

OWNERSHIP STRUCTURE AND FIRM PERFORMANCE IN SPANISH NON-LISTED FIRMS

Blanca Arosa de la Torre, blanca.arosa@ehu.es Universidad del País Vasco
Txomin Iturralde Jainaga, txomin.iturralde@ehu.es, Universidad del País Vasco
Amaia Maseda García, amaia.maseda@ehu.es, Universidad País Vasco

ABSTRACT

Abstract: Despite the prevalence of family firms throughout the world, the evidence on the effect of family ownership on corporate performance is still scarce. There are, however, some previous studies that provide empirical evidence on this issue, but their results are uncertain as to whether family control is positive or negative to minority shareholders. Nevertheless, most of these studies take into account listed firms, so our aim is to study if non-listed firms act in the same way, differentiating the behaviour of family and non-family firms. Our sample is Spanish non-listed family firms and we have used SABI (Iberian Balance Sheet Analysis System) database and a survey to get the information we needed.

1. INTRODUCCIÓN

La literatura sugiere que la estructura de propiedad es uno de los principales mecanismos de gobierno de las empresas que influye en los costes de agencia de éstas. Berle y Means (1932) sugieren que la concentración de la propiedad debe tener un efecto positivo en el rendimiento, ya que alivia el conflicto de intereses entre propietarios y directivos. En este sentido, las estructuras concentradas de propiedad dejan de lado el clásico problema de agencia entre directivos y accionistas, pero conducen a un conflicto entre accionistas mayoritarios y minoritarios (Shleifer y Vishny, 1997, Porta et al., 2000).

En este contexto, este estudio se centra en las empresas no cotizadas, con estructuras concentradas de propiedad, cuyos principales accionistas son, en muchos casos, las familias. La mayoría de los estudios se centran en empresas cotizadas, por lo que consideramos que es necesario centrarse en las empresas no cotizadas y cubrir la laguna existente. Es interesante comprobar si los resultados obtenidos sobre el comportamiento de los mecanismos internos de control en las empresas no cotizadas, se pueden comparar con los resultados de numerosos estudios de investigación centrados en las empresas cotizadas.

Este estudio pretende realizar una nueva contribución con una muestra representativa de empresas españolas que no cotizan en bolsa, familiares y no familiares. Las limitaciones que existen para identificar a las empresas familiares suponen que el análisis detallado de la información proporcionada por las bases de datos generales y la encuesta sean los únicos medios para hacerlo. Este trabajo utiliza una combinación de ambos métodos.

El objetivo del estudio es examinar el efecto de la concentración de propiedad de las empresas no cotizadas en el rendimiento de la empresa. Además, se pretende verificar si el carácter familiar de la empresa genera un comportamiento diferente en el funcionamiento de este mecanismo interno de control.

No se ha encontrado ninguna relación entre la concentración de propiedad y el rendimiento, calculado como la rentabilidad empresarial, en las empresas de la muestra, independientemente de su carácter familiar. Por el contrario, en el caso de las empresas familiares dicha relación varía en función de la generación que se encuentra al frente de la dirección de la empresa.

El resto del trabajo está organizado de la siguiente manera. Sección 2 contiene una revisión de la literatura en relación con la estructura de propiedad como un mecanismo de control, y presenta la hipótesis y modelos. Sección 3 presenta los datos y el procedimiento de análisis utilizado para llevar a cabo el estudio empírico y los resultados de la investigación. Por último, la sección 4 se exponen las principales conclusiones, y el documento termina con una lista de referencias bibliográficas.

2. FUNDAMENTO TEÓRICO

Hay que comenzar señalando que existe una clara diferencia en los problemas de agencia que surgen en las empresas cotizadas y las no cotizadas. Mientras que en las primeras los problemas surgen, fundamentalmente, entre los accionistas y los directivos; en las empresas no cotizadas el principal problema de agencia se da entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios.

El origen de este conflicto se puede encontrar en la tendencia de los accionistas mayoritarios a utilizar su poder para llevar a cabo actividades tendentes a obtener un beneficio privado que daña la riqueza de los accionistas minoritarios (La Porta et al., 1999; Francis et al., 2005). En España, el incentivo de obtener beneficios privados a expensas de los minoritarios puede verse acentuado ya que, a diferencia de lo que ocurre en los países anglosajones, los intereses de los accionistas minoritarios están pobremente protegidos por el sistema legal.

La mayor concentración de derechos de voto puede, por tanto, conducir a mayores incentivos para los accionistas controladores de cara a obtener beneficios privados. Esta tendencia, además, se puede acrecentar en el caso de las empresas familiares ya que estos beneficios privados permanecen en la familia controladora, mientras que en las empresas no familiares, son distribuidas entre un número importante de accionistas (Villalonga y Amit, 2006).

Las familias fundadoras representan un tipo especial de grandes accionistas que tienen mucha voz en la empresa y motivos poderosos para gestionar una empresa en particular. Anderson et al. (2003) afirman que las familias fundadoras son diferentes respecto del resto de accionistas en dos aspectos principalmente:

- el interés de la familia por la supervivencia a largo plazo de la empresa y
- la preocupación de la familia por la reputación de la empresa y la familia.

Esto puede hacer pensar que el deseo de estas empresas no es la maximización del valor de los accionistas, sino la maximización del valor de la empresa, cuando ambos entran en conflicto.

En este contexto, el estudio sobre la estructura de propiedad de la empresa tiene su razón de ser en el trabajo realizado por Berle y Means (1932), al hablar de la separación entre la propiedad y control, así como en los postulados de la Teoría de la Agencia (Jensen y Meckling, 1976; Fama y Jensen, 1983).

Si analizamos los distintos trabajos que han tratado el tema de la estructura de la propiedad, podemos afirmar que ésta tiene importantes implicaciones para el gobierno corporativo (Shleifer y Vishny, 1997). Salas (1999) afirma que la competitividad de la empresa se puede ver influenciada por la estructura de propiedad de la misma, ya que incide en cómo se toman las decisiones.

