



IMPACTO DE LA IMPLICACIÓN FAMILIAR Y DE OTROS ACCIONISTAS DE REFERENCIA EN LA CREACIÓN DE VALOR

Nieto Sánchez, M^a Jesús (Universidad Carlos III de Madrid) *

Fernández Rodríguez, Zulima (Universidad Carlos III de Madrid) **

Casasola Martínez, M^a José (Universidad Carlos III de Madrid) ***

Usero Sánchez, Belén (Universidad Carlos III de Madrid) ****

RESUMEN

Este trabajo explora el efecto de diferentes combinaciones de propiedad e implicación familiar sobre la creación de valor en la empresa familiar. El estudio emplea una amplia muestra de empresas cotizadas, de quince países pertenecientes a la Unión Europea, para el periodo 2004-05. Los resultados muestran que cuando la familia participa en la propiedad y en el consejo de administración se crea valor. Igualmente, se comprueba que las empresas gestionadas por descendientes del fundador destruyen valor, mientras que el que el fundador dirija la empresa no tiene un efecto significativo sobre la creación de valor. Por último, la presencia como accionistas de referencia de inversores institucionales potencia la creación de valor, mientras que la de otras empresas lo destruye.

Palabras claves: Empresa familiar, creación de valor, accionistas de referencia. **JEL:** M10, M19, G32, G23

ABSTRACT

This study explores the effects of different levels of family ownership and involvement on family firms' value. The sample used was built from an international database (Bureau Van Dijk) with listed firms from 15 European Union countries for the period 2004-05. Results show that family who sits in the board creates value. On the other hand, those family firms managed by a founder-descendant destroy firm value, while no significant effect was found for founder managed firms. Finally, the existence of other blockholders jointly with the family ownership moderates the relationship between family firm and performance: mutual and pension funds contribute to create value, whereas other companies as the second blockholders destroy value.

Key words: Family firm; value creation; blockholders. **JEL:** M10, M19, G32, G23

1. INTRODUCCIÓN

El peso de las empresas familiares en la economía de prácticamente todo el mundo ha llevado a muchos autores a reflexionar sobre las razones de su existencia en países con niveles de desarrollo y marcos institucionales muy variados. La investigación ha destinado muchos esfuerzos a identificar los factores diferenciales de estas empresas, sus problemas específicos

* Sección Departamental de Organización de Empresas, C/ Madrid, 126, 28903 Getafe (Madrid). mnieto@emp.uc3m.es

** Sección Departamental de Organización de Empresas, C/ Madrid, 126, 28903 Getafe (Madrid). zulima@emp.uc3m.es

*** Sección Departamental de Organización de Empresas, C/ Madrid, 126, 28903 Getafe (Madrid). casasola@emp.uc3m.es

**** Sección Departamental de Organización de Empresas, C/ Madrid, 126, 28903 Getafe (Madrid). busero@emp.uc3m.es

Recibido: 29 de mayo de 2009. Aceptado: 15 de octubre de 2009.

y sus aparentes fuentes de ventaja competitiva (un buen resumen de los cuales puede encontrarse en (Kets de Vries, 1993). Una de las cuestiones más relevantes del estudio de las empresas familiares es su nivel de resultados (Chrisman *et al.*, 2005), especialmente en comparación con el del resto de empresas, tema éste al que se han dedicado diversos estudios con resultados contradictorios (McConaughy *et al.*, 2001, Villalonga y Amit, 2006, Andres, 2008). En general, los análisis empíricos confirman que la empresa familiar cotizada tiene mejores resultados que la no familiar; sin embargo, los trabajos que analizan distintas formas de implicación de la familia en la empresa llegan a conclusiones contradictorias.

Entre las causas que pueden explicar estas discrepancias se encuentran las distintas formas de participación en la dirección y el control en la empresa de la familia propietaria, que pueden afectar de forma diferencial a los resultados de aquélla. La participación en el consejo de administración permite supervisar la tarea de los directivos, minimizando el problema de agencia que suscitan. Ejercer la dirección orienta la toma de decisiones y garantiza la consecución de los objetivos establecidos para la empresa. En contrapartida, ambas posiciones pueden favorecer la satisfacción de intereses específicos de la familia, aún a costa de la empresa, y con ello la expropiación de los accionistas minoritarios (Braun y Sharma, 2007).

Por ello, este trabajo analiza la relación entre resultados y dos formas de participación de la familia en la empresa familiar: propiedad y subsiguiente pertenencia al consejo de administración, y dirección. Igualmente estudia el caso de que en el capital de la empresa coincidan la familia y otro accionista de referencia.

La investigación emplea un panel de datos de empresas cotizadas de 15 países europeos para el periodo 2004-2005. A diferencia de la mayoría de los trabajos, basados en muestras de un solo país, nuestro estudio incluye empresas de varios países lo que permitirá capturar características de empresas familiares en distintos contextos. Adicionalmente, por tratarse de una amplia muestra de empresas en muy diversos sectores industriales, las conclusiones alcanzadas son generalizables a una pluralidad de entornos y actividades.

El resto del trabajo se estructura como sigue. En la siguiente sección desarrollamos las hipótesis de estudio y los argumentos teóricos que las sustentan. En el apartado de análisis empírico describimos la muestra y las variables utilizadas y presentamos distintos resultados descriptivos y la metodología empleada en el análisis econométrico. La cuarta sección incluye los resultados de los modelos econométricos estimados. En la quinta y última sección se discuten los resultados y se apuntan las conclusiones más relevantes del trabajo.

2. MARCO TEÓRICO E HIPÓTESIS DE ESTUDIO

El hecho de que una empresa sea familiar puede tener un impacto significativo en sus procesos de toma de decisiones y resultados (Gudmundson *et al.*, 1999); ya que los intereses y valores de la familia son incorporados en los objetivos de la empresa (Sharma *et al.* 1997), lo que produce tanto ventajas como inconvenientes (Kets de Vries, 1993; James, 1999). A su vez, la empresa familiar cotizada en bolsa tiene características diferentes de la que no lo está (Lubatkin *et al.*, 2005), lo que explicaría por qué los estudios empíricos confirman de forma reiterada que la empresa familiar cotizada tiene mejores resultados tanto contables como de mercado que la no familiar (Anderson y Reeb, 2003; Villalonga y Amit, 2006; Maury, 2006; Sraer y Thesmar, 2007; Andres, 2008). Por el contrario, los estudios que analizan empresas no cotizadas alcanzan resultados más dispares (Westhead y Howorth, 2006; Sciascia y Mazzola, 2008).

