciones tras su salida a bolsa.

Con relación a la rentabilidad financiera, ésta mide la remuneración a los accionistas o fondos propios de la empresa. La rentabilidad de los fondos propios depende de la rentabilidad de la inversión o económica, del coste y del nivel de endeudamiento, y de la imposición efectiva media. Por cada peseta de deuda que la empresa emplea en financiar sus actividades se obtiene un beneficio igual a la rentabilidad económica; de esa rentabilidad se deduce el coste de la deuda y se obtiene la renta neta del accionista, positiva o negativa, por peseta de deuda. La rentabilidad final del accionista, beneficio por peseta invertida, será igual a la rentabilidad económica que obtiene de cada peseta de fondos propios que utiliza para financiar sus activos, más la renta neta que le produce la parte del activo que financia con deuda, dividida por el total de fondos propios ⁷⁶.

El cuadro 6.6 muestra los valores de las variables que han de explicar las diferencias en rentabilidad financiera de la empresa familiar antes y después de salir a cotizar a bolsa. Del mismo se desprende que las diferencias en rentabilidad de los fondos propios son incluso superiores a las correspondientes a la rentabilidad de la inversión; de un 41%, antes de salir a bolsa, se pasa a una rentabilidad financiera del 19%, en el ejercicio económico de salida, y a una rentabilidad del 18% un año más tarde de su salida.

⁷⁶ $Rf = \text{BDIAT}/\text{FP} = Re + (Re - i) * L$; donde: *Re* es la rentabilidad económica; BDIAT es el beneficio después de intereses; *L* es la relación de endeudamiento e *i* es el tipo de interés medio de la deuda que tiene contraída.

La disminución tan importante en la rentabilidad de los accionistas viene explicada fundamentalmente por la reducción en la rentabilidad de la inversión, en particular en la rentabilidad de los activos financieros, anteriormente comentada, y por la reducción tan importante que se produce en el nivel de endeudamiento. Este último hecho, unido a la renta positiva que obtiene el accionista de la parte del activo que es financiada con deuda, hace que el efecto de apalancamiento positivo se reduzca de forma importante, provocando un gran descenso en la rentabilidad de los fondos propios antes de impuestos. Adicionalmente, de la información obtenida del cuadro 6.6, resulta interesante destacar que el tipo de interés que la empresa paga por la deuda se incrementa en tres puntos porcentuales (del 5 al 8%) cuando la relación de endeudamiento se reduce del 0,84 al 0,2%, resultado que previsiblemente se explica por todos los gastos financieros de intermediación que supone la salida a bolsa, ya que dicho porcentaje vuelve a reducirse un año después de la salida.

6.4. Conclusiones

1. La salida a bolsa es una opción muy poco utilizada por el colectivo de empresas familiares españolas. El trabajo sólo identifica 10 empresas familiares que deciden colocar sus acciones en el mercado de capitales en la década de los noventa. Una explicación a este resultado previsiblemente descansa en el temor de perder el control efectivo de la empresa o tener que compartir éste con accionistas no deseados.
2. Resulta imposible determinar un perfil común que recoja los rasgos relevantes de las empresas familiares que deciden salir a bolsa, puesto que la evidencia refleja una gran heterogeneidad entre las empresas analizadas, en aspectos como la edad, el tamaño y el crecimiento de las empresas. La única variable que nos permite encontrar algún punto común entre las empresas es el sector de actividad al que pertenecen: el 40% de las empresas analizadas pertenece al sector *comercio y otros servicios*, y el 60% restante pertenece al sector *otras industrias de transformación*.

En cualquier caso, la empresa familiar española que sale a bolsa en los años noventa tiene un activo medio de algo más de 11.000 millones de pesetas, unas ventas medias de casi 14.000 millones, una edad media de 30 años y un crecimiento medio en sus ventas del 12%. Es decir, es algo más pequeña que la empresa tipo que anticipan los analistas, y no muy distinta de la empresa familiar que ya lleva más tiempo cotizando y que estudiamos en el capítulo anterior.

3. La evidencia empírica apunta hacia las conclusiones siguientes sobre la decisión de las empresas familiares españolas cuando salen a bolsa:
 - Es un mecanismo que facilita la transmisión y sucesión en la empresa, proporcionando a los accionistas liquidez y la libertad de decidir si quedarse con su paquete accionarial o monetarizar su inversión en el mercado. En la mitad de las empresas analizadas la cifra del capital social se mantiene y en el resto se incrementa, aunque no de forma importante.
 - Permite a las empresas aminorar el nivel de endeudamiento (fundamentalmente Sol Meliá, Telepizza, Dogi, Miquel i Costas, y en menor proporción Cortefiel, dentro de las empresas analizadas). Mención especial merece en este sentido el caso de Telepizza, cuyo riesgo financiero es realmente importante, pues sus fondos propios son insuficientes para financiar el inmovilizado.
 - La empresa familiar tras su salida a bolsa sigue utilizando la autofinanciación como principal fuente de financiación de sus inversiones. La empresa familiar española no utiliza la salida a bolsa como mecanismo que permite acceder a fuentes adicionales de financiación. Tampoco hay evidencia de que cotizar en bolsa ofrezca mayores oportunidades de crecimiento, como pone de manifiesto el hecho de que las empresas que entran a cotizar durante los años noventa tienen un tamaño similar al de las que llevan tiempo cotizando.
 - La salida a bolsa de las empresas analizadas coincide con el afloramiento de importantes plusvalías en su inmovilizado financiero. No debe descartarse, por tanto, que las empre-

sas aprovechen la cotización para actualizar el valor de sus inversiones financieras, acercándolas a sus valores de mercado. Se desconoce la naturaleza de estas inversiones financieras y, por lo tanto, es difícil conocer el papel que juegan en la actividad normal de la empresa. Una conjetura posible es que las empresas acumulen activos financieros como resultado de la creación de filiales y/o intercambio accionarial con otras sociedades, en un proceso de adquisición de activos complementarios.

— Prácticamente en la totalidad de los casos, la familia retiene el control efectivo de la sociedad, a veces desde una posición mayoritaria, es decir, reteniendo un porcentaje superior al 50% del capital social (Cortefiel, Dogi, Sol Meliá, Enaco y Funespaña), y otras desde posiciones minoritarias (Adolfo Domínguez, Bodegas Riojanas, Barón de Ley, Miquel i Costas). En el caso particular de Telepizza, aunque el grupo familiar no es el principal accionista, éste se encuentra entre los cinco accionistas principales y está bien representado en el grupo familiar, se presupone que éste ejerce una influencia muy importante sobre la empresa a través de las relaciones sociales tan fuertes que el grupo familiar tiene con la empresa.

4. Después de su salida a bolsa, la empresa familiar experimenta una reducción en la rentabilidad del activo total. Esta reducción se debe fundamentalmente a la reducción en la rentabilidad contable de los activos inmovilizados financieros, puesto que la rentabilidad de los activos de explotación prácticamente se mantiene. La reducción en la rentabilidad del activo provoca una reducción en la rentabilidad contable de los fondos propios. La salida a bolsa coincide también con una reducción del endeudamiento, si bien en buena parte la reducción se explica por el aumento en las reservas como contrapartida de la afloración de plusvalías en los activos financieros. En cualquier caso, cuando sale a bolsa, la empresa familiar muestra unos resultados, en términos de rentabilidad económica y financiera, mejores que los de las empresas familiares que ya llevan tiempo cotizando.

Conclusiones finales

EL análisis económico es parco a la hora de conceptualizar el modelo de organización familiar, sobre todo aquella que produce y vende para el mercado. La aportación de algunos autores, asimilando empresa familiar con una particular forma de gobierno empresarial, con sus ventajas e inconvenientes, sienta unas bases sólidas para aplicar al estudio de esta forma de empresa la teoría de la comparación institucional que propugna la Economía de los costes de transacción.