El análisis de la relación existente entre la estructura de propiedad y el rendimiento de la empresa permite conocer la existencia de distintos comportamientos de los accionistas y directivos de la empresa. Así, al analizar la estructura de propiedad de las empresas, más concretamente, su concentración de propiedad, se puede comprobar si predomina la hipótesis de supervisión frente a la de expropiación.

La estructura de propiedad de una empresa se considera un mecanismo interno de control, ya que se supone que la concentración de propiedad puede ayudar a supervisar el comportamiento de los directivos y, de la misma

manera, evitar el uso ineficiente de los recursos (Stiglitz, 1985). En este sentido se ha considerado que la concentración de propiedad puede suponer la disminución de los problemas que se derivan de la divergencia de intereses entre los distintos agentes, lo que conlleva el analizar si predomina la hipótesis de supervisión frente a la de expropiación (Demsetz y Lehn, 1985; Shleifer y Vishny, 1986; Stulz, 1988; Morck, et al., 1988; McConnell y Servaes, 1990; Leech y Leahy, 1991; Galve y Salas, 1992; Pedersen y Thomsen, 1997; Faccio y Lasfer, 1999; Morck et al., 2000).

Además, la propiedad familiar puede generar ventajas competitivas, ya que la concentración accionarial genera incentivos económicos importantes para disminuir los conflictos de agencia y maximizar el valor de la empresa (Demsetz y Lehn 1985). Se puede afirmar que, debido a que el bienestar familiar está directamente relacionado con el de la empresa, las familias tienen fuertes incentivos para supervisar a la dirección y minimizar el problema del free ride inherente a la dispersión accionarial. Este argumento coincide de forma sustancial con lo que se conoce como efecto alineación.

Este efecto se basa en la idea de que las familias fundadoras y otros accionistas están mejor alineados debido a los grandes bloques de acciones propiedad de la familia y su presencia a largo plazo en la misma. Debido a que la riqueza de la familia está estrechamente relacionada con el valor de la empresa, las familias tienen incentivos importantes para supervisar a los trabajadores (Anderson y Reeb, 2003) y de crear una lealtad de largo plazo en los mismos (Weber et al., 2003). Ese horizonte temporal a más largo plazo que poseen las familias debido a que su presencia en la empresa es también permanente, sugiere un deseo de proyectos de inversión a más largo plazo en comparación con otro tipo de accionistas. El efecto alineación implica que la concentración de propiedad supone una mejor supervisión para controlar a los propietarios (Demsetz y Lehn, 1985; Shleifer y Vishny, 1997), sugiriendo que las familias controladoras pueden supervisar a las empresas de forma más efectiva. Más aún, debido a la presencia sustancial y de largo plazo de la familia en la empresa y su intención de preservar el nombre de la familia, las familias fundadoras tienen un mayor interés en la empresa que los profesionales externos. Además, las familias fundadoras son más propensas a renunciar a los beneficios a corto plazo debido a los incentivos de pasar la empresa a generaciones futuras y proteger la reputación familiar (Wang, 2006).

Asimismo, con esta perspectiva se genera una reputación de la familia, lo que supone crear consecuencias económicas de larga duración para la empresa en comparación con las no familiares. Anderson et al. (2002) sugieren que una de las consecuencias de mantener la presencia familiar por un largo periodo de tiempo es que la empresa disfrutará de un menor coste de la deuda en comparación con las empresas no familiares. Los fuertes mecanismos de control pueden motivar a los miembros de la familia a comunicarse de manera más efectiva con el resto de accionistas y acreedores mediante información financiera de mayor calidad y, como consecuencia, reduciendo el coste de la deuda (Anderson, Mansi y Reeb, 2003).

Teniendo en cuenta las ventajas competitivas que la propiedad familiar supone para la empresa, cabe esperar unos mejores niveles de rentabilidad en las empresas familiares que en las no familiares. A este respecto nos planteamos, por tanto, estudiar las siguientes relaciones:

H1a: Existe una relación positiva entre la concentración de propiedad familiar y el rendimiento de la empresa

Para probar esta hipótesis se propone el siguiente modelo:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 FOC + \beta_2 INSOWN + \beta_3 OUTSIDERS + \beta_4 GROWTHOP + \beta_5 LEV + \beta_6 SIZE + \beta_7 AGE + \beta_8 SECT \quad (1)$$

H1b: Existe una relación positiva más fuerte entre la concentración de propiedad y el rendimiento de la empresa en las empresas familiares que en las no familiares

Esta relación se analizará mediante el siguiente modelo:

$$Y = \beta_0 + (\beta_1 + \beta_2 FD) OC + \beta_3 INSOWN + \beta_4 OUTSIDERS + \beta_5 GROWTHOP + \beta_6 LEV + \beta_7 SIZE + \beta_8 AGE + \beta_9 SECT \quad (2)$$

Además de lo comentado hasta ahora, también existe la idea de la capacidad de las familias para expropiar la riqueza de la empresa mediante retribuciones excesivas, transacciones con partes vinculadas o dividendos especiales y aversión al riesgo (DeAngelo y DeAngelo, 2000; Anderson y Reeb, 2003b). Estos autores señalan que cuando las familias fundadoras son los mayores accionistas, se aseguran que la dirección sirva a los intereses familiares. Muchas de las acciones que persiguen las familias para maximizar su utilidad personal, llevan a políticas no adecuadas para la empresa, que suponen una peor rentabilidad en comparación con las empresas no familiares. Esto puede suponer conflictos de agencia severos con el resto de personas involucradas en la empresa.

