

# ¿DETERMINA LA PROPIEDAD FAMILIAR DIFERENCIAS EN LAS RELACIONES ENTRE PREFERENCIAS, COMPORTAMIENTO Y RESULTADOS EN LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS COTIZADAS?\*

CARMEN GALVE-GÓRRIZ  
VICENTE SALAS-FUMÁS  
*Universidad de Zaragoza*

Este trabajo investiga las diferencias en comportamiento y resultados de las empresas familiares y no familiares españolas que cotizan en bolsa. Para ello, se examinan las relaciones entre forma de propiedad, función objetivo y restricciones de la empresa, que determinan las decisiones de asignación de recursos y, finalmente, los resultados económicos. La hipótesis general del trabajo es que las fuertes preferencias por mantener el control de la empresa en el seno de la familia, restringen las decisiones de maximización del beneficio de las empresas familiares, de manera que, en entornos competitivos, la viabilidad económica de la empresa familiar requiere un nivel de eficiencia productiva superior al de la no familiar. La evidencia empírica para el caso español muestra que las empresas familiares operan bajo una restricción de tamaño, producen con mayor nivel de eficiencia pero finalmente obtienen resultados económicos similares a los de las no familiares.

*Palabras clave:* propiedad familiar de la empresa, productividad total de los factores, rentabilidad.

*Clasificación JEL:* G30, G32, G35.

**E**l estudio de la relación entre propiedad de las empresas y resultados económicos ha dedicado gran atención a la comparación entre empresas familiares y no familiares. El interés por conocer la influencia de la propiedad familiar sobre la conducta y resultados de las empresa, arranca de las valoraciones de historiadores de la empresa, como Chandler (1994) o Landes (1996),

---

(\*) Los autores agradecen la ayuda financiera del proyecto ECO2009-13158 del Ministerio de Ciencia e Innovación. También agradecen los valiosos comentarios de dos evaluadores anónimos y del Editor Asociado de la Revista.

sobre el freno al progreso económico que ha supuesto históricamente, en países como el Reino Unido y Francia, la presencia dominante de empresas controladas por familias. La empresa familiar mantiene su importancia en épocas más recientes y en todas las economías del mundo, independientemente de su desarrollo económico [Burkart *et al.* (2003)]. En mercados competitivos, cualquier forma de propiedad que lleve a resultados económicos inferiores a las demás debería de perder presencia en el tejido empresarial y, con el tiempo, la selección natural llevará a la desaparición de las formas ineficientes. La notable presencia de empresas familiares en las economías de todo el mundo debe interpretarse como evidencia de que la propiedad familiar y el modelo de gestión que le acompaña responde a demandas reales de los mercados.

La Economía Institucional postula la hipótesis general de que la forma de propiedad de la empresa es resultado de decisiones racionales en las que se toman en consideración la naturaleza de las transacciones que se han de gobernar [Demsetz (1983) y Williamson (1985)]. Demsetz y Lehn (1985) fueron los primeros en contrastar que, controlando por los factores que condicionan la elección racional de la propiedad de la empresa, las posibles diferencias de resultados económicos entre ellas serán independientes de su forma de propiedad. Cho (1998), Himmelberg *et al.* (1999) y Demsetz y Villalonga (2001), entre otros, encuentran evidencias empíricas que confirman los resultados y predicciones de Demsetz y Lehn. Cuando el estudio de la relación entre propiedad y resultados de las empresas se concreta en la comparación entre los colectivos de empresas familiares y no familiares las conclusiones son menos claras.

En su sentido más amplio, las empresas familiares comprenden a las sociedades mercantiles donde el empresario fundador y/o miembros de su familia permanecen involucrados en la actividad de la empresa. Holderness y Sheehan (1988) encuentran que, en un colectivo de grandes empresas en Estados Unidos, las empresas familiares son menos rentables que las no familiares; Bloom y van Reenen (2007) por su parte, y en una muestra de grandes empresas con sede en distintos países del mundo encuentran evidencias que llevan a conclusiones parecidas. McConaughy *et al.* (1998), Anderson y Reeb (2003b), Villalonga y Amit (2006) y Miller *et al.* (2007), en empresas de Estados Unidos, encuentran que el conjunto de sociedades donde la familia fundadora está presente en la empresa obtiene unos resultados económicos medios superiores a los del resto de sociedades con las que se compara. Sraer y Thesmar (2007), con empresas francesas, y Maury (2006) y Barontini y Caprio (2006) con empresas de diferentes países europeos, llegan a conclusiones similares. Para el caso español Galve-Górriz y Salas-Fumás (1996) y Sacristán y Gómez-Ansón (2005) no encuentran diferencias entre resultados económicos de empresas familiares y no familiares.

La familia fundadora puede mantener su relación con la empresa de distintas formas. En este sentido se demuestra especialmente relevante la distinción de Villalonga y Amit (2006) entre familias propietarias (concentran derechos políticos y económicos), familias que controlan (tienen suficientes derechos políticos para controlar las decisiones importantes) y familias que dirigen (ocupan los puestos clave de gestión) la empresa. Los autores analizan si la contribución a la creación de valor económico atribuible a la presencia de la familia en la empresa, depende

de si la presencia se produce como familia propietaria, como grupo de control o como equipo de gestión. Sus resultados muestran que la vinculación de la familia con la empresa crea valor principalmente cuando el empresario fundador dirige la empresa, una conclusión consistente con los resultados anteriores de Anderson y Reeb (2003b) y corroborada más tarde por los de Miller *et al.* (2007).

En este trabajo se presenta evidencia empírica sobre la comparación de la conducta y los resultados de empresas familiares y empresas no familiares, a partir de una muestra de empresas españolas que permanecen cotizadas en la Bolsa de Madrid todos los años entre 1990 y 2002. El colectivo de empresas familiares en la muestra incluye a las sociedades cotizadas donde el grupo de control de la sociedad está formado por miembros de la misma familia, que además poseen un alto porcentaje de acciones de la empresa, y por tanto, unos altos derechos económicos. Los resultados muestran que las empresas que pertenecen al colectivo que bajo el criterio anterior llamamos familiares, obtienen unos resultados económicos (ROA,  $q$  de Tobin) similares a los de empresas controladas por grupos no familiares pero, sin embargo, los dos colectivos difieren en cuanto a crecimiento, dimensión, tecnología y eficiencia productiva (productividad total de los factores o PTF). En este sentido, el colectivo de empresas familiares alcanzan una tasa media de crecimiento inferior y una dimensión media menor que el colectivo de empresas no familiares; la empresa familiar utiliza tecnologías más trabajo intensivas y tiene mayor PTF que la no familiar.

La estructura accionarial de las empresas cotizadas en España (con algunas excepciones, principalmente antiguos monopolios públicos privatizados y entidades financieras que se excluyen de la muestra de empresas utilizada en el trabajo) muestra unos elevados grados de concentración accionarial, de manera que la influencia de la propiedad sobre los resultados de la empresa tiene sentido abordarla en términos de comparación de empresas con distintos grupos de control. Esto significa que la distinción entre influencia de la familia en la empresa como propietaria, como grupo de control o como equipo de dirección, que hacen Villalonga y Amit (2006), no es posible replicarla. Por el contrario, la aportación de nuestro trabajo a la literatura se concreta en los posibles *trade-off* a que se enfrentan las empresas familiares cuando la relativamente intensa preferencia por mantener el control dentro de la familia pasa porque la familia posea una alta participación accionarial de la empresa. Cuando esto sucede, la empresa familiar opera bajo la restricción de mantener la inversión total dentro de unos límites que permitan mantener el control sin una excesiva exposición a los riesgos para el patrimonio personal, una parte sustancial del cual está invertido en la empresa. En mercados competitivos, la restricción adicional bajo la que opera la empresa familiar debería de amenazar su supervivencia a no ser que la empresa familiar consiguiera alguna ventaja por su condición de empresa familiar, inaccesible para las empresas no familiares y que actuara como factor de compensación. La aportación principal del trabajo es, por tanto, aislar los efectos de signo opuesto que pueden explicar el resultado empírico de unos beneficios económicos similares para empresas familiares y no familiares entre las empresas españolas cotizadas.

La forma de propiedad influye en los costes de transacción, en general y de agencia, en particular, en que incurre la empresa. En la visión tradicional de la re-

lación entre estructura de propiedad y resultados de las empresas, la influencia de la propiedad sobre el beneficio se produce exclusivamente a través de la función objetivo de la empresa: maximizar el beneficio en la empresa controlada por los accionistas y maximizar los ingresos en la empresa controlada por la dirección; las posibilidades de producción eran las mismas para las dos formas de propiedad [Marris (1964), Baumol (1967) y Williamson (1964)]. La moderna visión contractual de la empresa, en cambio, recalca que la propiedad influye en las restricciones de la empresa (posibilidades de producción) pero la función objetivo bajo la que se toman las decisiones es siempre la maximización del beneficio [Jensen y Meckling (1976), Demsetz (1983) y Williamson (1985)]. Si la propiedad familiar ahorra costes de agencia [Anderson y Reeb (2004)], por ejemplo, esto se reflejará en una superior eficiencia productiva (PTF) en comparación con la empresa no familiar<sup>1</sup>. Sin embargo, la propiedad familiar, altera las preferencias de quienes deciden sobre la empresa, porque poseer y mantener el control de la empresa entre los miembros de la familia tiene un peso relativo muy superior en las preferencias del propietario-decisor familiar que en las del propietario no familiar [Gómez-Mejía *et al.* (2007)]. La preferencia por el control condiciona las decisiones de crecimiento e inversión de la empresa familiar pues dichas decisiones se acomodarán a la restricción de no entregar el control de la empresa a accionistas ajenos a la familia. Excepto cuando la familia sea inmensamente rica, es de esperar que la prioridad por el control lastre el crecimiento y la dimensión de la empresa familiar y/o que las empresas familiares muestren preferencias por tecnologías menos capital intensivas, que ahorren inversión por unidad de output producido.