Con este marco conceptual como punto de partida, la investigación realizada permite comprender mejor el debate de los historiadores sobre la contribución de la empresa familiar al desarrollo económico, y aporta proposiciones de carácter positivo sobre el comportamiento de la empresa en sus actividades de producción y venta. Finalmente, algunas de estas proposiciones se contrastan con evidencias extraídas de la realidad empresarial española. La recopilación de estas evidencias tiene en cuenta también que el estudio empírico sobre empresa familiar mantiene puntos en común con áreas afines, como el estudio de la figura del empresario, la creación de empresas y la innovación. Las conclusiones resumen algunos de los resultados más relevantes del trabajo y apuntan algunas recomendaciones generales para las políticas públicas y la gestión en el ámbito de las empresas familiares.

La aproximación empírica a la empresa familiar a través de la figura del emprendedor, con o sin asalariados, como empresario o como directivo, revela para el caso de España una disminución en el número de emprendedores a lo largo de los últimos años. El descenso se encuentra sobre todo en los empresarios sin asalariados, mientras que los empresarios con asalariados y directivos crecen de forma apreciable, principalmente durante los últimos

diez años. Como balance final, puede afirmarse que la tasa de emprendedores (empresarios con asalariados más directivos sobre la población activa total) crece regularmente en España desde mediados de los años ochenta.

Al empresario se le atribuyen unos rasgos de personalidad diferenciados del promedio de la población. Los datos disponibles no permiten saber si en el colectivo de emprendedores españoles ingresan personas con atributos de personalidad realmente diferenciados del resto de la población, pero sí se conoce el nivel de educación formal de los emprendedores y del conjunto de la población activa. La evidencia nos dice que, para España, el nivel de educación formal media de los emprendedores evoluciona por debajo de la evolución media para el conjunto de la población activa. Durante los últimos veinte años, los entornos familiar, social y económico no parecen haber sido los más propicios para que las personas más formadas orientaran su carrera profesional a la actividad emprendedora.

La evolución cuantitativa y cualitativa de los emprendedores en el tiempo parece coherente con la evolución paralela observada en la dimensión media de las empresas. Esta dimensión disminuye en el tiempo, en parte porque, en términos relativos, aumenta más el número de empresas en los sectores, como servicios, donde el tamaño medio es menor. Por otra parte, la creación de nuevas empresas tiende a concentrarse en actividades donde las necesidades de conocimientos adquiridos a través de la educación formal no parecen ser elevadas. O tal vez el coste de oportunidad de crear una empresa o emplearse como emprendedores para aquellos que tienen una educación formal superior ha sido demasiado alto en España durante los últimos años.

En todo caso, la intersección entre empresa familiar, empresarios emprendedores y empresas pequeñas y medianas apunta a que la empresa familiar puede suponer más de las dos terceras partes del total de empresas españolas.

El estudio de la empresa familiar a través de la Encuesta sobre Estrategias Empresariales permite conocer con cierto detalle la estructura, comportamiento y resultados de este colectivo de empresas en el sector manufacturero y a partir de tamaños mínimos de 10 trabajadores. Una de las primeras evidencias constata que

la distribución de empresas por subsectores de actividad y clases de tamaño es marcadamente desigual, lo cual es coherente con la proposición general, que se formula en el apartado teórico, de que la empresa familiar, como estructura de gobierno, presenta ventajas comparativas en unos entornos y desventajas en otros.

Las empresas familiares tienden a predominar en sectores tradicionales (madera y muebles, textil, alimentación, transformación de metales...) y en las clases de menor tamaño. Tienden a utilizar tecnologías más trabajo intensivas y a priorizar los activos intangibles sobre los tangibles en la dotación total de recursos no humanos. La evidencia es consistente con las restricciones al crecimiento y a la inversión, y la ventaja relativa en gestión de recursos humanos, que se atribuye a las empresas familiares.

Los resultados económicos de las empresas familiares no muestran diferencias sustanciales con los de las empresas no familiares, evidencia de que la especialización de las empresas por forma de gobierno se ajusta a las ventajas comparativas que ofrece cada una de ellas, con relación a las características de la demanda y la tecnología en cada mercado. En este sentido, las formas de propiedad y de gobierno de las empresas alcanzan niveles similares de eficiencia dentro de su respectivo nicho de especialización.

A lo largo de los últimos años se detecta una pérdida de la importancia relativa de las empresas familiares, sobre todo en las clases de mayor tamaño. Se detecta también que, entre las empresas familiares que permanecen, se reducen las distancias con respecto a las no familiares en variables como costes de la financiación e intensidad exportadora, donde las empresas familiares estaban relativamente peor que las no familiares a comienzos de los años noventa.

El estudio empírico sobre la empresa familiar en España se completa con el análisis de datos sobre propiedad, gobierno y resultados de las empresas que cotizan en bolsa, distribuidos desde la Comisión Nacional del Mercado de Valores. El colectivo de empresas incluye ahora empresas familiares y no familiares que pueden calificarse como *grandes* y con recursos para cumplir las exigencias formales que exige salir a cotizar a bolsa. Su estudio incluye la comparación de las decisiones de inversión y financia-

ción de las empresas familiares y no familiares cotizadas, a lo largo de buena parte de la década de los noventa, y un análisis económico financiero de empresas familiares que salen a bolsa en los últimos diez años.

La crisis económica de mediados de los años noventa es asimilada con dificultades por las empresas familiares que cotizan en bolsa, pues más del 30% de las empresas cuya estructura accionarial permite considerarlas como familiares en 1990, dejan de formar parte de ese colectivo siete años más tarde. La salida a bolsa de empresas familiares que no cotizaban es menor en número a las que abandonan, por lo que la gran empresa familiar cotizada experimenta un retroceso en España durante la década de los noventa.

La empresa familiar que se mantiene evoluciona en parte hacia una composición accionarial más dispersa, a través de la incorporación a su estructura de propiedad de bloques accionariales correspondientes a socios nacionales y extranjeros, sobre todo otras empresas. Es posible que esta iniciativa haya sido defensiva y orientada a conseguir ampliar la base de recursos y mercados que fortalezca competitivamente la empresa familiar, en un entorno cada vez más abierto a la competencia interior y exterior. Es probable también que, con la apertura a nuevos socios significativos, las familias españolas propietarias hayan tenido que aprender a compartir visiones y objetivos del negocio con los accionistas ajenos al núcleo familiar.

En términos comparativos con la empresa no familiar que también cotiza, la empresa familiar invierte relativamente menos en inmovilizado material y más en inmovilizado inmaterial. También está más integrada verticalmente y utiliza más intensamente los recursos humanos. La estructura financiera de la empresa familiar muestra un nivel de endeudamiento menor y más concentrado en la deuda a corto plazo que la estructura de la empresa no familiar. Sin embargo, el coste medio de la deuda es similar en los dos colectivos. Atendiendo a las orientaciones que propone la estructura financiera óptima, no parece que la empresa familiar que cotiza tenga dificultades para situarse en la estructura financiera deseada.

Los resultados en términos de rentabilidad económica y financiera de empresas familiares y no familiares que cotizan en bolsa no difieren estadísticamente. Cuando los factores que pueden explicar una determinada rentabilidad, eficiencia en la asignación de recursos y ventajas del tamaño, se ponen en relación con los resultados observados, se comprueba que la empresa familiar se muestra superior a la no familiar en términos de eficiencia en la asignación de recursos, e inferior en aprovechar las ventajas del tamaño. Las restricciones al crecimiento de la empresa que impone preservar el control familiar, determinan un tamaño de las empresas familiares por debajo del que maximizaría el valor de mercado.

Durante la década de los noventa sólo 10 empresas familiares deciden salir a cotizar a bolsa. Todas ellas presentan unos resultados económicos y financieros superiores al promedio de los resultados de las empresas incumbentes, posiblemente para presentarse más atractivas ante los inversores. Excepto en algún caso aislado, la familia coloca en el mercado una parte del capital que no hace peligrar su posición de accionista de control.