Así, y con respecto a la relación entre las variables de concentración de la propiedad y valor de la empresa, hay que señalar que Shleifer y Vishny (1997) muestran que, a pesar de que en los estudios realizados se observa una relación positiva entre la concentración de la propiedad y el valor de la empresa, la existencia de un accionista mayoritario puede generar problemas de agencia entre el propietario controlador y los accionistas minoritarios. A este respecto señalar que, diversos autores han encontrado una relación no lineal entre ambas variables en el caso de las empresas cotizadas (Thomsen y Pedersen, 2000; Miguel et al., 2004 y Anderson y Reeb, 2003; Maury, 2006 y Pindado et al., 2008). La existencia de una relación no lineal supone que, cuando el nivel de la concentración de propiedad es más bajo, existe un efecto positivo en la rentabilidad, consecuencia de la hipótesis de supervisión. Es decir, los accionistas destinan sus esfuerzos a supervisar a la dirección, en aras a conseguir el bien común. Sin embargo, a medida que el grado de concentración de la propiedad aumenta, la relación entre ambas variables se convierte en negativa como consecuencia de la hipótesis de expropiación. En este caso, los accionistas poseen una participación en el capital de la empresa de tal magnitud, que les hace pensar en su propio bienestar, tendiendo a expropiar la riqueza de los minoritarios. Es decir, se considera que se produce una relación cuadrática entre las variables concentración de la propiedad y rentabilidad de la empresa. Visto este argumento y en aras a completar nuestro análisis, hemos considerado necesario comprobar si la existencia de una relación cuadrática entre la concentración de la propiedad y la rentabilidad empresarial encontrada en investigaciones anteriores, se cumple también en el caso de las empresas no cotizadas. Del mismo modo, comprobaremos si existen diferencias de comportamiento entre empresas familiares y no familiares.

A este respecto, se propone las siguientes hipótesis a contrastar:

H2a: Existe una relación cuadrática entre la concentración de propiedad familiar y el rendimiento de la empresa

Para probar esta hipótesis se propone el siguiente modelo:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 FOC + \beta_2 FOC^2 + \beta_3 INSOWN + \beta_4 OUTSIDERS + \beta_5 GROWTHOP + \beta_6 LEV + \beta_7 SIZE + \beta_8 AGE + \beta_9 SECT \quad (3)$$

H2b: Existe una relación cuadrática más fuerte entre la concentración de propiedad y el rendimiento de la empresa en las empresas familiares que en las no familiares

Utilizando el siguiente modelo para contrastarla:

$$Y = \beta_0 + (\beta_1 + \beta_2 FD) OC + (\beta_3 + \beta_4 FD) OC^2 + \beta_5 INSOWN + \beta_6 OUTSIDERS + \beta_7 GROWTHOP + \beta_8 LEV + \beta_9 SIZE + \beta_{10} AGE + \beta_{11} SECT \quad (4)$$

Es necesario destacar que esta no linealidad entre la concentración de la propiedad y la rentabilidad empresarial puede ser explicada, en el caso de las empresas familiares, por los costes potenciales de la propiedad familiar (Pindado et al., 2008). Existen dos costes potenciales que pueden generar un efecto negativo para ciertos niveles de concentración de propiedad.

Por un lado, los incentivos de la familia propietaria para llevar a cabo acciones que les beneficien a si mismos a expensas del rendimiento empresarial, cuando poseen una participación sustancial en el capital (Anderson y Reeb, 2003). Incluso pueden llegar a perseguir objetivos distintos al de la maximización del valor de la empresa. Derivado de este hecho, se puede pensar que altos niveles de concentración de la propiedad, pueden estar relacionados con decisiones de inversión menos eficientes, lo que puede conllevar una reducción del rendimiento empresarial (Cronqvist y Nilsson, 2003).

Por otro lado, existen autores que señalan que el alto grado de concentración de la propiedad en manos de la familia está relacionado con la influencia de la familia controladora sobre la dirección de la empresa (Gómez-Mejía et al., 2003), lo que puede estar relacionado con un mayor nivel de atrincheramiento de los directivos.

Otro aspecto importante a tener en cuenta a la hora de investigar sobre la empresa familiar es que, como ya se ha comentado, a menudo, los miembros de la familia actúan como máximo ejecutivo u ocupan otros puestos directivos. Si el máximo ejecutivo es un miembro de la familia, se pueden alinear de forma más fácil los intereses familiares con los de la empresa, lo que sugiere mayores efectos de la propiedad familiar sobre la rentabilidad. Por otro lado, cuando un miembro de la familia ocupa el puesto de máximo ejecutivo, eso puede haber supuesto el excluir a una persona externa de mayor capacidad y talento, con el consiguiente efecto negativo sobre la rentabilidad. Sin embargo, a pesar de que la restricción de los puestos de máximo ejecutivo a los miembros familiares puede ser problemática, un máximo ejecutivo familiar puede aportar unas habilidades y atributos a la familia que un externo no posee (Morck et al., 1988; Donaldson, 1997; Anderson et al., 2002).

Ante esta situación, resulta interesante estudiar el efecto de la concentración de la propiedad sobre la rentabilidad empresarial en las empresas familiares dirigidas por la primera generación. Además de sus características particulares y de tener una concentración de propiedad mayor, en las empresas familiares dirigidas por la primera generación, la coincidencia de las figuras del máximo ejecutivo y presidente en el fundador de la empresa, lleva a que desaparezcan los problemas de agencia tildados como tradicionales, aunque se generan otros derivados, por ejemplo, del comportamiento altruista. Así, se considera necesario comprobar si la forma de actuar de estas empresas es distinta respecto del resto de empresas familiares. La existencia de una mayor concentración de propiedad en las empresas de primera generación, puede que suponga la existencia de las hipótesis de supervisión y expropiación, en comparación con aquellas en las que posteriores generaciones han pasado a formar parte de las mismas y, por tanto, muestran una mayor dispersión de la propiedad.

A pesar de que la forma de medir este aspecto es distinta en esta Estudio, se puede hacer referencia a distintos estudios que han analizado la presencia del fundador en la empresa familiar. Así, Anderson y Reeb (2003), afirman que la presencia de un fundador puede añadirle un talento emprendedor a la empresa. De la misma manera McConnaughy et al., (1998); Anderson and Reeb (2003); Adams et al. (2003); Villalonga y Amit (2004) y Barontini and Caprio (2006), afirman que cuando el fundador ocupa el puesto del máximo ejecutivo, se aprecia un impacto en el rendimiento empresarial. Estos resultados pueden hacer pensar que el que la empresa está

dirigida por la primera generación puede tener un efecto positivo en la rentabilidad de la empresa. Del mismo modo, la concentración de la propiedad en este tipo de empresas familiares es mayor que en el resto, lo que puede indicar que los costes derivados de la concentración de la propiedad antes mencionados, pueden aparecer en éstas de forma más contundente. En este sentido, también resulta necesario comprobar la existencia de una relación cuadrática en las empresas familiares dirigidas por la primera generación.