Si la propiedad influye en los costes de transacción y por ello en la frontera de posibilidades de producción de la empresa, los contrastes alrededor de la relación entre propiedad y resultados de la empresa deberían concentrarse en medidas de eficiencia productiva, por delante de medidas de rentabilidad económica. Sin embargo, la evidencia sobre propiedad familiar y PTF es relativamente escasa. Hill y Snell (1989) y McConughy *et al.* (1998) comparan la productividad aparente del trabajo de empresas familiares y no familiares pero no controlan por diferencias en la intensidad de capital. Galve-Górriz y Salas-Fumás (1996), para empresas cotizadas españolas, encuentran que la PTF de las empresas familiares es superior a la de las no familiares, mientras que Barth *et al.* (2005) para empresas noruegas pequeñas y medianas llegan a la conclusión opuesta. Martikainen *et al.* (2009), para empresas manufactureras del S&P 500, encuentran que la PTF de las empresas familiares es superior a la de las no familiares. Por último, Bloom y van Reenen (2007) encuentran, para una muestra de empresas de varios países del mundo, que las empresas familiares que adoptan la regla del primogénito para la sucesión, innovan menos en métodos de gestión y por ello serán menos eficientes que el resto de empresas consideradas.

---

(1) El problema de agencia o problema del principal se formula como maximizar el beneficio del principal sujeto a las restricciones de participación y de incentivos que recogen la conducta del agente. Si el principal pudiera observar el esfuerzo del agente la condición de incentivos del problema anterior se modifica y la eficiencia de la relación entre principal y agente aumenta, así como el beneficio final.

La elevada concentración accionarial entre las empresas que conforman la base de datos de este trabajo contrasta con la dilución de la propiedad accionarial que se observa en otras muestras precedentes de países como EEUU [Anderson y Reeb (2003b), Villalonga y Amit (2006) y Miller *et al.* (2007)] y el Reino Unido [Franks, Mayer y Rossi (2004)]. En EEUU la familia controla la empresa desde posiciones accionariales minoritarias, lo cual significa que necesita dedicar menos recursos del patrimonio familiar a invertir en la empresa para asegurar el control. En España y en la mayoría de países en donde la concentración accionarial elevada es la norma más que la excepción [La Porta *et al.* (1999), Morck *et al.* (2000), Claessens *et al.* (2000) y Faccio y Lang (2002)], la familia necesita casi mayoría accionarial para controlar la empresa y por tanto una buena parte del patrimonio familiar se destinará a ese objetivo. Todo ello significa que la muestra de empresas españolas ofrece unas condiciones de partida más adecuadas para contrastar los efectos de las preferencias por el control en forma de restricción al crecimiento, que la muestra de empresas procedente de países como EEUU, donde la familia controla la empresa desde posiciones minoritarias.

En la sección 1 se presenta el marco teórico sobre el análisis económico de la empresa familiar comparada con las empresas que no se enfrentan a la restricción de crecimiento-tamaño. La sección 2 contiene el análisis empírico de comportamiento y *performance* de las empresas familiares y no familiares cotizadas en el Mercado de Valores. El apartado 3 muestra los resultados de un ejercicio de robustez. Las conclusiones contienen una discusión y síntesis de los principales resultados del trabajo.

## 1. MARCO CONCEPTUAL Y MODELO DE COMPORTAMIENTO

En este apartado se presentan los resultados teóricos que posteriormente orientarán el análisis empírico. Para ello, en primer lugar, se presenta el modelo de comportamiento que corresponde a la empresa familiar teniendo en cuenta las preferencias por el control que manifiestan los miembros de la familia propietaria de la empresa. La principal implicación de esta preferencia es que la empresa familiar toma decisiones de maximización del beneficio con una restricción adicional que en general no estará presente entre las empresas no familiares. En segundo lugar, se analizan las posibles ventajas de la forma de propiedad familiar, en términos de menores costes de transacción, que pueden compensar la desventaja competitiva que supone una fuerte preferencia por el control. Estas posibles ventajas se manifestarán previsiblemente en una superior eficiencia productiva de la empresa familiar en comparación con la no familiar.

### 1.1. Maximización del beneficio en la empresa familiar

La literatura económica sobre empresa familiar ha destacado como característica más distintiva de esta forma de empresa, el deseo de mantener la propiedad y el control de la compañía en manos de un grupo de personas que comparten lazos familiares, y que el control se transfiera a las futuras generaciones [Pollak (1985), Casson (1999), Chami (1999) y Gómez-Mejía *et al.* (2007)]. La fuerte preferencia por el control de la empresa en un núcleo de personas con vínculos de

parentesco, que distingue a la empresa familiar, tiene razones emocionales (como el reforzamiento del vínculo familiar a través del nexo de unión adicional que supone el proyecto empresarial compartido) o simplemente forma parte de los beneficios no pecuniarios del control reforzados por el deseo de la familia de utilizar la empresa como instrumento de poder, dentro de lo que Demsetz y Lehn (1985) denominan “amenidades potenciales”.

En las empresas no familiares los accionistas con paquetes significativos de acciones venderán las acciones y transferirán el control de la empresa teniendo en cuenta únicamente el precio que reciben a cambio de ceder ese control y los beneficios monetarios, y de otra índole, que les reporta. Sin embargo, en las empresas familiares la fuerte preferencia por el control de la empresa supone que los propietarios obtienen beneficios intangibles singulares ligados a factores emocionales o de poder social, que no aparecen, o están más atenuados, en otros grupos de control. Un inversor ajeno a la familia potencialmente interesado en la compra de la empresa no estará dispuesto, en general, a pagar un precio adicional por los beneficios singulares que obtienen los miembros de la familia fundadora por mantener la empresa; esto significa, entre otros aspectos, que los períodos de tiempo en que se mantiene la propiedad familiar de una empresa serán más largos que el tiempo que transcurre entre transferencias del control en empresas cuyo grupo de control es no familiar [Hernández y Galve (2008)].

Excepto en condiciones excepcionales de grandes patrimonios particulares, la preferencia por el control de la empresa familiar condicionará el crecimiento de la empresa al cumplimiento de la condición de que la familia cuente con suficientes recursos generados en su seno como para financiar ese crecimiento manteniendo los riesgos bajo control (por ejemplo, limitando la financiación a través de deuda y manteniendo el patrimonio particular de los miembros suficientemente diversificado). Es decir, esperamos que la preferencia por el control termine manifestándose en forma de restricción financiera que la empresa familiar añade a las restricciones de carácter tecnológico o comercial, que afectan a todas las empresas independientemente de su forma de propiedad.

Veamos, con una cierta formalidad, algunas implicaciones empíricamente contrastables que resultan de maximizar el beneficio bajo las preferencias por el control familiar. Supóngase un escenario donde empresas familiares y no familiares producen un output,  $Q$ , para ser vendido en el mercado, utilizando para ello trabajo  $L$  y capital  $K$ . El precio del output ( $p$ ) y los precios del trabajo y del capital ( $w$  y  $c$ , respectivamente) son los mismos para los dos tipos de empresas porque venden al mismo mercado final y se proveen en los mismos mercados de factores. La tecnología de producción es representada por la función de producción neoclásica  $Q = F(K, L; O)$ , donde el índice  $O$  captura el efecto de la propiedad sobre la tecnología de producción (incluida la eficiencia productiva), de manera que  $O$  puede indicar propiedad familiar,  $O = PF$ , o propiedad no familiar,  $O = PNF$ . La función  $F(\ )$  es una función creciente y cóncava con  $K$  y  $L$ . El problema de maximización del beneficio de la empresa familiar se formula como

$$\begin{aligned} \text{Max} B &= pQ - wL - cK \\ &K, L \end{aligned}$$

¿Determina la propiedad familiar diferencias en las relaciones entre preferencias...?

Sujeto a  $Q = F(K, L; PF)$

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

Donde  $K \leq \bar{K}$  expresa la restricción financiera en que se traduce la preferencia por el control. Es decir,  $\bar{K}$  es el volumen de inversión total en capital productivo que permite a la familia mantener el control y al mismo tiempo no sobrepasar un límite razonable de exposición al riesgo<sup>2</sup>. Para la empresa no familiar,  $O = PNF$ , la restricción financiera no existe.

Sea  $\lambda$  el multiplicador de Lagrange de la restricción del capital (precio sombra de capital). Las condiciones necesarias de óptimo son,

$$p \frac{\partial F_F}{\partial K} = c + \lambda \quad [1]$$

$$p \frac{\partial F_F}{\partial L} = w \quad [2]$$

De la ecuación [1] se desprende que cuando la fortuna familiar limita el volumen de capital productivo de la empresa,  $\lambda > 0$ , la empresa familiar soporta un sobre-coste en su capital productivo, comparado con el coste de uso  $c$  que soporta la no familiar, igual al precio sombra  $\lambda$ . Llamemos  $\Sigma_K$  a la elasticidad del output  $Q$  con respecto al capital  $K$ , y  $\Sigma_L$  a la elasticidad del output con respecto al trabajo,  $L$ . A partir de [1] y [2] se obtiene:

$$\frac{K}{L} = \frac{w \Sigma_K}{(c + \lambda) \Sigma_L} \quad [3]$$

Donde las variables  $K$ ,  $L$  y  $\lambda$  están en sus valores óptimos. Las primeras predicciones del modelo se resumen como sigue:

*Resultado 1*

- a) El tamaño de la empresa familiar es menor o igual al de la empresa no familiar.
- b) La combinación de capital y trabajo que maximiza el beneficio de las empresas familiares y no familiares implica que la relación capital por empleado de las empresas familiares es menor o igual que la correspondiente a las no familiares y estrictamente inferior si la restricción financiera es limitativa.
- c) El beneficio de la empresa familiar es menor o igual al de la empresa no familiar.

---

(2) En términos generales, el valor de  $\bar{K}$  podría explicarse como el resultado de un problema de maximización de una función de utilidad, donde la utilidad incrementa con los beneficios y decrece con el tamaño ( $K$ ) porque tamaños más grandes implican una mayor dilución de los derechos de control familiar, sujeto a la restricción tecnológica de la función de producción. El motivo de incorporar las preferencias por el control directamente a través de un límite en el capital invertido obedece sólo al deseo de simplificar la exposición.



El resultado 1a) es inmediato a partir de la restricción derivada de la preferencia por el control entre las empresas familiares, cuando la variable de tamaño de la empresa es el total de capital invertido (aunque es extensible a otra variable de tamaño como la producción,  $Q$ , o las ventas,  $pQ$ ). El resultado 1b) también es inmediato, esta vez a partir de [3] y teniendo en cuenta que las elasticidades del output con respecto al trabajo y al capital son las mismas para empresas familiares y no familiares (por la hipótesis de igual tecnología productiva para las dos formas de empresa) y que  $\lambda$  es positiva para las empresas familiares y cero para las no familiares. Finalmente, 1c) se justifica porque al añadir restricciones al problema de maximización, el valor de la función objetivo en ese máximo no puede aumentar con respecto al máximo con menos restricciones (recuérdese que hasta ahora se supone que empresas familiares y no familiares tienen la misma tecnología de producción).