Con la salida a bolsa, las empresas familiares parecen buscar más facilidades de sucesión, reducir sus niveles de endeudamiento y aflorar plusvalías, sobre todo en los inmovilizados financieros. La apertura accionarial a socios financieros y productivos sugiere también que la salida a bolsa facilita la ampliación de la base de recursos y conocimientos estratégicos a los que tendrá acceso la empresa. No hay evidencia, sin embargo, de que la cotización en bolsa facilite el crecimiento de las empresas en términos comparativos con las que no cotizan.

Implicaciones. Los resultados y evidencias de la investigación realizada sugieren que el modelo positivo propuesto para describir la naturaleza, razón de ser y comportamiento de la empresa familiar, describe bien la realidad de la empresa familiar española. La empresa familiar como institución y mecanismo de gobierno tiene ventajas y limitaciones que parecen reflejarse en una mayor eficiencia en la asignación de recursos, consecuencia de unos menores costes de agencia en sentido amplio, y en un menor aprovechamiento de las ventajas de la dimensión, que las empresas no familiares. La combinación de estas fuerzas de sentido opuesto asegura la viabilidad de esta forma de empresa, mientras

el resultado final es una rentabilidad de la inversión equiparable a la que obtienen empresas con otra forma de propiedad.

Desde la perspectiva de propietarios y gestores de este tipo de empresas, la recomendación principal que se desprende de este resultado es que deben prestar atención al equilibrio cambiante entre eficiencia asignativa y dimensión ineficiente. Las empresas familiares que sobreviven son las que gestionan adecuadamente este equilibrio, pero las desapariciones son notables, por lo que la solución no debe ser tan fácil. Es obvio que la empresa familiar buscará los recursos que necesite para ser competitiva, pero puede ser que, a partir de un punto, los recursos sólo se encuentren fuera del parámetro de las relaciones de parentesco, y salir del mismo puede implicar perder la identidad de la empresa familiar y con ello la ventaja de la eficiencia. El objetivo es claro, ampliar la base de recursos sin perder la naturaleza que permite evitar costes de agencia, pero actuar es difícil. Como observadores externos, nos parece que la colaboración y las alianzas estratégicas, el cruce de participaciones accionariales minoritarias entre empresas, puede ser un camino para preservar la identidad familiar y acceder a recursos externos necesarios, pero estas colaboraciones no están exentas de costes de gestión y deberá ser cada empresa individual la que elija el camino que ha de seguir.

Las evidencias apuntadas por el trabajo son relevantes también cuando se plantean políticas públicas que inciden sobre el colectivo de empresas familiares. Decíamos en la introducción que estas políticas deben valorarse a partir de un mejor conocimiento de las externalidades sociales que producen esta forma de gobierno empresarial. Si la adecuación del gobierno familiar a unas transacciones u otras es contingente a determinados atributos de las transacciones y del entorno donde tienen lugar, es de esperar que la supervivencia de las empresas familiares esté sujeta a las leyes de la selección natural que dicta la competencia institucional. La sociedad pierde con la pérdida de empresas familiares si la forma alternativa de propiedad-gobierno que las sustituye deja de producir externalidades sociales que se le reconocen a la empresa familiar.

En este sentido, la evidencia disponible apunta a que las empresas familiares priorizan los activos intangibles, incluido I+D,

sobre los tangibles, y si, como es de esperar, los activos intangibles que acumulan generan externalidades, por revertimiento de conocimientos, por ejemplo, la empresa familiar española podría hacer una aportación social que no hace la no familiar pues, en términos relativos, la inversión intangible es mayor en la primera que en la segunda. Pero también es cierto que la empresa familiar parece predominar en las clases de tamaño más pequeñas, donde el número de empresas que hacen I+D es relativamente bajo. Los límites al crecimiento que impone preservar el control, limitando a la vez la exposición al riesgo, suponen un lastre a la hora de implantar actividades regulares de I+D por las empresas familiares, no por su vocación, sino por la desventaja estructural del menor tamaño. El balance final es, pues, indeterminado, y requiere un mayor conocimiento de los casos particulares.

La ambigüedad en el balance final sugiere que las políticas públicas por las que se discrimine fiscalmente de forma positiva a las empresas familiares, en cuestiones como la transmisión generacional, por ejemplo, deben valorarse con cautela y justificarse a partir de análisis más concluyentes que los que hasta ahora hemos visto publicados. Nuestra recomendación en este sentido sería, a partir del conocimiento actual de las cosas, promover una relación de *neutralidad* entre la fiscalidad y decisiones de propiedad-gobierno por parte de las empresas, es decir, que las consideraciones fiscales tuvieran la menor influencia posible en la decisión sobre la forma de propiedad elegida.

Con respecto a otras políticas públicas de apoyo a la empresa, la preferencia de las empresas familiares por activos más intangibles coloca a estas empresas en una mayor predisposición a aprovechar ayudas e iniciativas que faciliten el acceso a estos recursos intangibles a través de superar la barrera estructural del tamaño. Por tanto, los programas de fomento de la investigación, el desarrollo y la innovación, de ayuda a la exportación y de acceso a consorcios internacionales, pueden tener un impacto marginal superior en las pequeñas y medianas empresas familiares que en el resto, debido al beneficio marginal mayor que les atribuyen. Éste es, a nuestro juicio, el punto de encuentro entre políticas públicas y empresas familiares, que abre más posibilidades para el futuro.

Bibliografía

- AERTS, R. y R. DONCKELS (1995): «Internationalization and ownership: family versus non-family enterprises», en *Proceedings for the 5th FBN Conference*.
- ALCALDE, N. (2000): *El mercado de control societario: características y resultados de las sociedades españolas adquiridas*, Zaragoza, Universidad de Zaragoza, [tesis doctoral].
- ARONOFF, C. E. y J. L. WARD (1995): «Family-owned businesses: a thing of the past or a model of the future?», *Family Business Review*, 8 (2), págs. 121-130.
- ARRUÑADA, B. (1990): *Control y regulación de la Sociedad Anónima*, Madrid, Alianza de Economía y Finanzas.
- BECKER, G. (1965): «A theory allocation of time», *Economic Journal*, sept., págs. 493-517.
- (1981): *A treatise on the family*, Cambridge, Harvard University Press.
- BEN-PORATH, Y. (1980): «The F-connections: families, friends, and firms and the organization of exchange», *Population Devel. Rev.*, págs. 1-30.
- BERGSTROM, T. (1989): «A fresh look at the Rotten Kid Theorem and other household mysteries», *Journal of Political Economy*, 97, págs. 1138-1159.
- BERKHARD, R. y W. DYER (1983): «Managing continuity in the family-owned business», *Organizational Dynamics*, vol. 24, págs. 5-12.
- BERNHEIM, B. y O. STARK (1988): «Altruism within the family reconsidered: do nice guys finish last?», *American Economic Review*, 78, págs. 1034-1055.
- BHATTACHARYA, U. y B. RAVIKUMAR (2001): «Capital markets and the evolution of family business», *Journal of Business*, 74 (2), págs. 187-219.
- BOLSA DE MADRID (2000): «La empresa española ante el mercado bursátil», en: *El ahorro y los mercados financieros*, cap. v, págs. 300-338.
- BROKAW, L. (1992): «Why family businesses are best», *Inc.*, 14 (3), págs. 72-81.
- BRUCE, N. y M. WALDMAN (1990): «The Rotten Kid Theorem meets the Samaritan's Dilemma», *Quarterly Journal of Economics*, 105, págs. 155-165.
- (1991): «Transfers in kind: why they can be efficient and nonpaternalistic», *American Economic Review*, 18, págs. 1345-1351.
- BUCHANAN, J. M. (1975): «*The Samaritan's Dilemma*» in *altruism, morality and economic Theory*, Ed. por E. S. Phelps, Nueva York, Russell Sage Foundation.
- CAMISÓN, C. (2000): «La competitividad de la empresa familiar valenciana: una aproximación desde el enfoque de recursos», *I Congreso Nacional de Investigación sobre Empresa Familiar. Ponencias y Comunicaciones*, Valencia, Organismo Público Valenciano de Investigación (OPVI), págs. 119-170.
- CAMPBELL, T. (1979): «Optimal investment financing decisions and the value of confidentiality», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 14, págs. 913-924.
- CASADO, F. et al. (1997): «Eficiencia de las empresas familiares industriales en España», *Barcelona Management Review*, 4, págs. 42-52.