Entre las ventajas comunes a todas las empresas familiares se encuentra, en primer lugar, la orientación a largo plazo (Kets de Vries, 1993). Los intereses de la familia están

vinculados con la supervivencia de la empresa, que se pretende transmitir a la siguiente generación. Este deseo de perpetuar la herencia familiar influye sobre la toma de decisiones, que están menos condicionadas por el corto plazo y la obtención de beneficios inmediatos aún a costa de la competitividad futura.

El hecho de que las cuentas con un capital paciente, dispuesto a permanecer en la empresa a L/P es una fuente de ventajas competitivas para la empresa familiar (Sirmon y Hitt, 2003); ya que, entre otras cosas, permite abordar la realización de inversiones en activos intangibles, con largos periodos de maduración, resultados inciertos y falta de garantías reales. Las características de estos activos hacen que encuentren problemas para ser financiados por el mercado (Himmelberg y Petersen, 1994); mientras que la propiedad familiar, con información sobre el verdadero valor de estas inversiones y con interés y compromiso a largo plazo en la empresa, está en mejor disposición para abordarlas.

Entre los activos intangibles más valiosos se encuentran la reputación de seriedad y cumplimiento de los compromisos. Precisamente una de las características típicas de las empresas familiares consiste en otorgar más importancia al compromiso establecido con los grupos con los que se relaciona como empleados, proveedores y clientes (Hoy y Verser, 1994; Harris *et al.*, 1994; Ward, 1998). La confianza y la reputación reducen los costes de transacción y favorecen la lealtad de clientes, proveedores y empleados. Igualmente, el compromiso con la empresa que caracteriza a la propiedad familiar favorece la creación de confianza y el establecimiento de relaciones estables con su stakeholders, lo que reduce el coste del capital (Anderson *et al.*, 2003). La orientación a largo plazo hace que éstos trabajen durante mucho tiempo con los mismos equipos de gobierno y las mismas prácticas de dirección (Anderson *et al.*, 2003). Todo ello se traduce en capital social, otra fuente de ventajas competitivas para las empresas familiares. Estabilidad y relaciones consolidadas con clientes hacen que estas empresas tengan un conocimiento estrecho del negocio y de las necesidades de los mercados que atienden, lo que facilita la labor de supervisión del trabajo directivo por parte de la propiedad familiar.

De otro lado, se defiende que las empresas familiares resuelven el problema clásico de agencia descrito por Jensen y Meckling (1976). El control familiar reduce la discrecionalidad directiva, ya que la familia tiene incentivos y medios para recabar información sobre la actuación de los directivos y en su caso intervenir directamente. La familia propietaria actúa, pues, como accionista exigente, con capacidad y disposición para controlar a la dirección. En este sentido, disponemos de una serie de trabajos que destacan la utilidad de que la familia no sólo participe en el capital sino en el consejo de administración para acompañar los objetivos de empresa y familia (Lane *et al.*, 2006; Barontini y Caprio, 2006; Jaskewicz y Klein, 2007).

Ahora bien, si además la empresa familiar cotiza en bolsa está aún más protegida contra los problemas de agencia que se han identificado en la no cotizada (Lubatkin *et al.*, 2005), como el autocontrol y el altruismo (Schulze *et al.*, 2002; 2003). Para cotizar en bolsa es preciso poseer buenos mecanismos internos de información, supervisión y control. A ello se añade el control externo que proporciona el mercado de control societario y la posibilidad que otorga el mercado de capitales de dar liquidez a los minoritarios, lo que reduce la posibilidad de que la empresa expropie las rentas de éstos (Braun y Sharma, 2007). Esto hace que la familia aporte un valor adicional cuando participa en empresas cotizadas, ya que no sólo protege sus intereses sino también los de los accionistas minoritarios. Prueba de ello es la constatación de que en los países donde la protección de los inversores es menor abunda la propiedad familiar (La Porta *et al.*, 1998).

En resumen, hay una serie de argumentos que sugieren que la implicación familiar en la empresa en la propiedad y el control mejora los resultados de ésta, lo que nos lleva a formular la siguiente hipótesis de estudio:

Hipótesis 1: La propiedad y el control familiares se relaciona positivamente con la creación de valor para el accionista.

Muchas empresas familiares están dirigidas por miembros de la familia, bien sea el fundador bien alguno de sus sucesores, hijos, nietos o sobrinos, lo que elimina el problema de gobierno clásico de discrecionalidad directiva, pero no los propios de la empresa familiar.

El primer problema específico de agencia se deriva de los conflictos de interés a los que se enfrentan como resultado de los problemas de altruismo y autocontrol (Schulze *et al.*, 2002; 2003). Estos conflictos hacen que los objetivos de la empresa no necesariamente se orienten hacia la creación de riqueza si la familia tiene otros objetivos a alcanzar a través de ella (Westhead y Howorth, 2006). Ahora bien, el emprendedor y fundador desempeña un importante rol en la marcha de la empresa, ha sido creada por él, es un resultado de su visión y capacidad para poner una idea emprendedora en marcha. A ello se añade que proporciona a la empresa un liderazgo claro, unificado e indiscutido, por lo que es previsible que en términos netos el CEO (*chief executive officer*) fundador aporte valor.

Con todo, las mayores dudas surgen cuando la empresa es dirigida por otros miembros de la familia. Es mucho más probable que surjan ahora los problemas específicos antes mencionados y que generan dos consecuencias. En primer lugar, surge una situación de autoselección, ya que los directivos son elegidos en virtud de sus vínculos familiares y no siempre por sus conocimientos y habilidades profesionales. Pérez-González (2006) encuentra que se reduce el valor de las empresas cotizadas que eligen CEOs familiares sin formación en una buena universidad. En segundo lugar, el hecho de que la empresa promueva a puestos directivos a miembros de la familia de control reduce sus posibilidades de atraer a directivos asalariados bien cualificados, ya que son conscientes de que sus posibilidades de promoción son limitadas. Todo ello hace que pueda estar peor gestionada (Lansberg, 1983; Donckels y Lambrecht, 1999) y, por lo tanto, destruya valor.

Además de todo lo indicado, una diferencia fundamental entre la etapa en que está presente el fundador y en la que están sus descendientes radica en que en el primer caso la propiedad y el control están concentrados en una única persona, lo que permite asignar a la empresa objetivos claros y consistentes; mientras que en el segundo, la variedad de miembros de la familia y generaciones involucradas se traduce en diversidad de fines y objetivos y, en muchas ocasiones, en conflictos de interés entre los descendientes, que condicionan la toma de decisiones.