La empresa familiar tiene a su alcance atenuar la penalización que las preferencias por el control imponen en el coste efectivo del capital, a través de la utilización de tecnologías de producción menos capital intensivas. La intensidad relativa de la tecnología para cada recurso productivo se recoge en las elasticidades  $\Sigma_K$  y  $\Sigma_L$ , de manera que una tecnología menos capital intensiva supone un menor valor de  $\Sigma_K$ . La eventual evidencia empírica de que las empresas familiares eligen tecnologías menos capital intensivas, reforzaría la hipótesis de que las fuertes preferencias por el control familiar llevan a preferir tecnologías con menos necesidades de inversión y financiación externa para producir una unidad de producto.

### 1.1.1. Relación entre tamaño de la empresa y rentabilidad

Interesa analizar las implicaciones de la restricción singular de las empresas familiares para el contraste empírico de la relación entre tamaño de la empresa y rentabilidad del capital, porque será una vía que permita el contraste de otras predicciones del modelo y con ello dar más robustez a las conclusiones.

La rentabilidad bruta del capital invertido,  $R$ , viene dada por

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

La derivada de  $R$  con respecto de  $K$  para valores óptimos de  $L$  es igual a

$$\frac{\partial R}{\partial K} = \frac{1}{K} \left[ p \frac{\partial F}{\partial K} - R \right]$$

Sustituyendo [1] y para la empresa familiar tenemos

$$\frac{\partial R_F}{\partial K} = \frac{1}{K} [c + \lambda - R_F] \quad [4]$$

En mercados competitivos la rentabilidad media del capital será igual a su coste de uso, es decir  $R = c$ , tanto para empresas familiares como para las no familiares. Esto implica

$$\frac{\partial R_F}{\partial K} = \lambda / K > \frac{\partial R_{NF}}{\partial K} = 0$$



Se cumple, por tanto, que la rentabilidad del capital es independiente del stock de capital entre las empresas no familiares (como era de esperar entre empresas que maximizan el beneficio sin restricciones adicionales). Sin embargo, entre las empresas familiares la rentabilidad se espera que aumente con el stock del capital.

En competencia imperfecta los beneficios económicos de las empresas serán generalmente positivos, es decir  $R > c$ , para los valores de las variables que maximizan el beneficio. De acuerdo con [4], entre empresas no familiares con poder de mercado la variación de la rentabilidad ante aumentos en el stock del capital invertido será de signo negativo ( $c - R < 0$ ), mientras que entre empresas familiares, también con poder de mercado, el signo está indeterminado ( $[c + \lambda - R_F]$  puede ser positivo o negativo porque  $\lambda$  es positiva).

### *Resultado 2*

La variación marginal de la rentabilidad del capital al variar el stock de capital de la empresa en el colectivo de empresas familiares, es mayor o igual que la variación marginal en el colectivo de empresas no familiares (el precio sombra del capital de las empresas familiares es mayor o igual que el correspondiente a las empresas no familiares).

## *1.2. Competencia en los mercados y eficiencia de las empresas familiares*

En igualdad de condiciones en la tecnología, organización y competencia para empresas familiares y no familiares, las primeras, que operan con una restricción adicional, a lo sumo pueden alcanzar un nivel de resultados económicos similar al de la empresa no familiar pero nunca superior. Esta conclusión se ha enfatizado por distintos autores [Fama y Jensen (1983a,b) y Ang *et al.* (2000)] y queda reflejada en el resultado 1c). Más aún, para que la restricción adicional no suponga pérdidas económicas en un entorno de intensa competencia, la empresa familiar debe de beneficiarse de ventajas singulares que no son alcanzables para otras formas de propiedad. La literatura económica ha destacado las potenciales ventajas de la propiedad familiar sobre otros grupos de control<sup>3</sup>, pero también posibles inconvenientes<sup>4</sup>, distintos a los que tienen su origen en la restricción de tamaño. Es importante

---

(3) Por el lado positivo, se argumenta que las relaciones familiares refuerzan la cohesión y confianza entre los socios y, a veces, entre los trabajadores [Pollak (1985) y Chami (1999)]; incrementan el nivel de compromiso para desarrollar el proyecto empresarial, puesto que el éxito de la empresa también intensifica la reputación de la familia que la ha creado [Lyman, (1991) y Brokaw (1992)]; y alargan el horizonte temporal en la toma de decisiones, puesto que se espera que las futuras generaciones continuarán con el compromiso de conseguir una mayor prosperidad para la empresa que han recibido de sus antecesores [James (1999) y Stein (1989)].

(4) Por el lado negativo, los propietarios familiares de control están, en general más atrincherados en la empresa que los no familiares y por ello tienden a retrasar la profesionalización de la dirección de la empresa. Además, cuando deciden incorporar directivos profesionales estos acostumbran a proceder de un círculo limitado de relaciones de parentesco, lo que limita las posibilidades de elegir [Gomez-Mejia *et al.* (2001), Burkart *et al.* (2003) y Pérez-González (2006)]. Por otra parte, la concentración de la propiedad no previene de otros problemas de gobierno corporativo que surgen como consecuencia de los posibles conflictos de intereses entre los miembros familiares, o la distorsión de incentivos a que dan lugar el comportamiento altruista entre familiares [Lansberg (1983), Chami (1999) y Schulze *et al.* (2001)].

resaltar que las ventajas e inconvenientes de la propiedad familiar deben reunir aspectos singulares diferentes de los que simplemente son atribuibles a una mayor o menor concentración accionarial, pues éstos se manifiestan sea cual sea el grupo que controla la empresa<sup>5</sup>.

Podría argumentarse que la condición de supervivencia de las empresas familiares no está determinada porque la empresa consiga una rentabilidad suficiente como para compensar los costes de oportunidad de la inversión, sino por la condición de que los beneficios pecuniarios y no pecuniarios superen un determinado umbral. Si así fuera, las empresas familiares podrían operar con una rentabilidad de la inversión inferior al coste de oportunidad del capital (pérdidas económicas) siempre que el control familiar (beneficios no pecuniarios) compense la “desutilidad” por las pérdidas económicas. Sin embargo, cuando una empresa familiar cotiza en el mercado de valores, donde existen accionistas externos que no comparten los beneficios de control, las pérdidas económicas serán más difíciles de sostener porque estos accionistas externos no aceptarán rendimientos por debajo del coste de oportunidad del capital. La comparación de los beneficios económicos entre las empresas familiares y no familiares cotizadas permite suponer que tanto unas como otras se enfrentan a la misma restricción de beneficios económicos no negativos, situación que puede no darse cuando la comparación se realiza entre empresas no cotizadas en bolsa y sin accionistas minoritarios<sup>6</sup>.

La empresa familiar cotizada en bolsa soporta la restricción financiera que condiciona su crecimiento y soporta también una presión competitiva y una presión sobre los resultados económicos desde los accionistas minoritarios. Para compensar estas limitaciones es de esperar que las potenciales ventajas, en términos de menores costes de transacción y menores costes de agencia, que se atribuyen a la empresa familiar, terminen situando a esta empresa en un nivel de eficiencia productiva superior al que consiguen las empresas no familiares. En resumen:

### *Resultado 3*

Dadas las ventajas y los inconvenientes que se atribuyen a la propiedad familiar como forma de gobierno empresarial, su mayor o menor eficiencia productiva en comparación con la no familiar será una cuestión empírica. Sin embargo, en condiciones de competencia en los mercados de productos se espera que la PTF de las empresas familiares sea mayor o igual que la de las empresas no familiares.

---

(5) La elevada concentración accionarial entre todas las empresas de la muestra resta sentido a preguntar por la posible influencia de la concentración accionarial en los resultados económicos, además de la propiedad, como en Shleifer y Vishny (1986) y Holderness (2003).

(6) La hipótesis de que la empresa familiar conseguirá expropiar rentas de los accionistas minoritarios no es del todo realista pues es de esperar que estos minoritarios descuenten del precio inicial que pagan por las acciones, cualquier beneficio del accionista de control que pueda suponer menos dividendos para los minoritarios. La penalización en el precio de la acción del capital flotante puede explicar que las empresas con un accionista de control familiar tengan una  $q$  de Tobin menor que las no familiares [Maury (2006)].

## 2. ANÁLISIS EMPÍRICO

### 2.1. Muestra de empresas y estructura de propiedad

La muestra de empresas utilizada para el contraste empírico de los resultados presentados en el apartado anterior, incluye la muestra permanente de empresas familiares y no familiares, de los sectores no financieros y no regulados, que cotizan en la bolsa española entre los años 1990 y 2004. Se trata de empresas todas ellas relativamente grandes y que han estado sometidas a idénticos shocks durante un mismo período de tiempo de 15 años. El limitar el estudio a las empresas cotizadas tiene la ventaja, para los objetivos del estudio, de que en ellas concurren todas las restricciones de competencia y rentabilidad que se identifican en un apartado anterior. Además, las empresas familiares cotizadas son las que *a priori* estarán menos restringidas financieramente dentro de todo el colectivo de empresas familiares, de manera que si encontramos evidencia de que esa restricción también afecta a las empresas familiares cotizadas el resultado se podrá extrapolar a las familiares no cotizadas.

El total de empresas incluidas en la muestra es de 53, de las cuales 29 son incluidas en el grupo de familiares y 24 en el de no familiares. Una empresa es considerada familiar cuando la suma de las participaciones (directas e indirectas) en el capital social de la empresa en manos del grupo familiar (accionistas que comparten el mismo apellido) es superior a las sumas correspondientes a las participaciones en el capital del resto de accionistas de la empresa. Esta definición es más restringida que la utilizada en otros trabajos porque además, en todas las empresas de la muestra se cumple que existe algún miembro de la familia fundadora en puestos de alta dirección o consejeros. La razón por la cual este trabajo requiere que la familia sea el accionista de control para que una empresa se incluya en el grupo de familiares, es que la propiedad accionarial en todas las empresas de la muestra está muy concentrada; por tanto resulta incongruente considerar a una empresa como familiar cuando otro grupo de accionistas no familiares controla la sociedad, aunque el fundador o alguno de sus herederos siga formando parte de los órganos de gobierno de la compañía.