- CHAMI, R. (2001): «What is different about family businesses?», Documento de trabajo 01/70, International Monetary Fund Institute.
- CHANDLER, A. (1990): *Scale and Scope*, Cambridge, MIT Press.
- CHEMMANUR, T. y P. FULGHIERI (1995): «Information production, private equity financing, and the going public decision», Documento de trabajo, Columbia University [mimeo.].
- CHEMMANUR, T. y P. FULGHIERI (1999): «A theory of the going-public decision», *Review of Financial Studies*, 12, págs. 249-279.
- CHURCH, R. (1993): «The family firm in industrial capitalism: international perspectives on hypothesis and history», *Business History*, 35 (4), págs. 17-43.
- CLAVER, E., J. F. MOLINA y D. QUER (2000): «Estrategias corporativas en las empresas familiares del sector de la construcción», *I Congreso Nacional de Investigación sobre la Empresa Familiar. Ponencias y Comunicaciones*, Valencia, Organismo Público Valenciano de Investigación (OPVI), págs. 277-301.
- CNMV [COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES] (1990-1997): *Auditorías de Sociedades Emisoras*, Madrid.
- (1990-1999): *Informes Anuales*, Madrid.
- COMÍN, F. y P. MARTÍN ACEÑA (1996): «Los rasgos históricos de las empresas en España. Una panorámica», *Revista de Economía Aplicada*, 12, págs. 75-123.
- COX, D. (1987): «Motives for private income transfers», *Journal of Political Economy*, 95, págs. 508-546.
- CRESPI, F. y C. GISPERT (1999): «Block transfers, implications for the governance of spanish corporations», trabajo presentado en el III Foro de Finanzas de Segovia.
- DAILY, C. y S. THOMPSON (1994): «Ownership structure, strategic posture, and the firm growth: an empirical examination», *Family Business Review*, 7 (3), págs. 237-249.
- DAILY, C. M. y M. J. DOLLINGER (1993): «Alternative methodologies for identifying family versus non-family managed businesses», *Journal of Small Business Management*, 31 (2), págs. 25-34.
- DAVIS, P. (1983): «Realizing the potential of the family business», *Organizational Dynamics*, verano, págs. 47-56.
- DEGEORGE, F. y R. ZECKHAUSER (1993): «The Reverse LBO Decision and the firm performance: theory and evidence», *Journal of Finance*, 48, págs. 1323-1348.
- DEMSETZ, H. y K. LEHN (1985): «Structure of corporate ownership: Causes and Consequences», *Journal of Political Economy*, 93 (6), págs. 1155-1177.
- DONCKELS, R. y E. FROHLICH (1991): «Are family businesses really different? European experiences from STRATOS», *Family Business Review*, 4 (2), págs. 149-160.
- DREUX, D. R. (1990): «Financing family business: alternatives to selling out or going Public», *Family Business Review*, 3 (3), págs. 225-243.
- ESPINOSA, M. (1990): *Directorio de Accionistas*, Madrid, Unión Editorial S.P.A.
- FAMA, E. y M. JENSEN (1983): «Separation of ownership and control», *Journal of Law and Economics*, 26, págs. 301-325.
- FARIÑAS, J. C. y J. JAUMANDREU (1994): «La Encuesta sobre Estrategias Empresariales: características y usos», *Economía Industrial*, 299, págs. 109-119.
- FRIEDMAN, M. y S. FRIEDMAN (1994): *How to run a family business*, Cincinnati, Betterway Books.
- FUNDACIÓN EMPRESA PÚBLICA Y MINISTERIO DE INDUSTRIA Y ENERGÍA (1991, 1998): *Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE)*.

- GALLO, M. A. (1995): *La empresa familiar. Textos y casos*, Barcelona, Editorial Praxis.
- (1997): *La empresa familiar*, Pamplona, IESE, Universidad de Navarra.
- (2000): *El gobierno de la empresa familiar*, Barcelona, La Caixa.
- y M. J. ESTAPÉ (1994): «La empresa familiar en el sector español de la alimentación y bebidas: empresas familiares y no familiares», Documentos de Investigación 265 y 267, Pamplona, IESE.
- y C. GARCÍA (1989): «La empresa familiar en la economía española», *Papeles de Economía Española*, 39, págs. 67-85.
- y J. SVEEN (1991): «Internationalizing the family businesses: facilitating and restraining factors», *Family Business Review*, 4 (2), págs. 181-190.
- y A. VILASECA (1996): «Finance in family business», *Family Business Review*, 9 (4), págs. 387-401.
- GALVE, C. y V. SALAS FUMÁS (1992): «Estructura de propiedad de la empresa española», *Información Comercial Española*, núm. 701, págs. 79-90.
- (1993): «Propiedad y resultados de la gran empresa española», *Investigaciones Económicas*, 17 (2), págs. 207-238.
- (1994a): «Análisis de la estructura accionarial de la gran empresa», *Economía Aplicada*, 2 (4), págs. 75-102.
- (1994b): «Propiedad y resultados de la empresa: una revisión de la literatura teórica y empírica», *Economía Industrial*, núm. 300, págs. 171-198.
- (1995): «Propiedad y eficiencia de la empresa: teoría y evidencias empíricas», *Información Comercial Española*, núm. 740, págs. 119-130.
- (1996a): «Ownership structure and firm performance: some empirical evidence from Spain», *Managerial and Decision Economics*, 17 (6), págs. 575-586.
- (1996b): «Ownership and governance among large Spanish corporation», *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, núm. 17, págs. 65-78.
- GARCÍA ÁLVAREZ, E. (2001): *Los valores del fundador y su influencia en la empresa familiar*, Barcelona, Universidad Autónoma de Barcelona, [tesis doctoral].
- GERSICK, K. et al. (1997): *Generation to generation: life cycles of the family business*, Boston, Harvard Business School Press.
- GOFFEE, R. y R. SCASE (1985): «Proprietorial control in family firms: some functions of “Quasi-Organic” management systems», *Journal of Management Studies*, 22 (1), págs. 53-68.
- GÓMEZ-MEJÍA, L., M. M. LARRAZA-KINTANA y M. MAKRI (2001): «The determinants of executive compensation in family-owned firms», [trabajo no publicado].
- GRANT, R. M. (1991): «The resource-based theory of competitive advantage: implications for strategy formulation», *California Management Review*, 33 (3), págs. 114-135.
- GREIF, A. (1994): «Cultural beliefs and the organization of society», *Journal of Political Economy*, 102 (5), págs. 912-950.
- GUDMUNDSON, D., E. A. HARTMAN y C. B. TOWER (1999): «Strategic orientation: differences between family and non-family firms», *Family Business Review*, 12 (1), págs. 27-39.
- GUINJOAN, M. y J. M. LLAURADÓ (2000): *El empresario familiar y su plan de sucesión*, Madrid, Díaz de Santos.
- HABBERSHON, T. G. y M. L. WILLIAMS (1999): «A resource-based framework for assessing the strategic advantages of family firms», *Family Business Review*, 12 (1), págs. 1-25.
- HALL, P. D. (1988): «A historical overview of family firms in The United States», *Family Business Review*, 1 (1).