Todo ello lleva a que la relación entre empresa familiar y resultados no esté tan clara cuando se investigan los efectos de que la familia se ocupe de la dirección de la empresa. Así, Anderson y Reeb (2003) encuentran que las empresas familiares tienen mejores resultados que las no familiares siempre que el CEO sea miembro de la familia. McConaughy (1998) y McConaughy *et al.* (2001) llegan a resultados similares, con el añadido de que cuando el CEO es el sucesor las empresas son más eficientes que las dirigidas aún por el fundador. Villalonga y Amit (2006) encuentran lo contrario, la empresa familiar sólo crea valor si el fundador actúa como CEO o como presidente del consejo con un CEO profesional; cuando el CEO es un descendiente se destruye valor. Andres (2008) encuentra que la bolsa valora positivamente a las empresas familiares cuyo fundador se mantiene como CEO, las que están dirigidas por herederos o profesionales no tienen una valoración diferenciada de las no familiares, resultados similares a los de Barontini y Caprio (2003). Por su parte, cuando emplea medidas

contables, con independencia de quien las dirija, las empresas familiares tienen mejores resultados que las no familiares (Andres, 2008).

En resumen, para establecer hipótesis sobre si es preferible que la dirección de la empresa esté en manos de la familia o de profesionales, resulta obligado distinguir en función de la generación que esté al frente de ella. En este sentido se plantean las dos hipótesis siguientes:

Hipótesis 2a: La presencia del fundador en el puesto de CEO se relacionará positivamente con la creación de valor en la empresa de propiedad y control familiares.

Hipótesis 2b: La presencia de algún descendiente del fundador en el puesto de CEO se relacionará negativamente con la creación de valor en la empresa de propiedad y control familiares.

El último problema de agencia típico de la empresa familiar deriva de la capacidad de los grandes accionistas para extraer beneficios privados a expensas de los pequeños, a través de compensaciones a los miembros de la familia o el reparto de dividendos especiales (Oreland, 2006); así como de operaciones de transferencia de rentas o *tunneling* (Johnson *et al.*, 2000) que permiten expropiar a los accionistas minoritarios (Cronqvist y Nilsson, 2003; Maury y Pajuste, 2005). Por ello, si simultáneamente existen varios accionistas relevantes y con capacidad para incidir en la toma de decisiones es probable que se controlen unos a otros y, por lo tanto se reduzca la tentación de explotar a los minoritarios.

La presencia de varios accionistas importantes puede ser beneficiosa para el resto, gracias al control y seguimiento mutuos que producen (Lehman y Weigand, 2000; Faccio *et al.*, 2001); en consecuencia, la existencia, junto con la familia, de otros accionistas relevantes puede tener un impacto positivo sobre los resultados. En esta línea, Maury y Pajuste (2005) señalan el papel de supervisión ejercido por accionistas de referencia en las empresas familiares, dado que la extracción de beneficios privados en éstas suele ser más habitual cuando no hay ningún accionista de control aparte de la familia. Por último, los accionistas de control pueden proporcionar recursos que la empresa necesite, como contactos y relaciones, tecnología o financiación. Igualmente, obligan a la empresa a profesionalizar la gestión y a emplear sistemas de información y control más rigurosos (Fernández y Nieto, 2006).

Otros trabajos, por el contrario, destacan cómo en una empresa que ya cotiza en bolsa el empleo de dos accionistas de control puede ser ineficiente por redundante, ya que están ambos desempeñando la misma función de disciplinamiento de la dirección. Más aún, en el caso de la empresa familiar, el empleo de un segundo accionista de referencia puede generar costes adicionales e incluso poner cortapisas a la iniciativa y labor empresarial que la familia aporta a la empresa. Todo ello puede traducirse en una destrucción de valor como confirman Randoy y Goel (2003).

Aparte del Estado -cuyo peso se ha reducido mucho en los últimos años- y de las familias, entre los principales accionistas de control destacan las instituciones financieras y los inversores institucionales, así como otras empresas. Bancos y/cajas de ahorros e inversores institucionales suelen tener una orientación a largo plazo, preocupados por consolidar la situación de la empresa y no por intervenir directamente en las decisiones de éstas. Esto permitirá a la empresa tomar decisiones orientadas a mejorar su posición competitiva con independencia de su horizonte temporal. La presencia de estos inversores protege a la empresa de la presión del mercado de capitales para obtener beneficios inmediatos a costa de la rentabilidad futura. Ahora bien, las entidades financieras además de accionistas son también prestamistas. Este segundo papel les llevará a velar por sus intereses como acreedores

y preocuparse sobre todo por la recuperación de sus créditos, lo que previsiblemente les hará más conservadores, llegando a impedir inversiones previsiblemente atractivas pero arriesgadas. Adicionalmente, podrían tratar de expropiar rentas a costa de los minoritarios obligando a la empresa a adquirir determinados servicios (seguros, productos financieros, etc.), cargando mayores comisiones o tipos de interés en sus operaciones (Morck, *et al.*, 2000, Casasola y Tribó, 2004), lo que la familia estará en condiciones de impedir a través de su participación en el consejo. En esta línea, Casasola y Tribó (2004) prueban que la presencia de una entidad financiera como segundo mayor accionista junto a un accionista principal no financiero no destruye valor, a diferencia de lo que ocurre cuando el banco es el principal accionista. Por último, cuando otra empresa es el segundo accionista de control de una empresa familiar es previsible que utilice a la empresa participada como un elemento más de su estrategia general. La toma de decisiones de la empresa participada no será completamente autónoma, sino que puede estar guiada por intereses ajenos a ella, lo que afectaría negativamente a sus resultados. Así, otra empresa como accionista importante puede disfrutar de más beneficios privados que una institución financiera, por ejemplo, mediante pactos entre la empresa matriz y la subsidiaria, que no beneficien a los accionistas minoritarios de esta última (Cronqvist y Nilsson, 2003).

Por ello, en los casos en los que, además de la familia, existan otros accionistas de referencia es previsible que la relación entre propiedad familiar y creación de valor pueda verse matizada. En este sentido, planteamos las siguientes hipótesis:

Hipótesis 3a: La existencia de inversores institucionales como accionistas de referencia, además de la familia potencia la relación positiva entre propiedad y control familiares y creación de valor.