Las fuentes de información utilizadas, para identificar a los accionistas y sus participaciones, son los ficheros oficiales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y el Directorio de Empresas de Maxwell Espinosa<sup>7</sup>. En 1990 cotizan en España 150 empresas no financieras y no reguladas. De éstas 57 (38%) eran familiares y 93 (62%) no familiares. El cuadro 1 revela que 15 años más tarde, en 2004, sólo 53 de las 150 empresas se mantienen cotizando en bolsa (35% del total); de las 53 empresas que continúan, 29 (54,7%) son empresas familiares y 24 (45,3%) no familiares. Una proporción muy pequeña de empresas cambia de grupo de control durante el período: Dos de las empresas familiares que cotizaban en 1990, y que se mantienen en el mercado bursátil durante todo el período, son no familiares en el año 2004, y cinco de las empresas no familiares en 1990 pasan a ser controladas por una familia en 2004. Por otro lado, del conjunto de empresas que han sido liquidadas o están inactivas durante el período, 13 son no familiares y sólo 3 familiares.

---

(7) En España las empresas cotizadas tienen que reportar a la CNMV los nombres y las participaciones de los accionistas con un porcentaje de acciones superior o igual al cinco por ciento, y de todos los accionistas que ocupan puestos en el consejo de administración, así como señalar si los accionistas ocupan cargos en la dirección de la empresa.

Cuadro 1: EMPRESAS NO FINANCIERAS NI REGULADAS COTIZADAS EN 1990 Y SU SITUACIÓN EN EL AÑO 2004

	Empresa Familiar		Empresa No Familiar		Total	
	Número	Porcentaje	Número	Porcentaje	Número	Porcentaje
Empresas cotizadas en 1990	57	38,0	93	62,0	150	100
Empresas que no cotizan en 2004	-31	-20,6	-66	-44,0	-97	-64,6
No activas o liquidadas	3	2,0	13	8,7	16	10,7
Auto excluidas mediante una oferta pública	28	18,6	51	34,0	79	52,6
Fusionadas o adquiridas	0	0	2	1,3	2	1,3
Empresas que se mantienen cotizadas en 2004	26	17,4	27	18,0	53	35,5
Cambios de familiares a no familiares	-2	-1,3	2	1,3	-	-
Cambios de no familiares a familiares	5	3,3	-5	-3,3	-	-
Empresas cotizadas en 2004	29	54,7	24	45,3	53	35,3

Fuente: Elaboración propia con información de la CNMV.

El cuadro 2 muestra la concentración accionarial media de las empresas cotizadas privadas no financieras y no reguladas por grupos de control (familias, compañías nacionales, inversores extranjeros, instituciones financieras y estados). En todos los grupos de control el accionista principal tiene, en promedio, al menos el 28 por ciento de las acciones. Entre las empresas familiares, el porcentaje medio de acciones en manos del accionista familiar es del 49,2 por ciento en 1990 y del 46,8 en 2004<sup>8</sup>. Si consideramos el porcentaje de acciones para el conjunto de los cinco accionistas principales, el porcentaje medio más bajo en 1990 es del 35,8 por ciento en el colectivo de empresas controladas por capital extranjero. Adviértase que las diferencias en el grado de concentración entre los grupos se mantienen prácticamente estables a lo largo del período de estudio. El cuadro 3 se completa con la información sobre el reparto de acciones entre distintos grupos de accionistas para cada clase de accionista de control, en 1990 y 2004. La diferencia hasta cien de la suma de bloques accionariales corresponde al porcentaje de capital flotante; este porcentaje es pequeño y disminuye en el tiempo especialmente en el colectivo de empresas bajo control familiar. Las privatizaciones de antiguos monopolios públicos explican que en 2004 ninguna de las empresas del colectivo de cotizadas siga bajo control del estado. Un análisis más pormenorizado revela que entre las empresas de la muestra no existen diferencias importantes entre derechos de control y derechos sobre los flujos de caja de la empresa, una evidencia corroborada también en otros estudios [Crespi y García-Cestona (2001)].

La descripción de la base de datos se completa con la información del cuadro 4 donde se muestran los valores medios de las variables (tamaño, edad, coste del capital, rentabilidad, relación capital productivo por empleado, así como variables relacionadas con la estructura económica y financiera de la empresa) utilizadas, en su mayoría, en el análisis de la conducta y los resultados de las empresas de muestra, en los dos colectivos, familiares y no familiares; se presentan también los resultados del contraste de diferencias de medias (incondicionado) para las distintas variables. Los datos para el cálculo de los valores del cuadro se han extraído de los estados financieros, balance y cuenta de resultados, que las empresas cotizadas comunican anualmente a la CNMV, siendo expresadas todas las variables a precios constantes del año 2002<sup>9</sup>. Se confirman los resultados de un menor tamaño medio y de una menor relación capital por empleado de las empresas familiares en comparación con el tamaño medio y con la combinación capital trabajo de las no familiares, mientras que las comparaciones de valores medios para las variables de rentabilidad arrojan resultados mixtos. Por ejemplo, la rentabilidad media de la inversión, ROA

---

(8) Estas cifras contrastan de forma importante con las cifras presentadas en los trabajos de Anderson y Reeb y de Villalonga y Amit, donde los autores obtienen, a partir de sus muestras de empresas extraídas de la S&P y Fortune, que la participación media del accionista principal familiar en las empresas americanas familiares es del 18 por ciento y 16, respectivamente.

(9) Debido a los plazos legales de presentación de las cuentas anuales, hasta agosto del siguiente ejercicio económico, existe un desfase de dos años entre el momento en que se dispone de los estados contables y el momento en que se conoce la composición accionarial de la sociedad, que se actualiza permanentemente; este hecho explica la diferencia temporal en cuanto a disponibilidad de información de la estructura de propiedad (1990-2004) y de información contable (1990-2002) para la realización de los análisis del presente trabajo.

**Cuadro 2: GRADO DE CONCENTRACIÓN DE LA PROPIEDAD EN MANOS DEL PRINCIPAL,  
DE LOS TRES Y CINCO ACCIONISTAS PRINCIPALES POR GRUPOS DE CONTROL EN LOS AÑOS 1990 Y 2004**

Grupo de control	1990					2004				
	Accionista principal	Tres accionistas principales	Cinco accionistas principales	Accionista principal	Cinco accionistas principales	Tres accionistas principales	Accionista principal	Cinco accionistas principales	Tres accionistas principales	Cinco accionistas principales
Empresas familiares	49,2	65,1	66,5	46,8	66,4	46,8	66,5	66,4	66,4	74,6
Otras empresas nacionales	31,5	46,8	50,6	28,0	44,3	28,0	50,6	44,3	44,3	51,1
Capital extranjero	29,8	35,8	35,8	47,2	57,8	47,2	35,8	57,8	57,8	60,3
Instituciones financieras	33,4	42,8	44,6	29,7	56,9	29,7	44,6	56,9	56,9	68,6
Estado	32,3	81,0	85,0	—	—	—	85,0	—	—	—

Fuente: Elaboración propia utilizando datos de la CNMV.

**Cuadro 3: DISTRIBUCIÓN DE LA PROPIEDAD DE LAS EMPRESAS ATENDIENDO A LA NATURALEZA DE LOS ACCIONISTAS PARA CADA GRUPO DE CONTROL (EMPRESAS COTIZADAS EN 1990 QUE CONTINUÁN COTIZANDO EN 2004) (EN PORCENTAJE)**

Accionistas	1990					2004				
	Familias y personas individuales	Empresas nacionales	Capital extranjero	Instituciones financieras estatales	Propiedad estatal	Familias y personas individuales	Empresas nacionales	Capital extranjero	Instituciones financieras	Propiedad estatal
Empresas familiares	54,2	8,0	3,6	3,1	-	54,9	18,7	3,8	4,0	-
Otras empresas nacionales	2,5	37,5	7,3	8,5	-	6,5	39,7	4,1	4,7	-
Capital extranjero	3,4	1,0	29,8	1,6	-	4,2	6,5	48,5	1,1	-
Instituciones financieras	0,2	1,6	4,5	38,5	-	7,9	10,5	7,6	59,3	-
Propiedad estatal	0,0	0,0	25,0	10,4	32,3	-	-	-	-	-

Fuente: Elaboración propia con datos de la CNMV.



**Cuadro 4: MEDIAS, MEDIANAS Y ESTADÍSTICOS DEL CONTRASTE DE DIFERENCIAS EN MEDIAS Y MEDIANAS PARA LAS VARIABLES TAMAÑO, RESULTADOS Y ESTRUCTURA FINANCIERA ENTRE LAS EMPRESAS FAMILIARES Y NO FAMILIARES**

	Familiares			No Familiares			t-student diferencia (de medias)	Kruskal Walis Test Chi-Square diferencia (medianas)
	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana		
Ventas <sup>+</sup>	51,774	23,768	307,005	51,044			-2,6 <sup>***</sup>	20,4 <sup>***</sup>
Activos <sup>+</sup>	67,238	34,331	1196,827	92,890			-3,2 <sup>***</sup>	54,7 <sup>***</sup>
Valor añadido <sup>+</sup>	15,086	6,410	229,558	19,436			-2,8 <sup>***</sup>	49,6 <sup>***</sup>
Empleados	258	144	2246	179			-2,3 <sup>***</sup>	7,2 <sup>***</sup>
Edad de la empresa	46,96	42,0	49,63	40,0			-0,4	0,04
Rentabilidad de la inversión, ROA	0,111	0,082	0,085	0,078			2,5 <sup>**</sup>	1,4
ROA/r	1,305	0,841	1,101	0,787			1,3	0,1
q de Tobin	1,368	0,973	1,231	1,139			1,3	8,8 <sup>***</sup>
Total activo/empleados	153,68	59,71	662,46	153,78			-6,2 <sup>***</sup>	34,2 <sup>***</sup>
Activos intangibles/total activo	0,043	0,005	0,019	0,005			4,0 <sup>***</sup>	0,21
Activos fijos/total activo	0,546	0,582	0,704	0,748			-5,4 <sup>***</sup>	23,9 <sup>***</sup>
Fondos propios/total activo	0,702	0,742	0,676	0,692			1,2 <sup>**</sup>	2,8 <sup>*</sup>
Deuda a largo plazo/total deuda	0,550	0,584	0,617	0,672			-2,1 <sup>**</sup>	19,0 <sup>***</sup>
[ r ] Gastos de intereses/total deuda	0,121	0,088	0,124	0,091			-0,3	0,2

Nota: La muestra está compuesta de un colectivo de empresas españolas que cotizaban en 1990 y que continúan cotizando en el año 2004. El número de observaciones para el período 1993-2002 es de 444. La fuente de información utilizada son principalmente los archivos de la CNMV.