H3: Existe una relación cuadrática más fuerte entre la concentración de propiedad familiar y el rendimiento de la empresa en las empresas familiares dirigidas por la primera generación.

Para probar esta hipótesis se propone el siguiente modelo:

$$Y = \beta_0 + (\beta_1 + \beta_2 \text{GEN1}) \text{FOC} + (\beta_3 + \beta_4 \text{GEN1}) \text{FOC}^2 + \beta_5 \text{INSOWN} + \beta_6 \text{OUTSIDERS} + \beta_7 \text{GROWTHOP} + \beta_8 \text{LEV} + \beta_9 \text{SIZE} + \beta_{10} \text{AGE} + \beta_{11} \text{SECT} \quad (5)$$

3. ESTUDIO EMPÍRICO: DATOS Y ANÁLISIS.

3.1. – MARCO POBLACIONAL Y MUESTRA

Este estudio se llevó a cabo sobre las empresas españolas incluidas en la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibérico) para el año 2006, último año para el que se dispone de datos completos a la fecha de realización del estudio. Posteriormente se impusieron ciertas restricciones a este grupo de empresas a fin de llegar a un conjunto representativo de la población. En primer lugar, hemos eliminado a las empresas afectadas por situaciones especiales, como la insolvencia, disolución, liquidación o nula actividad. La segunda restricción hace referencia a la forma jurídica de la empresa, de forma que centramos nuestro estudio en las sociedades anónimas y limitadas ya que son este tipo de empresas las que tienen una obligación legal de establecer órganos de supervisión como puede ser el consejo de administración, además de ser las dos formas societarias predominantes entre las empresas españolas. En tercer lugar, hemos eliminado las empresas con cotización oficial. En cuarto lugar, se estudian sólo las empresas españolas con más de 50 empleados, es decir, empresas con un cierto tamaño, que aseguran la existencia de un equipo directivo relevante y, por tanto, con un órgano de control que supervise su actuación. Con esta condición, la muestra objeto de estudio comprende 3723 empresas españolas no cotizadas.

Con la intención de diferenciar entre las empresas familiares y no familiares, el siguiente paso ha sido incluir las restricciones relativas al carácter familiar de las empresas. Para ello, lo primero que hay que hacer es definir empresa familiar al objeto de la investigación.

En este estudio, se considera familiar a una empresa que cumpla dos condiciones: a) que exista un porcentaje de capital social en poder del fundador o de los miembros de la familia que les permitan ejercer un control sobre la empresa (porcentaje que se ha situado en un mínimo del 20% siguiendo a La Porta et al.(1999)), y, además, b) participan de forma activa en la gestión de dicha empresa mediante la participación de miembros familiares en el Consejo de Administración.

Para comprobar el cumplimiento de estas dos condiciones, se realizó una revisión exhaustiva de las estructuras de propiedad (porcentaje de acciones) y composición (nombre y apellidos de los accionistas), así como de la composición del Consejo de Administración de cada una de las 3.723 empresas seleccionadas.

Por lo tanto, se ha clasificado una empresa como familiar si hay relaciones de parentesco entre los accionistas y entre los accionistas y los consejeros, tomando como referencia la coincidencia de apellidos y se ha podido identificar que una o más familias poseen un mínimo del 20% del capital. Además, también se ha revisado la

composición de la dirección de la empresa, en aras a detectar una relación de parentesco entre los accionistas y las personas que ocupan cargos en la dirección. La razón de realizar esta revisión es poder descubrir aquellas empresas familiares que tengan una dirección profesionalizada.

De esta manera, hemos conseguido identificar a 1493 empresas familiares y 1465 no familiares, quedando 765 pendientes de clasificar.

3.2.- DATOS

A las 2958 empresas identificadas, se les realizó un cuestionario telefónico a través de los servicios contratados a la empresa Gizaker S.L. Para asegurar un mayor número de respuestas, los responsables tuvieron un conocimiento previo de la realización del estudio mediante carta postal, en la que se indicaba el objeto del mismo y destacaba su interés. La encuesta se realizó durante los meses de enero y febrero de 2008 y se recibieron un total de 600 respuestas, es decir, un índice de respuesta de un 20,28%, que se puede considerar adecuado y, comparándolo con índices de otros trabajos, es bastante más alto. Los entrevistados eran personas responsables de la gestión en las empresas (directores financieros de 56,48% de los casos, el director ejecutivo en 31,06%, el presidente en el 1,54% de los casos, y otros en 10,92%). El cuadro 1 resume las características técnicas del estudio. Finalmente se eliminaron 14 cuestionarios debido a que carecían de la totalidad de información necesaria, por lo que la muestra queda compuesta por 586 empresas no cotizadas, de las cuales 217 (37.03%) son no familiares y 369 (62.97%) familiares.

Las fuentes de información, por tanto, han sido la base de datos SABI, de donde se obtuvo información sobre el número de trabajadores, partidas del Balance y la Cuenta de Resultados, actividad de la empresa y edad de la misma, y la encuesta, que proporciona información sobre la estructura de propiedad, órganos de gobierno de la empresa y de la familia, características de la dirección, existencia de un plan de sucesión, e incorporación de familiares a la empresa.

Por tanto, el cuestionario recoge información sobre las variables necesarias para el estudio que no se pudieron obtener a partir de la base de datos SABI y se consideró más fiable capturarlos a través de una encuesta.