Hipótesis 3b: La existencia de entidades financieras como accionistas de referencia, además de la familia no tiene impacto sobre la relación positiva entre propiedad y control familiares y creación de valor.

Hipótesis 3c: La existencia de otras empresas como accionistas de referencia, además de la familia minora la relación positiva entre propiedad y el control familiares y creación de valor.

3. ANÁLISIS EMPÍRICO

Descripción de la muestra

En este trabajo se define la empresa familiar aquélla en la que la familia participa en el capital y en el consejo de administración; definición similar a la que proponen las principales instituciones internacionales, como el Grupo Europeo de Empresas Familiares (GEEF) y el Consejo de la Family Business Network y el Instituto de la Empresa Familiar.

La muestra empleada es un panel incompleto de 2759 empresas, con más de 50 empleados, que cotizan en bolsa, de 15 países de la Unión Europea durante los años 2004 y 2005¹. En total se dispone de 4700 observaciones empresa-año pertenecientes a 46 sectores diferentes, según la clasificación NACE de dos dígitos. La información financiera así como la relativa a la estructura de propiedad y al resto de variables utilizadas se obtuvo de la base de datos OSIRIS (elaborada por Bureau Van Dijk).

¹ Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda, Italia, Polonia, Portugal, Reino Unido y Suecia.

Descripción de las variables

- **Variable dependiente**

La creación de valor se mide con la Q-Tobin, que se define como el valor de mercado de la empresa con respecto al valor de reposición de los activos. En nuestro caso, se aproxima por la Q-ratio (*market-to-book ratio*²), medida como el valor de mercado de los fondos propios más el valor de la deuda, entre el valor contable de los activos. Dado que contamos con observaciones de diversos países, sectores y años, en los modelos se introduce la creación de valor aproximada por la Q-ratio ajustada (Villalonga y Amit, 2006), es decir, la Q-ratio de la empresa a la que se descuenta la media por país, sector y año al que pertenece la observación para cada empresa (*Q-ratio ajustada*).

- **Variables explicativas**

La definición de empresa familiar ha sido ampliamente discutida en la literatura y los trabajos empíricos la han estudiado bajo formas diversas. En este trabajo se ha definido como empresa familiar aquella que reúne los tres requisitos siguientes: 1) el principal accionista es un accionista individual o hay al menos dos accionistas con el mismo apellido, pertenecientes por lo tanto a la misma familia; 2) la propiedad en manos de los miembros de la familia es, al menos, de un 25 por 100³; 3) la familia está representada en el consejo de administración por al menos uno de sus miembros.

La descripción del resto de variables explicativas empleadas para contrastar las hipótesis de estudio puede verse resumida en el cuadro 1. Asimismo, también se incluyen en los modelos variables de control relativas a características de la empresa, industrias y sistemas legales en que actúan.

Análisis descriptivo

De las 4700 observaciones de la muestra, el 14 por 100 corresponde a empresas clasificadas como familiares. El cuadro 2 recoge los estadísticos descriptivos y los contratos de medias de distintas variables empleadas en los modelos. Podemos comprobar cómo las empresas familiares crean más valor, en media, que las no familiares; además, se aprecia que son más jóvenes y más pequeñas que las no familiares. Por último, las empresas familiares tienen un ratio menor de apalancamiento que las no familiares y una mayor preferencia por la financiación con recursos propios, lo que explica el menor nivel de riesgo respecto a las no familiares. Aproximadamente el 68 por 100 de las empresas familiares se encuentra en primera generación, un 18 por ciento lo está en segunda y el resto en tercera o sucesivas.

El cuadro 3 describe los tipos de accionistas más frecuentes y el orden en que aparecen junto a la familia, cuando ésta es el accionista principal; los más frecuentes son otras empresas, otros individuos o familias, inversores institucionales y entidades financieras. Adicionalmente, se comprueba que la concentración de la propiedad es muy elevada en todas las empresas. En particular, cuando la familia es el principal accionista posee en media un 53 por 100 del capital. En estos casos la media de la participación en el capital de los siguientes accionistas se encuentra en el 19 y el 9 por 100 respectivamente.

² Esta variable se considera una buena aproximación de la Q de Tobin (Chung y Pruitt, 1994; Perfect y Wiles, 1994).

³ El criterio del 25 por 100 trata de ajustarse a la definición oficial de Empresa Familiar aprobada por las dos principales instituciones internacionales representantes de la misma. Dicha definición fue aprobada en Bruselas por el Grupo Europeo de Empresas Familiares (GEEF) y en Milán por el *Board* de la *Family Business Network* el 7 de abril de 2008.

CUADRO 1: DESCRIPCIÓN DE LAS VARIABLES

Variable dependiente	
Q-ratioaj	<i>Creación de valor: valor de mercado empresa/valor contable, corregido por sector, país y año.</i>
Variables independientes	
Familiar	<i>Variable dicotómica: valor 1 si la empresa es familiar y 0 si no lo es. Empresa familiar: los miembros de la familia tienen al menos un 25 por 100 de la propiedad y además hay presencia familiar en el Consejo de Administración.</i>
CEO_fundador	<i>Variable dicotómica: valor 1 si el CEO es un miembro de la familia y ésta está en primera generación y 0 en el resto de los casos⁴.</i>
CEO_descendiente	<i>Variable dicotómica: valor 1 si el CEO es un miembro de la familia y ésta está en segunda o posteriores generaciones, y 0 en el resto de los casos.</i>
Fam_banco	<i>Variable dicotómica: valor 1 si la familia es el accionista principal, y una entidad financiera el segundo mayor accionista. Valor 0 en el resto de los casos.</i>
Fam_pension	<i>Variable dicotómica: valor 1 si la familia es el accionista principal y un inversor institucional el segundo mayor accionista. Valor 0 en el resto de casos.</i>
Fam_empresa	<i>Variable dicotómica: valor 1 si la familia es el accionista principal y otra empresa el segundo mayor accionista. Valor 0 en el resto de casos.</i>
Variables de control	
Tamaño	<i>Logaritmo neperiano del valor del activo total.</i>
Edad	<i>Logaritmo neperiano del número de años desde la fundación.</i>
Endeudamiento	<i>Ratio de apalancamiento: fondos ajenos/fondos propios.</i>
Riesgo de mercado	<i>Beta de cada una de las empresas, con referencia al índice de mercado de cada país.</i>
Tiempo	<i>Variable dicotómica: valor 1 para las observaciones de 2005 y 0 para 2004.</i>
Concentración propiedad	<i>Suma de los porcentajes de la propiedad de accionistas con más de un 5%.</i>
Sist_anglo	<i>Variable dicotómica: valor 1 si la empresa pertenece a un país con un sistema legal orientado hacia el mercado o anglosajón⁵.</i>
Sist_germano	<i>Variable dicotómica: valor 1 si la empresa pertenece a un país con un sistema legal germano.</i>
Sist_escandinavo	<i>Variable dicotómica: valor 1 si la empresa pertenece a un país con un sistema legal escandinavo.</i>

⁴ En línea con lo establecido por el límite superior en las etapas por las que atraviesa la empresa familiar, descritas por Ward (1987), se parte del supuesto de la empresa familiar tiene menos de 30 años se encuentra en primera generación y que si tiene más de 30 años se ha producido el relevo generacional.