- HARRIS, R., J. MARTÍNEZ y J. L. WARD (1994): «Is strategy different for the family-owned business?», *Family Business Review*, 7 (2), págs. 159-174.
- HOLMSTRÖM, B. y J. TIROLE (1993): «Market liquidity and performance monitoring», *Journal of Political Economy*, 101, págs. 678-709.
- IBOTTSOON, R. y J. RITTER (1995): «Initial Public Offerings», en R. Jarrow *et al.* (eds.): *Finance: handbook in operations research and management science*, Amsterdam, Elsevier.
- INE [INSTITUTO NACIONAL DE ESTADÍSTICA] (1994-1999): *Directorio Central de Empresas* (DIRCE), Madrid.
- (varios años): *Encuesta de Población Activa*, Madrid.
- JAIN, B. y O. KINI (1994): «The post-issue operating performance of IPO firms», *Journal of Finance*, 49, págs. 1696-1726.
- JENSEN, M. (1986): «Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers», *The American Economic Review*, 76 (2), págs. 323-329.
- y W. MECKLING (1976): «Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, 3 (4), págs. 305-360.
- JONES, G. y M. ROSE (1993): «Family capitalism», *Business History*, vol. 35 (4), págs. 1-16.
- KANG, D. L. (1998): «Ownership structure and the boundaries of the firm: how large-block family owners lead to increased vertical integration, diversification and superior firm performance», Academy Management Annual Meeting Business Policy and Strategy Division, Documento de trabajo 117086, Boston, Harvard Business School.
- LANDES, D. S. (1951): «French business and businessman in social and cultural analysis», en E. Mead (ed.): *Modern France*, Princeton, Princeton University Press, págs. 334-353.
- LANSBERG, I. (1983): «Managing human resources in family firms: the problem of institutional overlap», *Organizational Dynamics*, verano, págs. 39-46.
- LAZONICK, W. (1991): *Business organization and the myth of the market economy*, Nueva York, Cambridge.
- LEECH, D. y J. LEAHY (1991): «Ownership structure, control type classifications and the performance of large british companies», *The Economic Journal*, 101, págs. 1418-1437.
- LELAND, H. E. y D. H. PYLE (1997): «Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation», *Journal of Finance*, 32, págs. 371-387.
- LEVERING, R. y M. MOSKOWITZ (1993): «The ten best companies to work for in America», *Business and Society Review*, 85 (1), págs. 26-38.
- LEVINSON, H. (1983): «Consulting with family business: what to look for, what to look out for», *Organizational Dynamics*, verano, págs. 71-80.
- LÓPEZ-GRACÍA, J. y C. AYBAR-ARIAS (2000): «An empirical approach to the financial behaviour of small and medium sized companies», *Small Business Economics*, 14, págs. 53-63.
- LYMAN, A. R. (1991): «Customer service: does family ownership make a difference?», *Family Business Review*, 4 (3), págs. 303-324.
- MANDELKER, G. (1974): «Risk and return: the case of merging firms», *Journal of Financial Economics*, 1, págs. 303-335.
- MARTÍNEZ, R. *et al.* (2000): «Una aproximación a la realidad estratégica de las empresas familiares andaluzas: actitud ante la innovación», *I Congreso Nacional de Investigación sobre la Empresa Familiar. Ponencias y Comunicaciones*, Valencia, Organismo Público Valenciano de Investigación, págs. 325-346.
- MERINO, F. y V. SALAS FUMÁS (1993): «Estrategias y resultados de la empresa familiar», Documento de trabajo 9307, diciembre, Fundación Empresa Pública.

- MIKKELSON, W. H., M. M. PARTCH y K. SHAH (1997): «Ownership and operating performance of companies that go public», *Journal of Financial Economics*, 44, págs. 281-307.
- MILES, R. y C. SNOW (1978): *Organizational strategy, structure, and process*, Nueva York, MacGraw Hill.
- MOLERO, A. y L. AGUSTÍN (1997): «Las empresas se lanzan a bolsa», *Actualidad Económica*, junio, págs. 12-14.
- y A. LALO (1997): «Las empresas familiares se lanzan a bolsa», *Actualidad Económica*, junio, págs. 13-16.
- MOSCETELLO, L. (1990): «The pitcairns want you», *Family Business Magazine*, febrero, págs. 26-32.
- NEUBAUER, F. y A. G. LANK (1999): *La empresa familiar: cómo dirigirla para que perdure*, Bilbao, Ediciones Deusto.
- PAGANO, M. (1993): «The flotation of companies on the stock market: a coordination failure model», *European Economic Review*, 37, págs. 1101-1125.
- y A. RÖELL (1998): «The choice of stock ownership structure: agency costs, monitoring and the decision to go public», *The Quarterly Journal of Economics*, 113, págs. 187-225.
- F. PANETTA y L. ZINGALES (1998): «Why do companies go public?: an empirical analysis», *The Journal of Finance*, 53 (1), págs. 27-64.
- PÉREZ-SORA AGUILAR, I. (2000): *Las ofertas públicas de adquisición en España 1989-1996: el modelo de gobierno empresarial organizativo*, Madrid, Universidad Complutense de Madrid, [tesis doctoral].
- PERVIN, A. (1997): «A conversation with Henry Mintzberg», *Family Business Review*, 10 (2), págs. 185-198.
- POLLAK, R. (1985): «A transaction cost approach to familiar and households», *Journal of Economic Literature*, 23, págs. 581-608.
- POZA, E. J. (1995): *A la sombra del roble. la empresa familiar y su continuidad*, Cleveland, Editorial Universitaria para la Empresa Familiar.
- T. ALFRED y A. MAHESHWARI (1997): «Stakeholders perceptions of culture and management practices in family and family firms», *Family Business Review*, 10 (2), págs. 135-155.
- PROWSE, S. (1992): «The structure of corporate ownership in Japan», *The Journal of Finance*, julio, págs. 1121-1140.
- RAJAN, R. G. (1992): «Insiders and outsiders: the choice between informed and arm's-length debt», *Journal of Finance*, 47, págs. 1367-1400.
- RITTER, J. R. (1987): «The costs of going public», *Journal of Financial Economics*, 19, págs. 269-281.
- RYDQVIST, K. y K. HÖGHOLM (1995): «Going public in the 1980: evidence from Sweden», *European Financial Management*, 1 (3), págs. 287-315.
- SALAS FUMÁS, V. (2000): «La cultura en las organizaciones», *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, vol. 7, págs. 341-364.
- SCHULZE, W. *et al.* (2001): «Agency relationships in family firms: theory and evidence», *Organization Science*, vol. 12 (2), págs. 99-116.
- SHANKER, M. y J. ASTRACHAN (1996): «Myths and realities: family business contribution to the U. S. economy: a framework for assessing family business statistics», *Family Business Review*, págs. 107-124.
- SHARMA, P., J. J. CHRISTMAN y J. H. CHUA (1997): «Strategic management of the family business: past research and future challenges», *Family Business Review*, 10, págs. 1-35.