<sup>+</sup> Millones de euros.

\*\*\* p ≤ 1%; \*\* p ≤ 5%; \* p ≤ 10%.

Fuente: Elaboración propia con datos de la CNMV.

(beneficios antes de intereses e impuestos entre el activo neto de deuda sin coste explícito) es mayor en las empresas familiares; sin embargo, la mediana de la q-Tobin (valor de mercado de las acciones más el valor en libros de la deuda entre el activo neto de la empresa) es mayor entre las empresas no familiares.

## 2.2. Contraste de la restricción de tamaño en las empresas familiares

En este apartado se muestran los contrastes de los Resultados 1 (a y b) y 2. Para el contraste del Resultado 1 se postula una sencilla relación entre el tamaño inicial de la empresa cuando se crea y el tamaño en el último año de la muestra. La relación entre activos de la empresa (Activos), edad en años (T) y tasa media de crecimiento anual (g) se expresa por:

$$\text{Activos}_T = \text{Activos}_0 (1 + g)^T$$

Donde los  $\text{Activos}_T$  es el total de los activos de la empresa en el año final (2002) y  $\text{Activos}_0$  es el total de activos de la empresa en el momento en que fue creada (año 2002-T); g es la tasa media anual de crecimiento de los activos y T es la edad de la empresa. Tomando logaritmos:

$$\ln \text{Activos}_T = \ln \text{Activos}_0 + T \ln (1 + g) + \text{Variables de control}$$

Los resultados de la estimación de diferentes versiones de esta ecuación logarítmica se muestran en el cuadro 5. Las diferencias en los coeficientes estimados para empresas familiares y no familiares se contrastan a través de una variable dicotómica explicativa, FA, que toma el valor 1 si la empresa es familiar y 0 si es no familiar. En todas las estimaciones las variables de control incluyen variables dicotómicas sectoriales, cuyos coeficientes estimados no se presentan.

En la primera columna del cuadro 5 se contrasta la hipótesis de diferencias en los tamaños medios, activos totales, en los dos colectivos de empresas, familiares y no familiares; el coeficiente estimado para la variable dicotómica FA es negativo y estadísticamente significativo ( $p < 5\%$ ), con lo cual, controlando por efectos sector, el activo medio de las empresas familiares es menor que el de las no familiares. En la segunda columna se repite el contraste anterior con la edad de la empresa (en 2002) como variable adicional de control. Los resultados sobre el contraste de diferencias de tamaño no cambian; por otra parte, el coeficiente estimado para la variable de edad T, 0,03, significa que el crecimiento medio acumulativo anual (real) del activo para las empresas de la muestra es del 3%. Por último, en la columna tercera se contrasta la hipótesis de igualdad de tasas de crecimiento medio anual para empresas familiares y no familiares. La hipótesis se rechaza de manera que para las empresas familiares se estima un crecimiento medio acumulativo anual del 2%, mientras que para las no familiares el crecimiento medio anual estimado del 4%, dos veces mayor.

Con respecto al Resultado 1b) que postula diferencias en la relación capital por empleado, se ha contrastado la diferencia de medias en la ratio Activo/Trabajadores de empresas familiares y no familiares controlando por efectos de sector y tiempo. El coeficiente estimado para la variable dicotómica FA en este contraste es de -464,3

(estadístico t-student igual a -5,9); es decir, controlando por sector y tiempo las empresas familiares tienen un activo neto por trabajador inferior en 464,3 euros al activo por trabajador de las empresas no familiares. En esta misma línea, Galve y Salas (2003) encuentran diferencias en las distribuciones sectoriales de las empresas familiares y no familiares, con una mayor proporción de empresas familiares en sectores más intensivos en mano de obra y menor proporción en sectores intensivos en capital productivo, con datos de la Encuesta Sobre Estrategias Empresariales (ESEE).

Cuadro 5: CRECIMIENTO Y TAMAÑO DE LAS EMPRESAS FAMILIARES Y NO FAMILIARES

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
Constante (Ln Activos <sub>0</sub> )	12,40*** (20,1)	11,0*** (14,2)	10,7*** (14,1)
FA	-0,96** (-2,0)	-0,84** (-1,98)	
Edad (T)	–	0,03** (2,7)	0,04*** (3,2)
FA*Edad	–	–	-0,02** (-1,96)
Observaciones	51	51	51
$\bar{R}^2$	0,14	0,25	0,25
F	2,2**	3,1***	3,1***

\*\*\* p ≤ 1%; \*\* p ≤ 5%; \* p ≤ 10%.

El cuadro presenta los resultados del contraste de diferencias en tamaño y crecimiento entre las empresas familiares y no familiares. La variable dependiente es el Ln de los Activos en el año 2002; FA es una variable dicotómica que toma el valor 1 si la empresa es familiar y 0 si es no familiar. El Modelo 1 contrasta las diferencias en tamaño. El Modelo 2 contrasta las diferencias en tamaño controlando por la edad de las empresas. El Modelo 3 contrasta las diferencias en la tasa de crecimiento. En todos los modelos están incluidas las variables dicotómicas sectoriales de control, aunque los coeficientes estimados no aparecen en el cuadro. El estadístico t-student en paréntesis.

Fuente: Elaboración propia.

### 2.2.1. Contraste de diferencias en la pendiente de la relación entre ROA y activo de las empresas

El Resultado 2 resume las consecuencias negativas de la restricción de tamaño de las empresas familiares en términos de una variación marginal de la rentabilidad del capital al variar el stock de capital mayor para las empresas familiares, por cuanto esa restricción supone una pérdida marginal por disminución de la utilidad que proporciona mantener el control dentro de la familia (precio sombra positivo). Desde el punto de vista empírico este resultado implica que la pendiente de la relación entre ROA y activo dentro del colectivo de empresas familiares será

mayor que en el colectivo de no familiares. Para el contraste de este resultado se establece el siguiente modelo empírico:

$$ROA = a + b \ln K + \lambda FA \ln K + vc \quad [5]$$

donde  $ROA$  es la rentabilidad del activo;  $K$  es el Activo Neto,  $FA$  es la variable dicotómica de empresa familiar y  $vc$  son variables de control. En esta ecuación, la pendiente de la tasa de rentabilidad de la inversión ante cambios en el stock de capital productivo, es igual a  $b/K$  para las empresas no familiares y a  $(b + \lambda)/K$  para las empresas familiares. El Resultado 2 implica que el valor estimado del parámetro  $l$  será no negativo, mientras que  $b$  se espera que sea cero, si las empresas operan bajo competencia perfecta, o negativo si obtienen beneficios extraordinarios. Las variables de control incluyen variables dicotómicas de tiempo y sector, junto con la variable Activos/Empleados que tiene en cuenta las diferencias de intensidad de capital entre las empresas familiares y no familiares.

Los resultados de la estimación de la ecuación [5] se presentan en el cuadro 6. El coeficiente estimado para la variable  $\ln Activos$  para el grupo de las empresas no familiares es negativo, lo cual es consistente con la hipótesis de que las empresas tienen poder de mercado, es decir  $b < 0$ . Por otra parte, el coeficiente positivo y significativo de la variable  $FA \ln Activos$  confirma la hipótesis de que la variación marginal de la rentabilidad ante cambios en el volumen de activos invertidos es mayor en las empresas familiares que en las no familiares, lo cual a su vez es consistente con la hipótesis de restricciones en el volumen de activos invertidos entre las empresas familiares.

Cuadro 6: RELACIÓN ENTRE RENTABILIDAD DEL CAPITAL Y CAPITAL INVERTIDO

Constante	0,194** (3,3)
$\ln Activos$	-0,010** (-2,1)
$FA * \ln Activos$	0,016*** (4,7)
$\ln (Activos/empleados)$	-0,001 (-0,2)
$FA * \ln (Activos/empleados)$	-0,037*** (-5,0)
<i>Observaciones</i>	444
$\bar{R}^2$	0,29
$F$	7,1

\*\*\*  $p \leq 1\%$ ; \*\*  $p \leq 5\%$ ; \*  $p \leq 10\%$ .

El cuadro presenta la estimación de la curva de rentabilidad de la inversión,  $ROA$ , y  $\ln Activos$  de las empresas (ecuación [5]). Las variables de control dicotómicas de sector y tiempo están incluidas en ambas regresiones aunque los coeficientes estimados no aparecen en el cuadro. La t-student en paréntesis (estimaciones robustas a heteroscedasticidad).

Fuente: Elaboración propia.

### 2.3. Diferencias en Eficiencia Productiva

El Resultado 3 establece que la empresa familiar será al menos tan eficiente como la empresa no familiar si la restricción de tamaño es limitativa y existe suficiente competencia en el mercado como para que el beneficio económico de las empresas familiares deba ser no negativo como condición de supervivencia. Para contrastar este resultado se toma como medida de la eficiencia productiva la productividad total de los factores (PTF). Sea la función de producción de la familia de funciones Cobb Douglas con dos inputs, capital y trabajo,  $Q = A K^\alpha L^\beta$  donde  $A$ ,  $\alpha$  y  $\beta$  son parámetros positivos.  $A$  es la medida de productividad total de los factores, PTF, mientras que  $\alpha$  y  $\beta$  son la elasticidad del output al capital y al trabajo, respectivamente. La hipótesis de superior PTF entre las empresas familiares se formula como  $A_F > A_{NF}$ . Su contraste se realiza estimando un modelo que también permite diferencias en las pendientes (elasticidades) de la función de producción entre empresas familiares y no familiares, además de diferencias en las constantes.

La función a estimar se formula como sigue:

$$\ln\left(\frac{Q}{L}\right) = a + \alpha \ln\left(\frac{K}{L}\right) + \delta \ln L + \gamma FA + \eta FALn\left(\frac{K}{L}\right) + \phi FALnL + cv \quad [6]$$

La constante  $a = \ln A$  es la estimación del logaritmo de PTF, y el parámetro  $\delta = \alpha + \beta - 1$  mide el grado de economías de escala en la función de producción, de forma que si  $\delta = 0$  implica la existencia de rendimientos constantes a escala,  $\delta > 0$  rendimientos crecientes a escala y  $\delta < 0$  rendimientos decrecientes.  $cv$  se refiere a las variables de control, sector y tiempo. Como medida de output  $Q$  se toma el valor añadido a precios constantes del 2002 (a partir de los índices de precios sectoriales);  $K$  es el total de activos de la empresa neto de la deuda sin coste explícito, también expresado a precios constantes (deflactor de la formación bruta de capital fijo), y  $L$  es el número de trabajadores.