⁵ Los países de la muestra son clasificados en los diversos sistemas legales siguiendo la clasificación de La Porta *et al* (1998), quienes distinguen entre los sistemas francés, germano y escandinavo (todos ellos inspirados en el derecho civil romano) y el sistema anglosajón o *common law*. Así, en nuestra muestra Bélgica, Francia, Grecia, Italia, Países Bajos, Polonia, Portugal y España pertenecen al sistema francés; Austria y Alemania al germano; Dinamarca, Finlandia y Suecia al escandinavo y Reino Unido e Irlanda al anglosajón. En los modelos dejamos fuera al sistema francés que, por tanto, será el de referencia.

CUADRO 2: ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS DE LAS VARIABLES

Variable	Total empresas		Empresa familiares		Empresas no familiares		Dif. de medias
	Media	Std. Dev	Media	Std. Dev	Media	Std. Dev	
Q-ratio	0.56	0.28	0.573	0.29	0.557	0.29	0.016*
Tamaño	2996517	1.36e+07	782736.8	5060950	3356900	1.45e+07	-2574163,2***
Edad	38.42	43.55	30.88	35.54	39.65	44.60	-8.77***
Endeudamiento	1.61	2.42	1.47	2.17	1.63	2.46	-0.16*
Riesgo de mercado	0.34	0.46	0.30	0.51	0.34	0.44	-0.04**
Observaciones	4700		658		4042		

*** p-valor 0.01, ** p-valor 0.05, * p-valor 0.10 (H_0 : Dif de medias=0)

Fuente: Elaboración propia

CUADRO 3: FRECUENCIA DEL SEGUNDO Y TERCER ACCIONISTA CUANDO LA FAMILIA ES EL ACCIONISTA PRINCIPAL

1er accionista	2º accionista	3er accionista
FAMILIA	Empresa (20.7%) Familia o individuo (19.4%) Inversor institucional (13%) Bancos (8.9%)	Empresa (28%) Inversor institucional (20.7%) Familia o individuo (20%) Bancos (13%)

Fuente: Elaboración propia

Como muestra el cuadro 4, en término medio, las familias poseen aproximadamente la mitad del capital de las empresas en que participan y la quinta parte de los de accionistas son miembros de la familia. En la composición de los consejos de administración de las empresas familiares, se aprecia que, en media, casi un tercio de los miembros del consejo son de la familia y en más de la mitad (53 por 100) de las empresas familiares el presidente del consejo también pertenece a la familia. Por último, en el 43 por 100 de las empresas familiares el fundador es el CEO; mientras que en las empresas en generaciones posteriores, los descendientes ocupan esta posición sólo en la quinta parte de los casos.

Metodología

En el análisis econométrico se utilizan modelos de mínimos cuadrados ordinarios (OLS) con errores estándar robustos a datos atípicos, en los que se ha comprobado que se cumplan los supuestos tradicionales: homocedasticidad, no autocorrelación y no multicolinealidad. De no controlarse estos problemas, las estimaciones estarían sesgadas y el valor del estadístico F estaría inflado (Bergh y Holbein, 1997). Los estadísticos de White y Bonferroni indican que no hay un problema de heterocedasticidad en los modelos. Para estudiar la posible presencia de correlación serial se calcularon varios estadísticos como el de Durbin Watson y el de

Breusch-Godfrey; en ambos casos, se confirmó la ausencia de correlación serial en los datos. Finalmente, para comprobar la posible existencia de multicolinealidad entre las variables dependientes e independientes, se calcularon los VIF (variance inflation factors), y se comprobó que ninguno excedía de 2⁶.

CUADRO 4: DESCRIPTIVOS DE LAS EMPRESAS FAMILIARES

Características		
	Media	Desv. típica
por 100propiedad familiar	50.17%	17.7
Nº_accionistas_fam/ total_accionistas	19.57%	21.68
Nº_fam_consejo/ total_consejeros	31.77	20.4
Presidente del consejo miembro de la familia	52.96	49.9
CEO fundador	43.16%	49.56
CEO descendiente	21.12%	40.85

Fuente: Elaboración propia

4. RESULTADOS

En el cuadro 5 se presentan los resultados de las estimaciones. En la columna (1) se comprueba como, en general, hay una relación positiva entre las empresas de propiedad y control familiares y la Q-Tobin ($\beta = 0.046$, $p < 0.1$). Esto confirma, al menos parcialmente, la hipótesis 1, esto es, las empresas familiares crean en media más valor para el accionista que las no familiares.

En la columna (2) se recoge la presencia del fundador y las siguientes generaciones en la posición de CEO. Los resultados no permiten confirmar la hipótesis 2a; ya que la relación que encontramos entre la presencia del fundador en el puesto CEO y la creación de valor en la empresa familiar es negativa si bien no significativa. Por su parte, cuando el CEO es un descendiente del fundador sí se encuentra una relación negativa y significativa con la creación de valor, dando soporte a la hipótesis 2b ($\beta = -0.10$, $p < 0.05$). El efecto total que encontramos en aquellas empresas familiares donde el CEO sea uno de los sucesores es de -0.059 (0.069-0.010), con lo que se destruiría valor.

⁶ Según la regla de Neter *et al.* (1985) y Chatterjee y Price (1991), valores inferiores a 10 indican que la multicolinealidad no es un problema en esta investigación.