- SHLEIFER, A. y R. VISHNY (1997): «A survey of corporate governance», *Journal of Finance*, 52, págs. 737-783.
- SIMON, H. (1997): *Líderes en la sombra*, Barcelona, Planeta, citado en J. Amat Salas (1998): *La continuidad de la empresa familiar*, Barcelona, Ediciones Gestión 2000.
- SINGER, J. y C. DONOHO (1992): «Strategic management planning for the successful family business», *Journal of Business and Entrepreneurship*, 4, págs. 39-51.
- SMYRNIOS, K., G. TANEWSKI y C. ROMANO (1998): «Development of a measure of the characteristics of family business», *Family Business Review*, 11 (1), págs. 49-59.
- TAGIURI, R. y J. A. DAVIS (1996): «Bivalent attributes of the family firm», *Family Business Review*, 9 (2), págs. 199-208.
- THOMSEN, S. y T. PEDERSEN (2000): «Ownership structure and economic performance in the largest european companies», *Strategic Management Journal*, 21 (6), págs. 689-705.
- UPTON, N. B. y R. HECK (1997): «The family business dimension of entrepreneurship», en D. L. Sexton y R. W. Smilor (eds.): *Entrepreneurship: 2000*, Chicago, Upstart Publishing.
- VALDALISO, J. M. y S. LÓPEZ (2000): *Historia económica de la empresa*, Barcelona, Crítica.
- VISSCHER, F., C. ARONOFF y J. WARD (1995): «Financing transitions: managing capital and liquidity in the family business», *Family Business Leadership Series*, 7, Business Owner Resources.
- WARD, J. L. (1988): «The special role of strategic planning for family businesses», *Family Business Review*, 1 (1), págs. 105-117.
- (1997): «Growing the family business: special challenges and best practices», *Family Business Review*, 10 (4), págs. 323-337.
- WILLIAMSON, O. E. (1985): *The economic institutions of capitalism*, Nueva York, Free Press.
- WINTER, M. et al. (1998): «Revisiting the study of family business: methodological challenges, dilemmas and alternative approaches», *Family Business Review*, 11 (3), págs. 239-251.
- WORTMAN, M. S. (1994): «Theoretical foundations for family-owned business: a conceptual and research-based paradigm», *Family Business Review*, 7 (1), págs. 3-27.
- YOSHA, O. (1995): «Information disclosure cost and the choice of financing source», *Journal of Financial Intermediation*, 4, págs. 3-20.
- ZINGALES, L. (1995): «Insider ownership and the decision to go public», *Review of Economics Studies*, 62, págs. 425-448.

Índice de cuadros y gráficos

CUADRO 1.1.	Importancia relativa de la empresa familiar en la economía de Estados Unidos, según el criterio de definición adoptado.....	25
CUADRO 1.2.	Entorno, tecnología y forma de empresa.....	33
CUADRO 2.1.	Evolución de las necesidades financieras en las sucesivas etapas de desarrollo de la empresa familiar...	68
CUADRO 3.1a.	Evolución del número de empresas en España (1994-1999).....	73
CUADRO 3.1b.	Evolución del número de empresas por sectores.....	74
CUADRO 3.2.	Distribución porcentual del número de empresas por clases de tamaño y sectores.....	74
CUADRO 3.3.	Reparto de los asalariados por tramos de tamaño.....	75
CUADRO 3.4.	Emprendedores en España (1980-2000).....	76
CUADRO 3.5.	Emprendedores sobre población activa en España (1980-2000).....	77
CUADRO 3.6.	Directivos en España: estructura porcentual por estudios terminados (1980-2000).....	78
CUADRO 3.7.	Empresarios con asalariados: estructura porcentual por estudios terminados (1980-2000).....	78
CUADRO 3.8.	Empresarios sin asalariados: estructura porcentual por estudios terminados (1980-2000).....	79
CUADRO 3.9.	Población activa: estructura porcentual por estudios terminados (1980-2000).....	79
CUADRO 3.10.	Distribución de las empresas por clases de tamaño (1998 y 1991).....	81
CUADRO 3.11.	Distribución de las empresas por edad.....	82
CUADRO 3.12.	Porcentaje de empresas por tamaño y edad.....	84
CUADRO 3.13.	Distribución sectorial de las empresas.....	85
CUADRO 3.14.	Participación de capital extranjero.....	86
CUADRO 4.1.	Volumen y composición del endeudamiento.....	105
CUADRO 4.2.	Utilización del crédito bancario.....	105
CUADRO 4.3.	Coste de la deuda bancaria.....	106
CUADRO 4.4.	Composición y tamaño de la plantilla.....	107
CUADRO 4.5.	Productividad y coste del trabajo.....	108
CUADRO 4.6.	Intensidad de capital.....	109
CUADRO 4.7.	Utilización de tecnologías avanzadas de fabricación.....	109
CUADRO 4.8.	Incorporación de innovaciones de proceso: maquinaria y/u organización.....	110
CUADRO 4.9.	Actividades de I+D: intensidad y composición.....	110

CUADRO 4.10.	Actividades de I + D: resultados de la actividad innovadora.....	111
CUADRO 4.11.	Porcentaje que los gastos en publicidad, propaganda y relaciones públicas representan sobre las ventas.....	112
CUADRO 4.12.	Actividades comerciales: canales de distribución.....	113
CUADRO 4.13.	Alcance de las actividades de la empresa.....	114
CUADRO 4.14.	Actividad exportadora.....	114
CUADRO 4.15.	Productividad del trabajo.....	116
CUADRO 4.16.	Resultados privados: cuotas de mercado y márgenes....	116
CUADRO 5.1.	Evolución de las empresas familiares cotizadas en bolsa en 1990 (1990-1997).....	124
CUADRO 5.2.	Evolución sectorial del grado de concentración de la propiedad de la empresa familiar (1990-1997)....	126
CUADRO 5.3.	Evolución sectorial de la estructura de propiedad de la empresa familiar según la naturaleza de los accionistas principales (1990-1997).....	129
CUADRO 5.4.	Evolución de la estructura económica y financiera de la empresa familiar y no familiar (1990-1997).....	131
CUADRO 5.5.	Evolución de la cuenta de resultados (1990-1997).....	135
CUADRO 5.6.	Evolución de la rentabilidad económica de la empresa familiar y no familiar (1990-1997).....	138
CUADRO 5.7.	Evolución de los tamaños medios de las empresas (1990-1997).....	139
CUADRO 5.8.	Evolución de la rentabilidad financiera de la empresa familiar y no familiar.....	141
CUADRO 5.9.	Decisiones operativas: empresas familiares <i>versus</i> empresas no familiares (1990-1997).....	143
CUADRO 5.10.	Decisiones de inversión y financieras de las empresas familiares <i>versus</i> las no familiares (1990-1997).....	147
CUADRO 5.11.	Resultados de las empresas familiares <i>versus</i> no familiares (1990-1997).....	152
CUADRO 6.1.	Características de las empresas familiares que salen a bolsa en la década de los noventa.....	166
CUADRO 6.2.	Estructura de propiedad de las empresas familiares después de salir a bolsa.....	170
CUADRO 6.3.	Evolución de las estructuras de activo y de pasivo de la empresa familiar que decide salir a bolsa.....	173
CUADRO 6.4.	Evolución de las ratios de equilibrio entre financiaciones e inversiones.....	175
CUADRO 6.5.	Evolución de la cuenta de resultados de la empresa familiar que sale a cotizar a bolsa.....	177
CUADRO 6.6.	Evolución de la rentabilidad de la empresa familiar que sale a cotizar a bolsa.....	180
GRÁFICO 2.1.	Comparación de la rentabilidad entre empresas familiares y no familiares.....	52
GRÁFICO 2.2.	Crecimiento y valor de la empresa al introducir preferencias por el control.....	56