TABLA. 1 – Definición y cálculo de las variables

PANEL A	
VARIABLES OBTENIDAS MEDIANTE LA ENCUESTA	
VARIABLE	DEFINICIÓN
Generación que dirige la empresa (GEN1)	Variable Dummy que toma el valor de 1 si la empresa está dirigida por la primera generación y 0 en caso contrario.
Concentración de propiedad familiar (FOC)	Porcentaje de propiedad en manos del mayor accionista familiar.
Concentración de propiedad (OC)	Porcentaje de propiedad en manos del mayor accionista
Propiedad de los internos (INSOWN)	Porcentaje de propiedad en manos de los consejeros internos y el máximo ejecutivo.
Propiedad de los internos en las empresas familiares(FINSOWN)	Porcentaje de propiedad en manos de los consejeros internos y el máximo ejecutivo en las empresas familiares.
Composición del Consejo (OUTSIDERS)	Porcentaje de consejeros externos sobre el total de consejeros.
Dummy familiar (FD)	Variable Dummy que toma el valor 1 cuando la empresa cumple con la definición adoptada y 0 en caso contrario.
PANEL B	
VARIABLES OBTENIDAS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS	
Rentabilidad de la empresa (ROA)	(1) $EBIT / TA$, donde $EBIT = \text{resultado del ejercicio} + \text{gastos financieros} + \text{impuesto sobre beneficio}$ y $TA = \text{Total Activo}$.

Oportunidades de crecimiento (GROWTHOP)	Ventas ₀ /Ventas ₋₁ .
Nivel de endeudamiento (LEV)	Deuda Total / Total del Activo.
Tamaño de la empresa (SIZE)	Logaritmo neperiano del total del Activo.
Antigüedad de la empresa (AGE)	Logaritmo neperiano del número de años desde la constitución de la empresa.
Sector	Variable dummy que controla el sector de actividad

3.2.- ANÁLISIS

En este apartado, se trata de analizar el efecto de la estructura de la propiedad sobre la rentabilidad, fijándonos en la concentración de la propiedad. Así, por un lado, el objetivo es comparar la relación entre la propiedad y la rentabilidad comparando las empresas familiares y las no familiares; y, por otro lado, analizar cómo influye la concentración de propiedad de las empresas familiares en su rentabilidad. Además, también nos interesa conocer si, tal y como se ha probado en ciertos estudios referentes a las empresas que cotizan en Bolsa (Anderson y Reeb, 2003; Villalonga y Amit, 2004; Pindado et al, 2008), se puede contemplar la posibilidad de que exista una relación no lineal o cuadrática entre ambas variables y compararla entre ambos tipos de organizaciones. Es decir, cabe esperar que para cierto nivel de concentración de propiedad, prevalezca la hipótesis de la supervisión, ya que los accionistas dedicarán sus esfuerzos a controlar la labor de los directivos. Sin embargo, para niveles de concentración de la propiedad elevados, la hipótesis que puede prevalecer es la de expropiación, ya que los accionistas con alta participación en el capital tenderán a mirar por su propio bienestar, llegando incluso a expropiar la riqueza de los minoritarios. Finalmente, analizamos la influencia que puede tener la generación que dirija la empresa en la relación entre la concentración de la propiedad y la rentabilidad empresarial.

Teniendo en cuenta la literatura existente al respecto, el primer objetivo se centra en comprobar si existe una relación lineal positiva entre la rentabilidad y la concentración de la propiedad en las empresas familiares que no cotizan en Bolsa (modelo 1).

Los resultados de este contraste de hipótesis se muestran en la Tabla 2, (columna I). A pesar de la existencia de un coeficiente positivo entre la concentración de propiedad familiar y la rentabilidad de la empresa, resultado consistente con la hipótesis 1a, dicha relación no resulta significativa. Esta ausencia de significatividad nos lleva a concluir que no existe relación entre las variables concentración de la propiedad familiar y rentabilidad empresarial, por lo que no se acepta la hipótesis 1a.

TABLA 2.- Relación entre la concentración de la propiedad y la rentabilidad

	ROA				
	I	II	III	IV	V
Constante	0.1652*** (0.1070)	0.1161*** (0.075)	0.1704*** (0.1110)	0.0700 (0.0812)	0.1773*** (0.1099)
FOC	0.0064 (0.2212)		0.0775 (0.0987)		0.0299 (0.1005)
FOC*GEN1					0.1941** (0.0850)
FOC ²			-0.0577 (0.0858)		-0.0104 (0.0910)
FOC ² *GEN1					-0.1971** (0.1023)
OC		0.0209 (0.0161)		0.0084 (0.0851)	
OC*FD		0.0127 (0.0164)		0.0181 (0.0733)	

OC ²				0.0084	
				(0.0851)	
OC ² *FD				0.0181	
				(0.0733)	
INSOWN	0.0130	0.0050	0.0166	-0.0000	0.0103
	(0.0173)	(0.0144)	(0.0174)	(0.0149)	(0.0174)
OUTSIDERS	-0.0271	-0.0307***	-0.0250	-0.0339***	-0.0252
	(0.0253)	(0.0195)	(0.0252)	(0.0200)	(0.0249)
GROWTHOP	0.5836*	0.2991*	0.3971*	0.4715*	0.3591**
	(0.1758)	(0.1098)	(0.1662)	(0.1228)	(0.1656)
LEV	-0.0871***	-0.1260*	-0.0787**	-0.1146*	-0.0800**
	(0.0556)	(0.0292)	(0.0361)	(0.0471)	(0.0360)
SIZE	-0.0013	-0.0009	-0.0002	-0.0014	-0.0004
	(0.0056)	(0.0042)	(0.0056)	(0.0043)	(0.0055)
AGE	-0.0084	-0.0086	-0.0093	-0.0065	-0.0070
	(0.0110)	(0.0090)	(0.0109)	(0.0093)	(0.0108)

* ,** y *** indican significatividad al 1%, 5% y 10% respectivamente.