Los coeficientes de las variables multiplicados por  $FA$  permiten diferencias en la función de producción entre los colectivos de empresas familiares y no familiares. Por ejemplo, un valor estimado de  $\gamma$  positivo y estadísticamente significativo será consistente con la hipótesis de que las empresas familiares consiguen una mayor eficiencia productiva que las no familiares. Por otro lado, el valor estimado de  $\eta$  recoge las diferencias en la elasticidad del output ante variaciones en el capital productivo entre los dos colectivos de empresas: un valor negativo implica una menor elasticidad y una menor intensidad del capital de las empresas familiares en comparación con las no familiares.

El cuadro 7 presenta los resultados de estimar la ecuación [6]; la estimación se realiza por MCO con errores estándar robustos a la heterocedasticidad. La primera columna muestra los parámetros estimados bajo el supuesto de igual tecnología productiva para los dos colectivos de empresas. La segunda columna muestra la estimación cuando se permiten diferencias en todos los coeficientes de la función de producción entre las empresas familiares y no familiares. Los coeficientes estimados significativamente distintos de cero para las variables multiplicadas por  $FA$  indican que la tecnología de producción es diferente entre las empresas familiares y las no familiares de la muestra, por lo que se destacarán sólo los resultados de la segunda columna.

Cuadro 7: FUNCIÓN DE PRODUCCIÓN PARA LOS COLECTIVOS DE EMPRESAS FAMILIARES Y NO FAMILIARES

	Modelo 1 (misma tecnología)	Modelo 2 (diferente tecnología)
Constante ( <i>Log A</i> )	4,551*** (13,6)	3,570*** (8,6)
<i>Ln (Activos/empleados)</i>	0,293*** (9,0)	0,384*** (9,2)
<i>Ln (N.º empleados)</i>	-0,162*** (-5,6)	-0,097*** (-2,7)
<i>FA*Ln A</i>	-0,093 (-0,9)	1,462*** (3,5)
<i>FA*Ln (Activos/empleados)</i>	–	-0,161*** (-3,2)
<i>FA*Ln empleados</i>	–	-0,167*** (-3,0)
<i>Número de observaciones</i>	444	444
$\bar{R}^2$	0,60	0,70
<i>F</i>	22,4	22

\*\*\*  $p \leq 1\%$ ; \*\*  $p \leq 5\%$ ; \*  $p \leq 10\%$ .

La variable dependiente es Ln (Valor Añadido/Empleados) (ecuación [6]). En la primera regresión se asumen las mismas funciones de producción para ambos colectivos, excepto para la PTF. La segunda regresión permite diferencias en la función de producción para ambos colectivos. Ambas regresiones tienen incorporadas las variables de control dicotómicas de sector y de empresa, aunque los coeficientes no aparecen en el cuadro. El estadístico t-student aparece en paréntesis (los errores estándar son robustos a la heterocedasticidad).

Fuente: Elaboración propia.

Las elasticidades estimadas de capital y trabajo para las empresas no familiares son 38,4% y 51,9%, respectivamente. Para las empresas familiares en cambio, la elasticidad del output al capital es de 22,3 % (0,384-0,161) y la elasticidad del output con respecto al recurso trabajo es 51,3%, similar a la estimada para las empresas no familiares. La menor elasticidad del output con respecto al input capital entre las empresas familiares indica que la tecnología productiva de las empresas familiares es menos capital intensiva que la de las no familiares, una evidencia adicional de que las empresas familiares toman decisiones para hacer menos limitativa la restricción que se origina en sus preferencias por el control. En ambos colectivos la suma de elasticidades estimadas es menor a 100%, lo cual indica rendimientos decrecientes a escala, un resultado que también encuentran Martikainen *et al.* (2009). Por último, el coeficiente estimado para la variable *FA* es po-

sitivo y significativo, lo cual indica que el componente medio de PTF en las empresas familiares es mayor que en las no familiares<sup>10</sup>.

#### 2.4. Diferencias en rentabilidad

El efecto neto de la restricción a que somete a las empresas familiares su preferencia por el control, y la mayor PTF, en comparación con las no familiares, sobre la diferencia de rentabilidad económica entre los dos colectivos de empresa, es una cuestión empírica.

La rentabilidad de las empresas será medida en términos de beneficios contables y de mercado. Las variables de resultados económicos incluidas en la comparación son ROA, ROA normalizado por el coste del capital  $r$ ,  $\left(\frac{ROA}{r}\right)$ , y la  $q$  de Tobin. El ROA, al igual que en la ecuación [5], se calcula como el cociente entre el beneficio antes de gastos financieros e impuestos y el total de activos de la empresa; las diferencias en ROA se contrastan controlando por diferencias en el coste del capital entre las empresas; este coste  $r$  se aproxima por el coste medio de la deuda con coste; las dos variables de resultados se obtienen de datos contables y son indicativas de resultados de corto plazo. La ratio  $q$  de Tobin es el cociente entre el valor de mercado de las acciones más el valor de la deuda sobre el saldo de los activos netos de la empresa (todo referido a final de cada año); se trata de un indicador de valor de mercado por unidad de capital invertido que incorpora expectativas de beneficios futuros.

El cuadro 8 presenta los principales resultados de la comparación de resultados entre las empresas familiares y no familiares. La  $q$  de Tobin se expresa en logaritmos para corregir la posible heterocedasticidad en los residuos. En todos los casos, los coeficientes estimados para la variable  $FA$ , en los que se recoge el contraste de igualdad de medias, son estadísticamente no significativos, por lo que la hipótesis nula de igualdad de rentabilidades entre los dos colectivos de empresas familiares y no familiares no puede rechazarse. Adviértase también que el coeficiente de la variable coste de capital,  $r$ , es positivo y significativo en la columna primera; éste es el resultado esperado si las empresas con mayor coste de capital tienen mayor punto de corte con la rentabilidad marginal de los proyectos de inversión (y mayor tasa media de rentabilidad).

#### 4. ANÁLISIS DE ROBUSTEZ

Los contrastes empíricos se realizan en el trabajo con un panel completo de empresas que asegura cierta homogeneidad en las condiciones bajo las que aquellas han desarrollado su actividad a lo largo de los años; es decir, se excluyen del

---

(10) La comparación de la PTF entre empresas familiares y no familiares se ha realizado también a partir de la estimación de un modelo de función de producción con efectos fijos por empresa y permitiendo diferencias en la tecnología de producción entre los dos colectivos de empresas. El contraste compara los valores medios de los coeficientes de los efectos fijos estimados para empresas familiares y no familiares; de nuevo se obtiene que la PTF media de empresas familiares es superior a la de las no familiares.



Cuadro 8: DIFERENCIAS EN RENTABILIDAD

	ROA	ROA/r	q de Tobin (en log)
Constante	0,06*** (2,9)	2,13*** (2,5)	-0,49*** (-3,3)
FA	0,01 (0,6)	0,13 (0,7)	0,04 (1,4)
Coste de la deuda	0,09*** (2,5)	–	
Log activos	-0,04 (-1,2)	-0,08 (-1,3)	0,04*** (4,3)
Observaciones	444	444	444
$\bar{R}^2$	0,05	0,11	0,20
F	2,1	3,8	7,3

\*\*\* p ≤ 1%; \*\* p ≤ 5%; \* p ≤ 10%.

Contraste de diferencias en rentabilidad entre las empresas familiares y no familiares. Las variables *dummies* sectoriales y temporales de control están incluidas en todos los modelos aunque los coeficientes estimados no aparecen en la tabla. T-student en paréntesis.

Fuente: Elaboración propia.

análisis las empresas que durante el período considerado dejan de cotizar en bolsa. Los resultados obtenidos podrían estar sesgados si la decisión de dejar de cotizar en bolsa estuviera condicionada por algún factor no observable que depende de la propiedad de la empresa y que está correlacionado con algunas variables explicativas de los modelos. En este apartado se presentan los resultados de los contrastes realizados con el panel incompleto de datos contruidos a partir de las 150 empresas que forman la muestra de empresas cotizadas en el año 1990; para cada una de las empresas se dispone de datos hasta el final del año anterior que dejan de cotizar. En este panel incompleto las estimaciones se realizan controlando por el posible sesgo de selección que surge de que algunas empresas dejan de cotizar en bolsa. Para ello se realiza una estimación en dos etapas [Heckman (1974, 1979)] de los distintos modelos, donde en la primera etapa se estima la probabilidad de que cada empresa deje de cotizar en bolsa (en función de las variables dicotómicas de sector, tiempo y propiedad familiar) y en la segunda se añade como variable explicativa del modelo principal la Lambda de Wilks calculada en la etapa primera.

Un segundo posible sesgo de selección en estudios como este, es el que surge de considerar la propiedad familiar o no familiar de las empresas un dato exógeno. Con el fin de comprobar que los resultados anteriores no están afectados por posible endogeneidad de la propiedad familiar, la estimación de los modelos con los que se contrastan los resultados teóricos (segunda etapa) se realiza incluyendo entre las variables explicativas la Lambda de Wilks estimada en un modelo cuya variable dependiente es la propiedad familiar de la empresa y las variables expli-

cativas son las variables dicotómicas de sector, el tamaño de la empresa y el coste medio de la deuda (como indicador de riesgo).

Los resultados más relevantes de las estimaciones (segunda etapa) se muestran en el cuadro 9 para cada una de las variables dependientes contempladas en el panel completo. Para cada variable se muestran los resultados obtenidos con el panel incompleto de datos sin controlar por sesgos de selección, columna (a), y controlando por ellos (columna (b)). Como puede comprobarse, los resultados de robustez confirman los obtenidos con el panel completo de datos: las empresas familiares tienen un menor crecimiento, un mayor precio sombra del capital invertido, una mayor productividad y similar rentabilidad que las no familiares. Los coeficientes estimados para las Lambda de Wilks son estadísticamente significativos en los modelos de crecimiento, productividad y rentabilidad pero las conclusiones a partir de los coeficientes estimados en cada caso sólo se modifican en la comparación de la ROA de los dos colectivos de empresas; cuando no se controla, columna (a), el coeficiente de *FA* es positivo y significativo, mientras que cuando se controla, columna (b), pierde la significación.