CUADRO 5: RESULTADOS

	Q-ratio ajustado	Q-ratio ajustado	Q-ratio ajustado	Q-ratio ajustado	Q-ratio ajustado
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Familiar</i>	0.0464*	0.0692*	0.0793*	0.0435	0.0995**
<i>CEO_fundador</i>		-0.0100 (-0.22)	-0.0113 (-0.25)	-0.0041 (-0.09)	-0.0089 (-0.20)
<i>CEO_descendiente</i>		-0.1004** (-2.40)	-0.1022** (-2.43)	-0.0877** (-2.06)	-0.0984** (-2.36)
<i>Fam_banco</i>			-0.1203 (-1.17)		
<i>Fam_pension</i>				0.2326* (1.87)	
<i>Fam_empresa</i>					-0.1813*** (-3.20)
<i>Tamaño</i>	0.0002 (0.03)	-0.0004 (-0.07)	-0.0003 (-0.06)	-0.0003 (-0.06)	-0.0001 (-0.02)
<i>Edad</i>	-0.0308*** (-3.38)	-0.0268*** (-2.83)	-0.0269** (-2.84)	-0.0268** (-2.83)	-0.0271** (-2.86)
<i>Endeudamiento</i>	-0.0266*** (-6.95)	-0.0265*** (-6.93)	-0.0265*** (-6.92)	-0.0264*** (-6.91)	-0.0265*** (-6.91)
<i>Riesgo de mercado</i>	0.0910*** (4.20)	0.0904*** (4.20)	0.0898*** (4.18)	0.0904*** (4.20)	0.0888*** (4.12)
<i>Tiempo</i>	-0.0039 (-0.20)	-0.0030 (-0.15)	-0.003 (-0.15)	-0.0031 (-0.16)	-0.0031 (-0.15)
<i>Concentración propiedad</i>	0.0045 (0.13)	0.0058 (0.16)	0.0036 (0.10)	0.0050 (0.14)	0.0038 (0.11)
<i>Sist_anglo</i>	0.0013 (0.05)	0.0004 (0.01)	0.0003 (0.01)	-0.0052 (-0.20)	-0.0001 (-0.01)
<i>Sist_germano</i>	0.0086 (0.26)	0.0061 (0.19)	0.0076 (0.23)	0.0056 (0.17)	0.0051 (0.16)
<i>Sist_escandinavo</i>	-0.0242 (-0.67)	-0.0252 (-0.69)	-0.0251 (-0.69)	-0.0271 (-0.75)	-0.0259 (-0.72)
<i>_Const</i>	0.0989 (1.17)	0.0965 (1.12)	0.0968 (1.12)	0.0982 (1.14)	0.0953 (1.10)
<i>Nº observac.</i>	4.700	4700	4700	4.700	4.700
<i>Estadístico F</i>	7.89	7.02	6.51	6.77	6.72
<i>p-valor</i>	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<i>Root MSE</i>	0.6966	0.6965	0.6965	0.6961	0.6961

***p-valor 0.01, ** p-valor 0.05, *p-valor 0.10. En paréntesis, los estadísticos t
Fuente: Elaboración propia

En las columnas (3), (4) y (5) del cuadro 5 se incluye la presencia de otros grandes accionistas cuando la familia es el principal accionista. De los resultados obtenidos, se comprueba que la presencia de inversores institucionales, junto a estas familias, se relaciona positivamente con la creación de valor ($\beta = 0.232, p < 0.1$), lo que contrasta la hipótesis 3a. Por su parte, la presencia de un banco no afecta a la creación de valor de las empresas familiares, lo que da soporte a la hipótesis 3b. Finalmente, se constata que la presencia de otra empresa como segundo accionista en la empresa familiar tiene un efecto negativo en la creación de valor ($\beta = -0.181, p < 0.01$). Este efecto es lo suficientemente importante como para compensar el efecto positivo inicial (0.099 vs -0.181). Este último resultado corrobora la hipótesis 3c.

Respecto a las variables de control, se encuentra una relación negativa entre la edad de la empresa y el endeudamiento y la creación de valor. Además, se prueba una relación positiva entre la beta de la empresa y la rentabilidad, como cabe esperar, ya que a mayor riesgo mayor rentabilidad. El efecto del tamaño es positivo pero no significativo, lo que puede deberse a que en la muestra se cuenta únicamente con empresas medianas y grandes.

5. DISCUSIÓN Y CONCLUSIONES

A pesar de que se dispone de trabajos rigurosos sobre la relación entre empresa familiar y resultados, aún no hay conclusiones definitivas, lo cual puede obedecer a la variedad de definiciones de empresa familiar empleadas (Miller *et al.*, 2007). Este estudio trata de ahondar teórica y empíricamente en esta controvertida cuestión. Para ello analiza la creación de valor de distintos tipos de empresas familiares con una muestra de empresas cotizadas en bolsa de 15 países pertenecientes a la Unión Europea.

Su objetivo es averiguar cómo crea valor la familia propietaria.—La primera forma de crear valor de la familia propietaria consiste en asumir el papel de accionista paciente y bien informado, con capacidad para supervisar a la dirección mediante su participación en el consejo de administración. Una segunda tarea sería ocuparse de la dirección directa de la empresa ocupando el papel de CEO el fundador o uno de sus herederos. Por último, puede compartir su labor supervisora con otros accionistas relevantes. Concretamente en este trabajo avanzamos en la comprensión del impacto de inversores institucionales, entidades financieras y empresas.

La empresa familiar, máxime si cotiza en bolsa, está en condiciones de resolver el problema de agencia derivado de la discrecionalidad directiva y convertirse en un accionista activo. Nuestros resultados confirman esta idea, ya que hemos encontrado una relación positiva entre empresa familiar y creación de valor; en línea con Anderson y Reeb (2003), Villalonga y Amit (2006) y Barontini y Caprio (2006). La empresa familiar está sometida a una menor presión de los mercados de capitales, aún estando en bolsa. Morck *et al.* (1988) y Cronqvist y Nilsson (2003) encuentran que las empresas gestionadas por una familia fundadora tienen en media una probabilidad mucho menor de ser adquiridas en una toma de control hostil. Sin embargo, el rigor que exigen los mercados de capitales y la posibilidad que tienen los accionistas minoritarios de deshacerse de su inversión parecen ser suficientes para que el mercado valore positivamente la propiedad y el control familiares.

La siguiente cuestión es si es conveniente que la familia intervenga directamente en la gestión. Nuestros resultados indican que cuando el CEO es un sucesor se destruye valor en las empresas familiares europeas, resultado similar al que encontraron Villalonga y Amit (2006) en EEUU. Por el contrario, no podemos confirmar que el hecho de que el fundador sea el CEO afecte a la creación de valor, lo que difiere de Villalonga y Amit (2006) y Barontini y Caprio (2006), que sí detectan “un efecto fundador”.