Si comparamos el comportamiento de las empresas familiares frente a las no familiares (modelo 2), los resultados obtenidos tampoco son significativos (Tabla 2, columna II), lo que nos lleva a no aceptar la hipótesis 1_b. En este caso, ni β_1 , que recoge la relación entre la concentración de la propiedad y la rentabilidad cuando las empresas no son familiares ni β_2 , que recoge la influencia de ser una empresa familiar sobre la relación entre la concentración de la propiedad y la rentabilidad, son significativos. Estos resultados pueden hacer pensar que el comportamiento de las empresas que no cotizan en Bolsa diverge del de las empresas cotizadas. También cabe señalar que en el caso de las empresas de la muestra, se aprecia una mayor concentración de propiedad en el caso de las empresas no familiares, lo que también puede justificar la relación encontrada.

En relación a este aspecto, diversos estudios como los de Anderson y Reeb (2003), Villalonga y Amit (2004), Maury (2006), Barontini y Caprio (2006) y Pindado et al. (2008) encuentran un efecto positivo entre ambas variables, argumentando que los propietarios familiares están más motivados para supervisar a los directivos cuando su participación en la empresa aumenta. Además, la visión a largo plazo que caracteriza a las empresas familiares y la preocupación que tiene la familia por su reputación, son aspectos que refuerzan más este resultado. Considerando las empresas de la muestra, es, precisamente, esa ausencia de cotización, lo que puede hacer que la reacción de los accionistas sea distinta, de forma que su mayor preocupación no se centra en la tarea de supervisión de la dirección.

No obstante, también existen estudios que muestran un efecto negativo del control familiar sobre la riqueza de los minoritarios. Así, Cronqvist y Nilsson (2003) encuentran que la propiedad familiar puede ser perjudicial para los accionistas minoritarios y Faccio et al. (2001) y Lins (2003) afirman que las familias controladoras están en una posición mejor para expropiar la riqueza de los accionistas minoritarios, cuando la protección de los inversores es menor. Del mismo modo, Miller et al (2007), señalan que en las empresas familiares, en las que muchos miembros de la familia están involucrados en la misma, no muestran mayores valores de mercado que el resto de organizaciones.

Finalmente, Demsetz (1983) sostiene que no debería existir relación entre la propiedad familiar y la rentabilidad empresarial, ya que la concentración de propiedad es el resultado endógeno de la decisiones tomadas por los presentes y los potenciales accionistas para maximizar los beneficios (Villalonga y Amit, 2004). Demsetz y Lehn, 1985; Himmelberg et al., 1999 y Demsetz y Villalonga (2001) proporcionan evidencias al respecto. Del mismo modo, y en los casos en los que se ha realizado una comparación entre el comportamiento de las

empresas familiares y el de las no familiares, Markin (1999) no encuentra evidencias de que las empresas familiares obtengan un rendimiento mayor al de las no familiares. Igualmente, Favero et al. (2006) tampoco hallan diferencias de rendimiento entre ambos tipos de organizaciones.

En general, cabe señalar que no se ha encontrado evidencia que indique la existencia de una relación positiva entre las variables concentración de propiedad y rendimiento empresarial para las empresas de la muestra. Podemos pensar que la divergencia en los resultados se puede deber a que se trata de una muestra de empresas que no cotizan en Bolsa, lo que puede hacer que el comportamiento de los accionistas sea diferente. Del mismo modo, el carácter endógeno de la variable concentración de propiedad también puede ser la causa de la ausencia de dicha relación.

Además de lo señalado hasta ahora, es necesario destacar que la existencia de un accionista mayoritario en la empresa puede hacer que surjan problemas de agencia entre los accionistas controladores y los minoritarios (Shleifer y Vishny, 1997). Siguiendo este argumento, existen trabajos que han constatado la existencia de una relación no lineal entre la concentración de la propiedad y la rentabilidad empresarial (Gedajlovic and Shapiro, 1998; Thomsen and Pedersen, 2000; Miguel, Pindado and de la Torre, 2004). Por tanto, el siguiente paso ha consistido en comprobar si existe una relación cuadrática entre la concentración de la propiedad y la rentabilidad entre las empresas de la muestra. Además trataremos de analizar si ese efecto es más fuerte en las empresas familiares que en las no familiares.

Los resultados obtenidos se muestran en la Tabla 2 (columnas III y IV). Para las empresas familiares (columna III), aunque se constata la existencia de un coeficiente positivo y uno negativo para la concentración de propiedad y su cuadrado respectivamente, éstos no son significativos (modelo 3). Estos resultados no nos permiten afirmar que exista una relación no lineal o cuadrática entre la concentración de la propiedad y la rentabilidad empresarial para el caso de las empresas familiares que no cotizan en Bolsa. Por tanto, no podemos aceptar la hipótesis 2_a. Si tenemos en cuenta la totalidad de la muestra (modelo 4) y comparamos el comportamiento de las empresas familiares y no familiares, se aprecian unos resultados similares (Tabla 2, columna IV).

Tanto en las empresas no familiares como en las familiares se observa que los coeficientes de la concentración de la propiedad y su cuadrado son positivo y negativo respectivamente, lo que puede ser un indicio de la existencia de una relación no lineal entre ambas variables. Sin embargo, dichos coeficientes no resultan significativos en el caso de las empresas de la muestra. En este caso, por tanto, tampoco se puede aceptar la hipótesis 2_b.

En general, cabe señalar que, con independencia del carácter familiar o no de las empresas de la muestra, no se ha encontrado relación alguna entre la concentración de la propiedad y la rentabilidad empresarial. No se ha obtenido evidencia de la existencia de las hipótesis de supervisión y expropiación en relación con las empresas analizadas. Podemos pensar que los argumentos probados en relación a las empresas cotizadas, no se producen en el caso de las empresas no cotizadas. En este caso no se aprecia que el grado de concentración de propiedad tenga una influencia directa sobre el comportamiento de los accionistas, aspecto que sí se puede relacionar con la ausencia de cotización de la empresa, además de por la similar estructura de propiedad que presentan ambos tipos de organizaciones.

Como consecuencia de los resultados obtenidos, se ha creído conveniente y necesario centrarnos en las empresas familiares de la muestra y analizar si su comportamiento difiere en función de la generación que se encuentra al mando de la gestión.