Un segundo análisis de robustez considera la influencia en los resultados de la edad de la empresa por lo que ésta supone de determinante de la etapa generacional en que se encuentra cada empresa familiar. Con ello se comparan empresas familiares en las que el empresario fundador puede continuar en la empresa con otras más viejas donde tal posibilidad no existe (nuestra base de datos no permite saber si el fundador sigue involucrado en la empresa o no). Con este propósito las empresas familiares de la muestra se agrupan en aquéllas que tienen menos de cincuenta años y las que tienen más de cincuenta años; la posibilidad de que el fundador permanezca en la empresa sólo puede ocurrir en el colectivo de empresas más jóvenes. Las comparaciones de PTF y rentabilidad se repiten estimando los modelos anteriores pero con dos variables dicotómicas familiares, la de primera generación, hasta 50 años, y la de segunda generación, más de 50 años. Los resultados de la estimación, con el panel incompleto y controlando por los sesgos de selección, muestran que las diferencias de productividad con las no familiares son similares para las empresas familiares de primera y de segunda generación, mientras que las diferencias de rentabilidad no son significativas para ninguna de ellas.

## 5. DISCUSIÓN Y CONCLUSIONES

El trabajo compara la *performance* de empresas familiares y no familiares bajo la premisa de que la competencia en los mercados de productos y la competencia en el mercado de control, presionan a las empresas para que elijan la forma de propiedad y gobierno que mejor se adapta a las condiciones económicas bajo las que se desarrolla su actividad. En este contexto, la fuerte preferencia por el control, que se atribuye a la empresa familiar, supone una restricción al crecimiento y a la dimensión empresarial y con ello un impedimento para tomar decisiones que maximizan el beneficio, que no afecta a las empresas no familiares. Si la empresa familiar logra sobrevivir y ser rentable bajo esta restricción será porque la propiedad familiar proporciona ventajas que compensan la desventaja competitiva de la preferencia por el control. El resultado final de estas fuerzas contra-

Cuadro 9: ANÁLISIS DE ROBUSTEZ DE LOS RESULTADOS

Variables explicativas	Variables		Crecimiento (1)		Precio sombra [2]		Productividad [3]		Rentabilidad [4]	
	Variable dependiente Ln Activos (a)	Variable dependiente Ln Activos (b)	Variable dependiente ROA (a)	Variable dependiente ROA (a)	Variable dependiente LN (VA/EM)	Variable dependiente LN (VA/EM)	Variable dependiente ROA (a)	Variable dependiente ROA (B)	Variable dependiente QTobin (a)	Variable dependiente QTobin (b)
<i>FA</i>	-	-	-	-	0,523*** (2,3)	0,780*** (2,38)	0,01***	-0,004 (-0,11)	-0,18 (-1,5)	9,341 (1,4)
<i>FA*Ln Activos</i>	-	-	0,002*** (3,2)	0,003* (1,8)	-	-	-	-	-	-
<i>FA*Edad</i>	-0,03*** (-4,52)	-0,04*** (-4,68)	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Lambda Cotiza en bolsa</i>	-	119,68*** (5,81)	-	0,05 (0,9)	-	1,475*** (3,53)	-	0,063 (1,15)	-	-3,219*** (-2,18)
<i>Lambda Familiar</i>	-	3,259*** (9,74)	-	-0,009 (-0,8)	-	0,180*** (1,92)	-	0,01 (0,48)	-	-5,711 (-1,4)
<i>R<sup>2</sup></i>	0,26	0,72	0,13	0,13	0,35	0,393	0,09	0,084	0,03	0,20
<i>Nº Observ.</i>	118	118	1580	1536	1470	1429	1574	1571	1407	1397
<i>F</i>	4,31***	17,93***	8,53***	9,23***	27,3***	28,98***	4,41***	4,72***	6,14***	11,02***

\*p ≤ 10, \*\* p ≤ 5, \*\*\* p ≤ 1.

Nota: (1) Modelo 3 del cuadro 5; el número de empresas se limita a 118, en lugar de las 150 iniciales, porque en este caso se requieren tres años de permanencia en la muestra; (2) modelo del cuadro 6; (3) modelo 2 del cuadro 7; [4] modelos de la columna primera y tercera del cuadro 8.

En este cuadro se muestran los resultados más relevantes de la estimación de los modelos donde se compara el crecimiento, el precio sombra de la restricción de crecimiento, la productividad y la rentabilidad de las empresas familiares y no familiares para el panel incompleto de 150 empresas españolas cotizadas, sin controlar por sesgos de selección (a) y controlando por sesgos de selección al eliminar de la muestra las empresas que han dejado de cotizar y por sesgos de selección al considerar exógena la decisión de propiedad familiar (b).

Fuente: Elaboración propia.

puestas sobre la competitividad de las empresas será, previsiblemente, un nivel de beneficios económicos similares para las empresas familiares y no familiares.

Los resultados empíricos para una muestra permanente de empresas españolas cotizadas en bolsa, familiares y no familiares, confirma que las empresas familiares son de menor dimensión y crecen más despacio que las no familiares; al mismo tiempo, las empresas familiares son más eficientes en la transformación de recursos en productos que las no familiares; finalmente, la rentabilidad económica media de los dos colectivos de empresas es similar. Además de la validación de las hipótesis generales planteadas, el trabajo aporta evidencias complementarias que refuerzan el argumento principal. En este sentido, las empresas familiares eligen producir con tecnologías menos capital intensivas, presumiblemente para conseguir que la restricción de crecimiento compatible con el control sea menos restrictiva (la tecnología más trabajo intensiva produce lo mismo con menos capital invertido por trabajador). Los resultados empíricos también son consistentes con la predicción del modelo de que la pendiente de la relación entre ROA y activo será mayor entre las empresas familiares que entre las no familiares.

El trabajo destaca la diferencia entre factores de eficiencia productiva y factores ligados a las preferencias de quienes toman las decisiones de asignación de recursos cuando se trata de investigar cómo la propiedad puede influir en la *performance* empresarial. La propiedad familiar reduce costes de transacción y permite que la frontera de posibilidades de producción domine a la de las empresas no familiares, lo cual debe influir favorablemente en la rentabilidad del capital. Sin embargo, la empresa familiar elige un punto de las posibilidades de producción diferente al que elegiría una empresa no familiar que no muestra las preferencias por el control que sí condicionan la elección de las familiares. Aunque la teoría que estudia la relación entre propiedad y *performance* empresarial señala al cauce de la eficiencia productiva como el más relevante para explicar el efecto final de la propiedad sobre los resultados económicos de las empresas, raramente el contraste se realiza con indicadores de PTF como se hace en este trabajo. Las relaciones entre propiedad y rentabilidad de la empresa pueden no ser las más adecuadas para el contraste de la relación entre propiedad y eficiencia (a través de influir en los costes de transacción) porque la relación entre propiedad y rentabilidad depende de otros factores como las preferencias de los decisores, las condiciones competitivas de los mercados de productos, etc., que pueden sesgar los resultados.

Contrariamente a lo que ha sido habitual en las investigaciones más recientes, que encuentran una superior *performance* en términos de rentabilidad entre las empresas familiares (definidas en su sentido más amplio) comparativamente con las no familiares, en este trabajo la hipótesis de igualdad en la rentabilidad media de empresas familiares y no familiares no se rechaza por la evidencia empírica. Para explicar el resultado discrepante con otros de la literatura es importante tener en cuenta de un lado, la sensibilidad de las conclusiones obtenidas en otros estudios al tipo de empresa familiar con el que se hacen las comparaciones y, del otro, las diferencias en el marco institucional. Sobre la primera cuestión, existe bastante consenso en que los superiores resultados económicos se observan sólo entre aquellas empresas familiares donde el fundador mantiene una fuerte vinculación con la empresa (primera generación), por lo que parece concluirse que los superiores resulta-

dos obedecen a la aportación única de la calidad del recurso emprendedor que lleva incorporado el fundador, algo que otras empresas no pueden replicar. Los resultados preliminares de nuestro trabajo, por los cuales la conclusión sobre la igualdad entre resultados económicos de empresas familiares y no familiares se mantiene para empresas familiares de primera y de segunda generación, podría sugerir que el valor económico del recurso emprendedor entre las empresas españolas es inferior al que se pone de manifiesto entre las empresas de EEUU. Aunque evidentemente esta conclusión requeriría un análisis más detallado y con información directa sobre si el fundador permanece en la empresa o no.

Sobre la segunda cuestión, diferencias en el marco institucional, en las muestras de empresas utilizadas por Amit y Villalonga y por Anderson y Reeb, referidas a EEUU, no hay evidencias de que las empresas familiares sean de menor dimensión media que las no familiares. Además, la familia/empresario fundador controla la empresa con participaciones en el capital muy inferiores a las que se observan en la muestra de empresas españolas. Todo hace suponer que en EEUU las empresas familiares cotizadas mantienen el control sin llegar a verse limitadas por la restricción del crecimiento; una conclusión que se refuerza con el resultado de de Martikainen *et al.* (2009) para las empresas del S&P 500, según el cual la tecnología productiva de las empresas familiares es similar a la de las no familiares. Todo apunta a que en EEUU las empresas cotizadas disponen un marco institucional y regulatorio donde los accionistas minoritarios encuentran la protección suficiente como para comprar acciones de empresas donde el control se ejerce con una baja participación accionarial. Conseguir que en países como España los mecanismos de protección de los accionistas minoritarios no pasen porque el accionista de control tenga comprometido un alto volumen de su patrimonio en la empresa, ampliaría la capacidad de decisión de las empresas familiares y permitiría la plena utilización de sus ventajas como sistema de gobierno corporativo.



#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Adams, R.B., Almeida, H. y D. Ferreira (2004): "Understanding the relationship between founder-CEO and firm performance". Working Paper, New York University.
- Anderson, R.C. y Reeb, D.M. (2003a): "Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500", *Journal of Finance*, vol. 58, n.º 3, págs. 1301-1329.
- Anderson, R.C. y Reeb, D.M. (2003b): "Founding-family ownership, corporate diversification and firm leverage", *Journal of Law and Economics*, vol. 46, n.º 2, págs. 653-684.
- Anderson, R.C. y Reeb, D. M. (2004): "Board composition: balancing family influence in S & P 500 firms", *Administrative Science Quarterly*, vol. 49, n.º 2, págs. 209-237.
- Ang, J., Cole, R. y Lin, J. (2000): "Agency cost and ownership structure", *Journal of Finance*, vol. 55, n.º 1, págs. 81-106.
- Barth, E., Gulbrandsen, T. y Schone, P. (2005): "Family ownership and productivity: the role of owner-management", *Journal of Corporate Finance*, vol. 11, n.º 1-2, págs. 107-127.
- Barontini, R. y Caprio, L. (2006): "The Effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe", *European Financial Management*, vol. 12, n.º 5, págs. 689-723.
- Baumol, W.J. (1967): *Business Behaviour, Value and Growth*, New York Harcourt.