Índice alfabético

- AERTS, R., 102
alcance, 18, 19, 21, 56, 57, 58, 93, 96, 114*c*
— amplio, 96
— reducido, 97, 100
altruismo, 29, 38, 40, 41, 42, 43, 99
ARONOFF, C. E., 68*c*, 100, 148
ASTRACHAN, J., 23
atributos empresa familiar
 continuidad, 24, 145, 148
 poder, 24, 32, 61, 65, 102, 123, 126
 propiedad, 15, 16, 20, 22, 23, 24, 26, 31*n*,
 32, 35, 38, 45, 53, 60, 61, 65, 67, 68*c*, 69,
 70, 71, 72, 80, 82, 84, 91, 93, 94, 97, 101,
 106, 107, 108, 113, 118, 119, 121, 123, 125,
 126 y *c* y *n*, 127, 129*c*, 145, 149, 151, 154,
 157, 158, 159, 160 y *n*, 161, 162, 163, 168,
 169, 170*c*, 177, 178, 187, 188, 190, 191
- BECKER, G., 25, 26
Berle, 38
BROKAW, L., 99, 148
- calidad y servicio, 99, 100, 101
CAMPBELL, T., 159
CHAMI, R., 28, 37, 38, 40
CHANDLER, A., 16, 18, 19, 35*n*, 36
CHEMMANUR, T., 159 y *n*
CHURCH, R., 19, 20
concentración accionarial, 62, 67, 150
confianza, 31, 34, 38, 43, 44, 60, 63, 159*n*
crecimiento, 19, 32, 36, 38, 47, 52, 53, 54, 55,
 56, 67, 68*c*, 69, 73, 76*c*, 83, 88, 98, 101, 106,
 118, 128, 130, 153, 154, 157, 160, 162, 164,
 167, 168*n*, 172, 174, 179, 183, 189, 191
- DAILY, C., 95*n*
DAILY, C. M., 95, 99, 145
- DAVIS, J. A., 27, 99, 145
definición empresa familiar
 amplia, 23, 24, 25*c*
 intermedia, 23, 24, 25*c*
 restrictiva, 23, 24, 25*c*
demografía empresarial, 71, 73
DEMSETZ, H., 160*n*
diferencias estadísticamente significativas
 decisiones financieras, 47, 106, 142, 147*c*, 148
 — de inversión, 121, 142, 146, 147*c*, 150,
 153, 187
 — operativas, 122, 142, 143*c*, 144, 145*n*, 153
 resultados económicos, 44, 47, 57, 68, 102,
 103, 115, 121, 137, 150, 179, 187
 — financieros, 63, 136, 150, 158, 172
 tamaño, 50, 151, 152*c* y *n*
distribución de empresas
 por edades, 82 y *c*, 83, 84*c*
 por sectores, 73, 74 y *c*, 83, 85*c*, 187
 por tamaño, 81 y *c*, 83, 84*c*, 90, 187
 participación de capital extranjero, 85,
 86*c*, 87*c*
diversificación, 57, 144
DOLLINGER, M. J., 95*n*, 99, 145
DONGKELS, R., 102
DONOHO, C., 95
DREUX, D. R., 98*n*, 149*n*
- economía de los costes de transacción, 26, 185
eficiencia productiva, 29, 51, 55, 56, 69, 103,
 107, 117, 122, 151
emprendedores
 directivos, 76 y *c*, 77 y *c*, 78, 79, 80, 88, 89,
 90, 185, 186
 empresarios con asalariados, 76 y *c*, 77 y *c*,
 78*c*, 79, 80, 89, 185, 186
 — sin asalariados, 76 y *c*, 79 y *c*, 80

- empresa dirigida por una familia, 31, 32
 — familiar agraria, 31 y *n*, 35
 — — *versus* empresa no familiar
 endeudamiento, 98*n*, 103, 104, 105*c*, 106, 136, 141 y *c*, 149, 150 y *n*, 152, 154, 162, 176, 184, 188
 estructura económico-financiera, 133, 172
 gastos financieros, 135*c*, 136, 144, 147*c*, 150*n*, 151
 — de personal, 134, 135*c*, 142 y *n*, 143*c*, 146
 rentabilidad económica, 136, 137, 138*c*, 139, 140, 141*c*, 151, 152*c*, 189
 — financiera, 139, 141*c*, 151, 152*c*, 189
 tamaño, 49, 55, 69, 81 y *c*, 83, 84*c*, 86, 87*c*, 103, 106*c*, 107*c*, 108 y *c*, 109*c*, 110*c*, 111 y *c*, 112 y *c*, 113 y *c*, 114*c*, 115, 116*c*, 117, 119, 137, 138 y *n*, 139*c*, 143*c*, 145, 152*c*, 154
 tasa de interés, 141 y *c*, 150
 valor añadido, 116*c*, 134, 135*c*, 138, 139*c*, 143*c*, 144, 146, 152
 estrategia de negocio, 96
 estrategias competitivas, 56, 59, 93, 94*n*, 95
 estructura de empresas por tamaños, 70, 71, 72, 73, 74 y *c*, 75, 88
 — de propiedad tras salir a bolsa
 consejo de administración, 163, 164, 168, 169 y *n*, 170*c*, 171 y *n*
 grado de concentración, 163, 164, 168, 169, 170*c*, 171
 identidad accionistas principales, 170*c*, 171
 evidencias empíricas a partir de la ESEE
 actividad exportadora, 113, 114 y *c*
 — de I+D, 110 y *c*, 111 y *c*
 alcance geográfico, 113, 114*c*
 cuota de mercado, 115, 116*c*, 118
 margen bruto, 116 y *c*
 productividad del trabajo, 115, 116*c*
 recursos comerciales, 112
 — financieros, 104, 161
 — físicos y técnicos, 108
 — humanos, 107, 145, 188
 evolución estructura de propiedad (1990-1997)
 grado de concentración, 126 y *c*, 127
 identidad accionistas principales, 127, 170*c*
- FAMA, E., 32*n*, 38
 familia como forma de gobierno
 inconvenientes, 27, 29, 34, 36, 44, 185
 ventajas, 27, 28, 30, 33, 34, 36, 185
 financiación con deuda, 65, 149, 174
 — con fondos propios, 61, 133, 174
 freno al crecimiento, 19, 29
 FRIEDMAN, M., 98
 FRIEDMAN, S., 98
 FROHLICH, E., 102
 fuentes de información
 Comisión Nacional Mercado Valores (CNMV), 123, 125*n*, 142, 164, 165 y *n*, 187
 Directorio de Accionistas, 123
 Directorio Central de Empresas (DIRCE), 71, 72, 73 y *c*, 74*c*, 75*c*, 88, 89
 Encuesta sobre Estrategias Empresariales (ESEE), 72, 80 y *n*, 81 y *c*, 82 y *c*, 84 y *c*, 85*c*, 87*c*, 90, 93, 103, 105*c*, 106*c*, 107*c*, 108*c*, 109*c*, 110*c*, 111*c*, 112*c*, 113*c*, 114*c*, 115*n*, 116*c*, 186
 Encuesta de Población Activa (EPA), 72, 73, 76 y *c*, 77*c*, 88, 89
 FULGHIERI, P., 159 y *n*
- GALLO, M. A., 16*n*, 17, 23, 24, 65*n*, 90, 98, 100, 101*n*, 102, 149 y *n*
 GALVE, C., 38, 103, 126*n*, 151, 160*n*, 178
 gestión y control del grupo familiar, 97, 101, 161
 gobierno de la empresa, 64, 65*n*, 98, 145*n*
 GOFFEE, R., 99, 145
 GÓMEZ-MEJÍA, L., 60*n*
 GRANT, R. M., 97*n*, 99
 GREIF, A., 21, 22, 34*n*, 35
 GUDMUNDSON, D., 95*n*
 GUINJOAN, M., 162
- HALL, P. D., 99, 145
 HARRIS, R., 95*n*
 HÓGHOLM, K., 161*n*
 HOLMSTRÖM, B., 159
- IBOTTSON, R., 159*n*
 incentivos, 27, 28, 32, 37, 64, 99, 161
 información consolidada (1990-1997)
 balance, 130, 142 y *n*, 147*c*, 148, 150*n*

- cuenta resultados, 134, 135*c*, 137
 estructura activo, 130
 — financiera, 130
 innovación, 59, 90, 95, 100, 185, 191
 Instituto Nacional de Estadística (INE), 72, 73
 y c, 74*c*, 75*c*, 78*c*, 79*c*
 intangibles, 59, 70, 99, 100, 117, 122, 133,
 145*n*, 148, 150, 187, 190, 191
 internacionalización, 101, 102, 104, 113