Al ser tan distinta la estructura de la propiedad de las empresas familiares a medida que las distintas generaciones se van incorporando a la misma, podemos pensar en la existencia de una relación no lineal entre la concentración de la propiedad y el rendimiento de la empresa más fuerte en las empresas de primera generación que en el resto (modelo 5). Este aspecto resulta novedoso respecto a la literatura existente, y nos ha parecido un aspecto vital ya que, al ser las empresas de la muestra no cotizadas, las mayores diferencias entre ellas se pueden deber, precisamente, a las características particulares de cada fase evolutiva en la que se encuentre la empresa.

La Tabla 1 (columna V) nos muestra los resultados obtenidos. En este caso, se constatar la existencia de una relación no lineal significativa entre la concentración de la propiedad y la rentabilidad de la empresa para las empresas familiares que se encuentran dirigidas por la primera generación. Estos resultados, confirman la hipótesis 3, lo que aporta información adicional a la literatura existente.

Los resultados muestran que, cuando la empresa familiar no está dirigida por la primera generación, no se aprecia relación entre las variables concentración de la propiedad y rentabilidad, ya que β_1 y β_3 no son significativas. Sin embargo, al tratarse de empresas familiares dirigidas por la primera generación, sí se aprecia la existencia de una relación cuadrática entre la concentración de la propiedad familiar y la rentabilidad, ya que β_2 y β_4 muestran coeficientes significativos, positivo y negativo respectivamente. Una posible explicación es que cuando la propiedad familiar excede de un determinado nivel, los accionistas se benefician más de la expropiación de los minoritarios que de la maximización del valor de la empresa.

Parece, por tanto, que aunque al comparar las empresas familiares y no familiares de la muestra no se aprecian los mismos resultados que en el caso de las empresas que cotizan en Bolsa, dichas diferencias sí se producen entre las empresas familiares que están dirigidas por distintas generaciones.

Estos resultados son coincidentes con los obtenidos en estudios que analizan el comportamiento de las empresas cotizadas (Gedajlovic and Shapiro, 1998; Thomsen and Pedersen, 2000; Miguel et al., 2004).

Lo cierto es que, al ser todas las empresas de la muestra no cotizadas, su comportamiento puede que no sea tan dispar, ya que sus características de estructura de la propiedad no difieren demasiado. Las verdaderas diferencias se aprecian entre las empresas familiares de distinta generación, aspecto que no resulta sorprendente ya que su estructura de propiedad va cambiando a medida que se suceden las distintas generaciones. En este sentido, las empresas dirigidas por la primera generación, muestran estructuras de propiedad más concentradas. A medida que las distintas generaciones van sucediendo, esa estructura de propiedad se convierte en una estructura más dispersa, lo que puede ser la razón de los resultados obtenidos. Esa mayor concentración de la propiedad puede ser la causa del comportamiento dispar que se aprecia. Es decir, hasta cierto grado de concentración de la propiedad, predomina la hipótesis de la supervisión, que establece que los accionistas se centran en supervisar la labor de la dirección. Sin embargo, cuando esa concentración de propiedad alcanza un nivel elevado, la actuación de los accionistas puede cambiar y tornarse en tratar de expropiar la riqueza de los minoritarios, debido a la gran influencia con la que puede llegar a contar la familia controladora.

Así, tal y como señalan Anderson y Reeb (2003), puede ocurrir que exista un punto de inflexión para el caso de las empresas de primera generación, en el que el efecto positivo de la concentración de la propiedad, justificado por la hipótesis de supervisión, desaparece, prevaleciendo en ese caso la hipótesis de expropiación. A partir de

un porcentaje de propiedad, por tanto, las empresas dirigidas por la primera generación y caracterizadas por una alta concentración de propiedad, pueden dejar a un lado el objetivo de maximizar el valor de la empresa y utilizar su posición privilegiada para expropiar a los accionistas minoritarios.

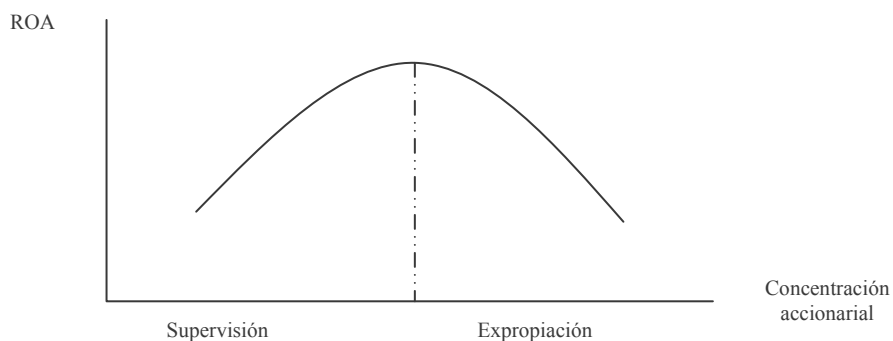


Figure1 Relación entre la concentración de propiedad y la rentabilidad empresarial

Aunque esta hipótesis no ha sido contratada de esta forma en estudios precedentes, sí podemos asimilar las conclusiones obtenidas con otros que han analizado situaciones similares. Estudios como los de McConnaughy et al. (1998), Anderson y Reeb (2003), Adams et al. (2003), Villalonga y Amit (2004) y Barontini y Caprio (2006), afirman que cuando el fundador ocupa el puesto del máximo ejecutivo, su efecto sobre el valor y la rentabilidad de la empresa se vuelve positivo. En nuestro estudio hemos ido más allá y hemos comprobado que a pesar de que en las empresas de la muestra también se cumple esta circunstancia, se ha probado la existencia de una relación no lineal, de forma que a partir de un nivel de concentración de propiedad ese efecto positivo deja de existir, prevaleciendo la hipótesis de expropiación.