- Bloom, N. y Van Reenen, J. (2007): "Measuring and explaining management practices across firms and countries", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 22, n.º 4, pp. 1351-1408.
- Brokaw, L. (1992): "Why family firms are best", *Inc*, vol. 14, n.º 3, págs. 72-81.
- Burkart, M., Panunzi, F. y Shleifer, A. (2003): Family firms", *Journal of Finance*, vol. 58, n.º 5, págs. 2167-2202.
- Casson, M. (1999): "The Economics of family firm", *Scandinavian Economic History Review*, vol. 47, págs. 10-23.
- Chaganti, R. y Damanpour, F. (1991): "Institutional ownership, capital structure, and firm performance", *Strategic Management Journal*, vol. 12, n.º 7, págs. 479-491.
- Chami, R. (1999): "What is different about family businesses?", Notre Dame University and International Monetary Fund Institute, Working Paper 01/70.
- Chandler, A. (1994): *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*. Belknap Press.
- Cho, M. (1998): "Ownership structure, investment and the corporate value: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, vol. 47, págs. 103-121.
- Claessens, S., Djankov, S. y Larry, H.P. (2000): "The separation of ownership and control in East Asian Corporation", *The Journal of Financial Economics*, vol. 58, págs. 81-112.
- CNMV, Annual Reports of Listed Spanish Companies. 1990-2004.
- Crespi, R. y García-Cestona, M.A. (2001): Ownership and control of Spanish listed firms. In: Barca, F., Becht, M. (Eds). *The Control of Corporate Europe*. Oxford University Press.
- Demsetz, H. (1983): "The structure of ownership and the theory of the firm", *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n.º 2, págs. 375-390.
- Demsetz, H. y Lehn, K. (1985): "The structure of corporate ownership: causes and consequences", *Journal of Political Economy*, vol. 93, n.º 6, págs. 1155-1177.
- Demsetz, H. y Villalonga, B. (2001): "Ownership structure and corporate performance", *Journal of Corporate Finance*, vol. 7, págs. 209-233.
- Espinosa, M. (1990): Directorio de Accionistas, [Directory of Shareholders] Unión Editorial S.P.A.
- Faccio, M., Lang, L.H.P. y Young, L. (2001): "Dividends and expropriation", *American Economic Review*, vol. 91, págs. 54-78.
- Fama, E. y Jensen, M. (1983a): "Separation of ownership and control". *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n.º 2, págs. 301-325.
- Fama, E. y Jensen, M. (1983b): "Agency problems and residual claims", *Journal of Law and Economics*, vol. 26, n.º 2, págs. 327-349.
- Franks, J., Mayer, C. y Rossi, S. (2004): Spending less time with the family: the decline of family ownership in the UK. European Corporate Governance Institute. Finance Working Paper 35.
- Galve-Górriz, C. y Salas-Fumás, V. (1996): "Ownership structure and firm performance: Some Empirical Evidence from Spain", *Managerial and Decision Economic* vol. 17, n.º 6, págs. 575-586.
- Galve Górriz, C. y Salas Fumás, V. (2003): *La Empresa Familiar en España. Fundamentos Económicos y Resultados*. Fundación BBVA.
- Gomez-Mejia, L., Nunez-Nickel, M. y Gutierrez, I. (2001): "The role of family ties in agency contracts", *Academy of Management Journal*, vol. 44, n.º 1, págs. 81-95.
- Gómez-Mejía, L.R., Haynes, K., Nunez-Nickel, M., Jacobson, K. y Moyano-Fuentes, J. (2007): "Socioemotional wealth and Business risks in family controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills", *Administrative Science Quarterly*, vol. 52, n.º 1, págs. 106-137.



- Hernández Trasobares, A. y Galve Górriz, C. (2008): "Supervivencia y diversificación de los grupos familiares y no familiares encabezados por una empresa española cotizada en el período 1990-2005", *Revista Vasca de Economía, Ekonomiaz*, n.º 68, págs. 182-209.
- Hill, C.W.L. y Snell, S.A. (1989): "Effects of ownership and control on corporate productivity", *Academy of Management Journal*, vol. 32, n.º 1, págs. 25-46.
- Himmelberg, C., Hubbard, R.G. y Palia, D. (1999): "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance", *Journal of Financial Economics*, vol. 53, n.º 3, págs. 353-384.
- Holderness, C.G. y Sheehan, D.P. (1988). "The role of majority shareholders in publicly held corporations", *Journal of Financial Economic*, vol. 20, págs. 317-346.
- Holderness, C.G. (2003): "A survey of block holders and corporate control", *Economic Policy Review*, vol. 9, n.º 1, págs. 51-63.
- James, H.S. (1999): "Owner as manager, extended horizons, and family firm", *International Journal of the Economics of Business*, vol. 6, n.º 1, págs. 41-55.
- Jensen, M.C. y Meckling, W. (1976): "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n.º 4, págs. 305-360.
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Schleifer, A. y Vishny, R. (1998): "Law and finance" *Journal of Political Economy*, vol. 106, págs. 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Schleifer, A. y Vishny, R. (1999). "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance*, vol. 54, n.º 2, págs. 471-517.
- Landes, D. (1996): *The Unbound Prometheus: Technological Change and Industrial Development in Western Europe from 1750 to the Present*. Cambridge University Press.
- Lansberg, I. (1983). "Managing human resources in family firms: The problems of institutional overlap", *Organizational Dynamics*, vol.12, n.º 1, págs. 39-46.
- Lyman, A.R. (1991): "Customer service: does family ownership make a difference?", *Family Firm Review*, vol. 4, n.º 3, págs. 303-324.
- Marris, R. (1964): *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, London Macmillan.
- Martikainen, M., Nikkinen, J. y Vähämaa, S. (2009): "Production functions and productivity of family firms; Evidence from S&P 500", *The Quarterly Review of Economic and Finance*, vol. 49, n.º 2, págs. 295-307.
- McConaughy, D.L., Walker, Mc., Henderson, G.V. y Mishra, C.S., (1998): "Founding family controlled firms: Efficiency and value", *Review of Financial Economics*, vol. 7, n.º 1, págs. 1-19.
- Maury, B. (2006): "Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations", *Journal of Corporate Finance*, vol. 12, págs. 321-341.
- Miller, D., Breton Miller, I.Le., Lester, R.H. y Cannella, A.A. (2007): "Are family firms really superior performers?", *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, n.º 5, págs. 829-858.
- Mishra, C.S. y McConaughy, D.L. (1999): "Founding family control and capital structure: The risk of loss of control and the aversion to debt", *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 23, n.º 4, págs. 53-64.
- Morck, R.K., Stangeland, D.A. y Yeung, B. (2000): "Inherited wealth corporate control and economic growth: The Canadian disease", en R. Morck ed. *Concentrated corporate ownership. National Bureau of Economic Research Conference. University of Chicago Press*.
- Palia, D. y Ravid, A. (2002): "The role of founders in large companies: entrenchment or valuable human capital?". *Working Paper, Rutgers University*.
- Peng, M. y Jiang Y. (2004): "Family ownership and control in large corporations: The good, the bad, the irrelevant". *Presented at the Academy of Management Meeting New Orleans*.



- Pérez-González, F. (2006): "Inherited control and firm performance", *American Economic Review*, vol. 96, n.º 5, págs. 1559-1588.
- Pollak, R. (1985): "A transaction cost approach to familiar and households", *Journal of Economic Literature*, vol. 23, n.º 2, págs. 581-608.
- Sacristán Navarro, M. y Gómez-Ansón, S. (2005): "Family ownership, corporate governance and firm value: Evidence from the Spanish stock market". *16th FBN Summit, FBN-IFERA World Academic Research Forum*.
- Schulze, W., Lubatkin, M. y Dino, R. (2003): "Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms", *The Academy of Management Journal*, vol. 46, n.º 2, págs. 179-195.
- Schulze, W., Dino, R., Lubatkin, M. y Buchholtz, A. (2001): "Agency relationships in family firms: Theory and evidence", *Organization Science*, vol. 12, n.º 2, págs. 99-116.
- Shleifer, A. y Vishny, R. (1986): "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, vol. 94, n.º 3, págs. 461-488.
- Sraer, D. y Thesmar, D. (2007): "Performance and behaviour of family firms: evidence from the French Stock Market", *The Journal of the European Economic Association*, vol. 5, n.º 4, págs. 709-751.
- Stein, J. (1989): "Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behaviour", *Quarterly Journal of Economics*, n.º 104, n.º 4, págs. 655-669.
- Thomsen, S. y Pedersen, T. (2000): "Ownership structure and economic performance in the largest European companies", *Strategic Management Journal*, vol. 21, n.º 6, págs. 689-705.
- Villalonga, B. y Amit, R. (2006): "How do family ownership, control and management affect firm value?", *Journal of Financial Economics*, vol. 80, págs. 385-417.
- Williamson, O.E. (1964): *The economics of discretionary behaviour: Managerial objectives in a theory of the firm*. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N.J.
- Williamson, O.E. (1985): *The Economic Institutions of Capitalism*. Free Press.

*Fecha de recepción del original: julio, 2009*

*Versión final: marzo, 2010*

#### ABSTRACT

This paper investigates the differences in behaviour and performance between family and non-family owned Spanish firms listed on the stock market. The general hypothesis of this paper is that strong preferences to maintain control of the company within the family restrict the decision for the maximisation of profits of family companies so that, in competitive markets, the economic viability of the family firm is conditioned to reach a higher level of productive efficiency than the non-family firm. The empirical evidence in the Spanish case shows that family firms operate under a restriction of size and produce more efficiently but, finally, obtain similar economic profits to non-family firms.

*Key words:* Family Ownership of Firms, Total Factor Productivity, Return on Investment.

*JEL classification:* G30, G32, G35.