Se trata, pues, de una cuestión que aún requiere más estudio. La profesionalización de la gestión de la empresa familiar es un tema recurrente de consultores y académicos especializados. Tal como postulamos, los mayores problemas surgen cuando la empresa está dirigida por otros miembros de la familia distintos al fundador; el emprendedor desempeña un papel importante como CEO que puede que ningún descendiente sea capaz de asumir, más allá de su cualificación, por no poseer las cualidades requeridas o no identificarse con la empresa como hacía el fundador. Adicionalmente, la propiedad y el control en empresas en segunda o sucesivas generaciones suelen estar más dispersos, lo que provocará previsiblemente conflictos de intereses por la diversidad de objetivos. Precisamente el traspaso de la empresa a la siguiente generación es uno de los hitos críticos de la empresa familiar. La sucesión es un reto para estas empresas, que tienen problemas para sobrevivir en la segunda generación, que se hacen aún mayores a medida que la empresa pasa a generaciones sucesivas. De nuestros resultados se desprende la idea de que sería útil que sean profesionales cualificados los que se ocupen de la dirección efectiva en las empresas familiares en segunda y sucesivas generaciones, mientras la familia se reserva una posición de control para supervisar la actuación de aquéllos y proteger al tiempo a los accionistas minoritarios.

La familia aporta valor, entre otras razones, por comportarse como un accionista exigente; sin embargo algunas empresas familiares poseen otros accionistas con capacidad de control, lo que puede condicionar la actuación de accionistas y consejeros familiares. Nuestros resultados muestran un impacto diferente de cada uno de los inversores estudiados. La presencia de inversores institucionales potencia el buen comportamiento de la empresa familiar. Se trata de inversores estables, interesados en mantener su participación en la empresa a largo plazo, aunque no en intervenir directamente en la marcha de la misma si no hay problemas. Se trata, pues, de inversores interesantes para la empresa familiar, ya que aportan financiación y estabilidad, sin pretender inmiscuirse en la actividad diaria. Los inversores institucionales ejercen una labor de supervisión de la actividad directiva, por lo que reducen los costes de agencia directivos; y, al mismo tiempo, controlan la actuación de otros accionistas de control como la familia, y esto reduce el problema de agencia que se produce entre accionistas mayoritarios y minoritarios.

No ocurre lo mismo con los bancos como accionistas de referencia, dado que tienen doble papel en la empresa. Por un lado, pueden actuar como agentes disciplinantes como accionistas de control, por otro pueden canalizar rentas en su propio beneficio. En este sentido nuestros resultados confirman los de Casasola y Tribó (2004) al no encontrar un efecto significativo en la creación de valor ante la presencia de un banco como segundo accionista junto a una familia. De ahí que la participación del banco en el accionariado no tenga impacto en la relación positiva entre empresa familiar y creación de valor. Por último, la presencia de otra empresa en el capital modera negativamente la relación positiva que hemos encontrado entre empresa familiar y creación de valor. Este resultado podría evidenciar que tras esa participación corporativa se encuentran inversiones adicionales de la familia propietaria a través de las cuales se pueden articular estructuras piramidales y obtenerse beneficios privados, canalizando rentas cruzadas. En este caso sí nos encontraríamos con una situación en la que la empresa familiar expropia a los minoritarios y esto se traduce en una destrucción de valor.

Las implicaciones prácticas del trabajo están claras. Es conveniente que las familias propietarias distingan claramente entre los papeles que pueden desempeñar y se centren en aquéllos que definitivamente creen valor: su carácter de accionistas estables y bien informados, con capacidad y motivación para controlar a los directivos. Igualmente, puede ser útil que en el capital participen otros accionistas relevantes como los inversores

institucionales. Por el contrario, deben tener en cuenta que es probable que la bolsa penalice a una empresa en cuyo capital conviven la familia y otra empresa.

El trabajo no está exento de limitaciones, como la forma de detectar a las empresas familiares a través de la existencia de apellidos comunes y el hecho de que no se identifica al último propietario cuando en el capital aparecen otras empresas. Además, el estudio sólo cubre dos años, lo que podrá subsanarse en extensiones posteriores. Por último, en investigaciones futuras podrá analizarse con mayor profundidad el comportamiento y papel de los distintos accionistas de referencia.

6. BIBLIOGRAFÍA

- Anderson, R. C. y Reeb, D. M. (2003): "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500", *The Journal of Finance*, vol. 58, pp. 1301-1327.
- Anderson, R.C., Mansi, S.A. y Reeb, D.M., 2003. "Founding family ownership and the agency cost of debt", *Journal of Financial Economics*, vol. 68, pp. 263-285.
- Andres, C. (2008): "Large shareholders and firm performance—An empirical examination of founding-family ownership", *Journal of Corporate Finance*, vol. 14, pp 431-445.
- 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, pp 689-723.
- Braun, M. y Sharma, A. (2007): "Should the CEO Also Be Chair of the Board? An Empirical Examination of Family-Controlled Public Firms", *Family Business Review*, vol. 20, n^o 2, pp 111-126.
- Casasola, M. J. y Tribó, J.A. (2004): "Banks as Blockholders", *Working Paper 04-01*, Universidad Carlos III de Madrid.
- Chatterjee, S. y Price, B. (1991): *Regression analysis by example*, John Wiley & Sons, Nueva York.
- Chung, K. H. y Pruitt, S.W. (1994): "A Simple Approximation of Tobin's q", *Financial Management*, vol. 23, pp. 70-74.
- Chrisman, J. J., Chua, J. H. y Sharma P. (2005): "Trends and directions in the development of a strategic management theory of the family firm", *Entrepreneurship, Theory & Practice*, vol. 29, n^o 5, pp. 555-576.
- Cronqvist, H. y Nilsson, M. (2003): "Agency Costs of Controlling Minority Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, pp. 695-719.
- Donckels, R. y Lambrecht, J. (1999): "The Re-Emergence of Family-Based Enterprises in East Central Europe: What can be Learned from Family Business Research in the Western World?", *Family Business Review*, vol. 12, pp. 171-188.
- Faccio, M., Lang, L.H.P. y Young, L. (2001): "Dividends and Expropriation", *American Economic Review*, vol. 91, pp. 54-78.
- Fernández, Z. y Nieto, M.J. (2006) "International Involvement of SMES: The Impact of Ownership", *Journal of International Business Studies*, vol. 37, n^o 3, pp. 340-351.
- Gudmundson, D., Hartman, E.A. y Tower, C.B. (1999): "Strategic Orientation: Differences between Family and Nonfamily Firms", *Family Business Review*, vol. 12, pp. 27-39.
- Harris, D., Martinez, J.I. y Ward, J.L. (1994): "Is strategy different for the family-owned business?", *Family Business Review*, vol. 7, pp. 159-174.