 JENSEN, M., 32*n*, 38, 60*n*, 150, 159, 162

 KANG, D. L., 124*c*, 125*n*, 134*n*, 145*n* 171*n*

 LANDES, D. S., 16, 18
 LANK, A. G., 17, 23 *y n*, 25*c*, 58, 59, 71, 148,
 161
 LAZONICK, 16, 18, 19
 LEAHY, J., 160*n*
 lealtad, 27, 29, 31, 37, 41, 42, 45, 99
 LEECH, D., 160*n*
 LEHN, K., 160*n*
 LELAND, H. E., 159
 LEVERING, R., 98, 146
 límite de inversión, 49, 51
 LLAURADÓ, J. M., 162
 LÓPEZ, S., 17*n*, 101*n*
 LYMAN, A. R., 99, 148

 mantener el control, 48, 52, 54, 58, 62, 154,
 157, 163, 171
 Means, 38
 MECKLING, W., 32*n*, 38, 60*n*, 159, 162
 MERINO, F., 16*n*, 81*c y n*, 82*c*, 105*c*, 106*c*,
 110*c*, 114*c*
 modelo valoración empresa familiar
 corolario 2, 55
 proposición 3, 55
 MOSKOWITZ, M., 98, 146
 motivación y control, 51, 56, 57

 necesidades de liquidez, 53, 64, 162
 NEUBAUER, F., 17, 23 *y n*, 25*c*, 58, 59, 71, 148,
 161

 oferta limitada de talento y habilidades, 29

 PAGANO, M., 157, 159, 160, 163*n*, 168*n*, 174*n*
 176*n*, 179*n*
 paternalismo, 37, 40, 41, 42, 44
 patrimonio familiar, 31, 48, 57, 58, 97, 102,
 144, 154, 161
 perfil empresa familiar que cotiza, 165, 188
 política de dividendos, 61, 63, 64
 POLLAK, R., 26*n*, 27, 31, 33, 34, 35, 99, 145
 POZA, E. J., 99, 101, 145, 148
 prima por riesgo, 48
 principales predicciones, 69, 103
 problema de la empresa familiar
 corolario 1, 50, 52
 proposición 1, 49
 — 1 bis, 50
 — 2, 50
 PROWSE, S., 160*n*
 PYLE, D. H., 159

 razones para salir a bolsa, 158, 163, 164, 172,
 176, 177
 rentabilidad, 50, 51, 52*g*, 54, 63, 68 *y c*, 69,
 70, 95, 122, 136, 137, 138*c*, 139, 140, 141 *y*
 c, 148, 151, 152 *y c*, 153, 155, 179, 180 *y c*,
 181, 182, 184, 189
 restricciones financieras, 58, 59, 97, 98, 100,
 102, 161
 — de habilidades y destrezas, 97, 99, 100, 102
 RITTER, J., 159*n*
 RITTER, J. R., 159
 RÓELL, A., 160
 RYDQVIST, K., 161*n*

 SALAS, V., 16*n*, 38, 43, 44, 81*c y n*, 82*c*, 103,
 105*c*, 106*c*, 110*c*, 114*c*, 126*n*, 151, 160*n*,
 178
 salir a bolsa
 beneficios, 157, 159
 costes, 157, 159
 cuenta de resultados, 177
 estructura de activo, 172
 — de pasivo, 174
 SCASE, R., 99, 145
 SCHULZE, W., 37, 38, 40, 60*n*
 SHANKER, M., 23
 SHARMA, P., 57*n*, 94*n*, 95
 SHLEIFER, A., 159*n*

- SINGER, J., 95
- SMYRNIOS, K., 93
- sociedades colectivistas, 21
- individualistas, 21, 36
- supervisión, 27, 28, 29, 31, 32, 38, 45, 99, 159
- supervivencia, 35, 41, 42, 51, 69, 82, 95, 97,
98, 100, 101, 118, 123, 161, 190
- en bolsa (1990-1997), 123, 161
- SVEEN, J., 100, 101*n*
- TAGIURI, R., 99, 145
- tamaño-rentabilidad, 69, 103
- tasa de retención, 53
- tecnologías intensivas en capital, 98, 107,
109
- — en trabajo, 98
- THOMPSON, S., 95*n*
- TIROLE, J., 159
- transferencia de derechos políticos, 61, 62
- trasvase de conflictos, 29
- VALDALISO, J. M., 17*n*
- valorar influencia de salir a bolsa
- rentabilidad económica, 136, 137, 138*c*,
139, 140, 141*c*, 151, 152*c*, 179, 180*c*, 181 y
n, 184, 189
- financiera, 139, 140, 141 y *c*, 152*c*,
180*c*, 181
- ventaja competitiva en costes, 58, 96
- — en valor o diferenciación, 58, 96,
101
- VILASECA, A., 98*n*, 149*n*
- VISHNY, R., 159*n*
- WARD, J. L., 68*c*, 95*n*, 99, 100, 101, 148
- WORTMAN, M. S., 93, 94
- YOSHA, O., 159
- ZINGALES, L., 157, 159, 160, 163*n*, 174*n*, 176*n*,
179*n*

Nota sobre los autores

CARMEN GALVE GÓRRIZ, doctora en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Zaragoza, es profesora titular de Organización de Empresas en la Universidad de Zaragoza (desde 1996). Sus líneas de investigación se centran en el estudio de la influencia de los grupos de interés (*stakeholders*) en la eficiencia privada y social de las organizaciones. Ha publicado libros y trabajos de investigación en revistas académicas de ámbito nacional e internacional.

VICENTE SALAS FUMÁS, doctor en Management por la Universidad de Purdue (Estados Unidos), es catedrático de las Universidades Autónoma de Barcelona (1990-1993) y de Zaragoza (desde 1996). En 1992 recibió el Premio Rey Jaime I de Economía. Entre 1994 y 1998 fue Consejero del Banco de España. Su trabajo académico se ha centrado en el área de la Economía de las organizaciones, con publicaciones en revistas nacionales e internacionales.

La empresa familiar en España es un estudio riguroso de un conjunto de empresas que constituyen un motor fundamental del desarrollo en nuestra economía. Galve y Salas integran las ideas de dirección estratégica y gobierno corporativo más relevantes para este colectivo de empresas y las aplican al estudio del caso español en años recientes. Con sus análisis de la estructura de propiedad, la estrategia, las decisiones de inversión y financiación y los resultados, los autores ofrecen una amplia visión de la empresa familiar española. Hace tiempo que debería haberse publicado un estudio como éste.

Belén Villalonga Morenés

Assistant Professor of Business Administration
Harvard Business School

La empresa familiar española ha pasado de ser la *cenicienta* de la economía a convertirse en uno de los motores del crecimiento exportador y tecnológico. En este importante libro, dos de los mejores economistas de la empresa nos ofrecen un análisis conceptual y empírico que permite abordar rigurosamente los aspectos más candentes del gobierno, financiación, crecimiento, innovación y resultados de la empresa familiar durante las dos últimas décadas. Los autores demuestran el extraordinario dinamismo que la apertura al exterior de la economía española y el mayor grado de competencia han desatado entre las empresas familiares.

Mauro F. Guillén

Professor
The Wharton School
University of Pennsylvania

Con la realización de este libro, Galve y Salas han venido a llenar un importante vacío en el campo de investigación de la empresa familiar, pues a pesar de su importancia como principal fuente generadora de empleo y riqueza en todos los países del mundo, y en particular en España, resulta sorprendente la escasez de estudios sobre este colectivo. A pesar de que en los últimos años el interés creciente por la empresa familiar ha dado lugar a numerosas publicaciones, en ningún caso ésta había sido analizada y estudiada con tanta rigurosidad como en el presente libro.

En definitiva, el libro constituye una obra de consulta imprescindible para todos aquellos interesados en la empresa familiar, ya sea desde el punto de vista de la investigación como desde el de la gestión, pues ambos tipos de usuarios encontrarán en él herramientas útiles para abordar los distintos desafíos que se plantean a las empresas familiares en los actuales entornos competitivos.

Luis Gómez-Mejía

Professor of Management
W. P. Carey School of Business
Arizona State University

Fundación **BBVA**

ISBN 84-95163-89-1



9 788495 163691