- Himmelberg, C.P. y Petersen, B.C. (1994): "R&D and internal finance: a panel study of small firms in high-tech industries", *Review of Economics and Statistics*, vol. 76, pp. 38-51.
- Hoy, F. y Verser, T. (1994): "Emerging business, emerging field: entrepreneurship and the family firm", *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 19, pp. 9-23.
- James, H. S. (1999): "What can the Family Contribute to Business? Examining Contractual Relationships", *Family Business Review*, vol. 12, pp. 61-71.
- Jaskiewicz, P. y Klein, S. (2007): "The Impact of Goal Alignment on Board Composition and Board Size in Family Businesses", *Journal of Business Research*, vol. 60, pp. 1080-1089.
- Jensen, M. C. y Meckling, W.H. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 305-360.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. y Shleifer, A. (2000): "Tunneling", *American Economic Review*, vol. 90, pp. 22-27.
- Kets de Vries, M.F. (1993): "The Dynamics of Family Controlled Firms: The Good and the Bad News", *Organizational Dynamics*, vol. 21, pp. 59-71.
- La Porta, R.L., López-de-Silanes, F., Shleifer, A. y Vishny, R. W. (1998): "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, vol. 106, pp. 1113-1155.
- Lane, P. J., Koka, B. y Pathak, S. (2006): "The Reification of Absorptive Capacity: A Critical Review and Rejuvenation of The Construct", *Academy of Management Review*, vol. 31, pp. 833-863.
- Lansberg, I.S. (1983): "Managing Human Resources in Family Firms: The Problem of Institutional Overlap", *Organizational Dynamics*, vol. 12, pp. 39-46.
- Lehman, E. y Weigand, J. (2000): "Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and Corporate Performance in Germany", *European Finance Review*, vol. 4, pp. 157-195.
- Lubatkin, M., Schulze, W. Ling, Y. y Dino, R. (2005): "The effect of parental altruism on the governance of family-managed firms", *Journal of Organizational Behavior*, vol. 26, pp. 313-330.
- Martinez, J.I., Stohr, B.S. y Quiroga, B.F. (2007): "Family Ownership and Firm Performance: Evidence from Public Companies in Chile", *Family Business Review*, vol. 20, pp. 83-94.
- Maury, B. y Pajuste, A. (2005): "Multiple Large Shareholders and Firm Value", *Journal of Banking and Finance*, vol. 29, pp. 1813-1834.
- Maury, B. (2006). "Family ownership and firm performance: empirical evidence from Western European corporations", *Journal of Corporate Finance*, vol. 12, n° 2, pp. 321-341.
- McConaughy, D.L., Walker, M., Henderson, G., y Mishra, C. (1998): "Founding family controlled firms: Efficiency and value", *Review of Financial Economics*, vol. 7, pp. 1-19.
- McConaughy, D.L., Matthews, C.H., and Fialko, A.S. (2001): "Founding family controlled firms: Performance, risk, and value", *Journal of Small Business Management*, vol. 39, pp. 31-50.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R. and Cannella, A. (2007): "Are family firms really superior performers?", *Journal of Corporate Finance*, vol. 13, n° 5, pp. 829-858.

- Morck, R., Shleifer, A. y Vishny, R. (1988): "Management Ownership and Market Valuation, An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, pp. 292-315.
- Morck, R., Nakamura, M. and Shivdasani, A. (2000). "Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan", *Journal of Business*, vol. 73, n^o 4, pp. 539-567.
- Nester, J., Wasserman, W. y Kutner, H. (1985): *Applied linear statistical models*, Richard D. Irwin, Homewood IL.
- Pérez-González, F. (2006): "Inherited control and firm performance", *American Economic Review*, vol. 96, pp. 1559-1588.
- Perfect, S.B., y Wiles, K.W. (1994): "Alternative Construction of Tobin's q – An Empirical Comparison", *Journal of Empirical Finance*, vol. 1, pp. 313-341.
- Randoy, T. y Gealb, S. (2003): "Ownership structure, founder leadership, and performance in Norwegian SMEs: implications for financing entrepreneurial opportunities", *Journal of Business Venturing*, vol. 18, pp. 619–637.
- Schulze, W.S., Lubatkin, M.H. y Dino, R.N. (2002): "Altruism, Agency, and the Competitiveness of Family Firms", *Managerial and Decision Economics*, vol. 23, pp. 247-259.
- Schulze, W.S., Lubatkin, M.H. y Dino, R.N. (2003): "Toward a Theory of Agency and Altruism in Family Firms", *Journal of Business Venturing*, vol. 18, pp. 473-490.
- Sciascia, S. y Mazzola, P. (2008): "Family involvement in ownership and management: Exploring nonlinear effects on performance", *Family Business Review*, vol. 21, n^o 4, pp. 331-341.
- Sharma, P., Chrisman, J. J. y Chua, J. H. (1997): "Strategic Management of the Family Business: Past Research and Future Challenges", *Family Business Review*, vol. 10, pp.1-35.
- Sirmon, D.G. y Hitt, M. (2003): "Managing resources: Linking unique resources, management and wealth creation in family firms", *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 27, n^o 4, pp. 339-358.
- Sraer, D. y Thesmar, D. (2007): "Performance and behaviour of family firms: Evidence from the French stock market", *Journal of the European Economic Association*, vol. 5, n^o 4, pp. 709-751.
- Thomsen, S., Pedersen, T., Kvist, H.K. (2006). "Blockholder ownership: effects on firm value in market and control based governance systems", *Journal of Corporate Finance*, vol. 12, pp. 246–269.
- Villalonga, B. y Amit, R. (2006): "How do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?", *Journal of Financial Economics*, vol. 80, pp. 385-417.
- Ward, J.L. (1998): "Growing the family business: special challenges and best practices", *Family Business Review*, vol. 10, pp. 323-337.
- Westhead, P. y Howorth, C. (2006): "Ownership and Management Issues Associated with Family Firm Performance and Company Objectives", *Family Business Review*, vol. 19, pp. 301-316.