4. CONCLUSIONES

La literatura sobre la estructura de propiedad como mecanismo interno de control se centra, en la mayoría de los casos, en las empresas cotizadas. La escasez de trabajos que tratan de analizar el efecto de la concentración de la propiedad sobre la rentabilidad empresarial en las empresas no cotizadas, es lo que ha hecho que nos centremos en dichas empresas para cubrir la laguna existente. Así, este estudio se centra en las empresas españolas no cotizadas, con estructuras de propiedad concentradas cuyos principales accionistas son, en muchos casos, familias.

Nuestros resultados muestran que la concentración de la propiedad no tiene una influencia directa sobre el comportamiento de los accionistas, aspecto que puede estar relacionado con el carácter de ausencia de cotización de las empresas de la muestra. Este trabajo no ha sido capaz de confirmar el papel de la concentración de la propiedad como un mecanismo interno de control de las empresas que no cotizan en bolsa, no encontrar ninguna relación entre la concentración de la propiedad y la rentabilidad de las empresas de la muestra. Los resultados indican que los argumentos probados para las empresas cotizadas no se cumplen en el caso de las empresas no cotizadas de la muestra.

Sin embargo, para las empresas familiares nuestros resultados sugieren que la relación entre la concentración de la propiedad y el rendimiento de la empresa varía en función de la generación que dirige la misma. Se cumplen

tanto la hipótesis de supervisión como la de expropiación para las empresas familiares dirigidas por la primera generación.

Los resultados obtenidos y la mayor debilidad del sistema de protección jurídica español, pueden justificar la una mayor facilidad para la expropiación de la riqueza de los minoritarios. Del mismo modo, el carácter familiar de las personas con información privilegiada también puede darles más poder, lo que genera más incentivos para las familias para expropiar la riqueza de los accionistas minoritarios, en particular cuando la influencia de la familia se extiende más allá de sus derechos de propiedad. Este efecto es más fuerte en las empresas familiares dirigidas por la primera generación.

5. BIBLIOGRAFIA

- Adams, R.B., Almeida, H. and Ferreira, D., (2003) Founder-CEOs and Firm Performance, Working paper, New York University.
- Anderson, C. R., Reeb, M. D. (2003a) Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P500, *The Journal of Finance*, vol. LVIII no. 3 pp. 1301-1328.
- (2003b): "Founding-Family Ownership, Corporate Diversification, and Firm Leverage" *Journal of Law and Economics*, Vol. 46, p. 653, 2003
- Anderson, C. R., Mansi, A.S., Reeb, M. D. (2003) Founding family ownership and the agency cost of debt, *Journal of Financial Economics*, no 68, pp. 263-285.
- Barontini R, Caprio L. (2006) The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe, *European Financial Management* vol. 12no. 5 pp. 689-723.
- Berle AA, Means GC. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*, New York, NY: MacMillan Co.
- Cho M.H. (1998) Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics* vol. 47 no. 1 pp. 103-121.
- Chua, J.H., Chrisman, J.J., & Sharma, P. (2003) Succession and nonsuccession concerns of family firms and agency relationship with nonfamily managers, *Family Business Review*, vol. 16 pp. 89-107.
- Cronqvist H, Nilsson M. (2003) Agency costs of controlling minority shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* vol. 38 no. 4 pp. 695-719.
- Daily, C.M., Dollinger, M.J. (1993) Alternative methodologies for identifying family versus non-family managed businesses, *Journal of Small Business Management*, vol. 31 no. 2 pp. 79-90.
- Davis, J.H.; Schoorman, F.D. y Donaldson, L. (1997) Toward a stewardship theory of management, *Academy of Management Review*, vol. 22 no. 1 pp. 20-47.
- DeAngelo H, DeAngelo L. (2000) Controlling stockholders and the disciplinary role of corporate payout policy: A study of the Times Mirror Company, *Journal of Financial Economics* vol. 56 no. 2 pp. 153-207.
- Demsetz H. (1983) The structure of ownership and the theory of the firm, *Journal of Law and Economics* vol. 26 no. 2 pp. 375-390.
- Demsetz, H. Lehn, K. (1985) The structure of corporate ownership: causes and consequences, *Journal of Political Economy*, vol. 93 no. 6, pp. 1155-1177.
- Demsetz, H. and Villalonga, B. (2001) Ownership Structure and Corporate Performance, *Journal of Corporate Finance*, vol. 7 no. 3 pp. 209-233.
- Faccio, M., M. Lasfer (1999) Managerial Ownership, Board structure and Firm Value: The UK Evidence, City University Working Paper.

- Faccio M, Lang LHP. (2002) *The ultimate ownership of Western European corporations*, *Journal of Financial Economics* vol. 65 no. 3, pp. 365-395.
- Faccio M, Lang LHP, Young L. (2001) Dividends and expropriation, *The American Economic Review* vol. 91 no. 1 pp. 54-78.
- Fama EF, Jensen MC (1983) Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics* vol. 26 no. 2 pp. 301-325.
- Favero, C.A., Giglio, S., Honorati, M., Panunzi, F. (2006) The performance of Italian family firms, Working Paper no. 127/2006, ECGI Working Paper Series in Finance.
- Francis, J., Schipper, K., Vincent L. (2005) Earnings and Dividend Informativeness when Cash Flow Rights Are Separated from Voting Rights, *Journal of accounting and economics*, vol. 39 pp. 329-360.
- Galve, C., Salas, V. (1992) Estructura de propiedad de la empresa española, *Revista de Economía Española*, no. 70 pp. 79-90.
- Gedajlovic E, Shapiro D. (1998) Management and ownership effects: Evidence from five countries, *Strategic Management Journal* vol. 19no. 6 pp. 533-553.
- Gomez-Mejia L, Nunez-Nickel M, Gutierrez I. (2001) The role of family ties in agency contracts, *Academy of Management Journal* vol. 44 no. 1 pp. 81-95.
- Gomez-Mejia, L., Larraza-Kintana, M., & Makri, M. (2003) The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations, *Academy of Management Journal*, vol. 46 pp. 226-237.
- Hermalin, B.E. y Weisbach, M.S. (1991) The effects of board composition and direct incentives on firm performance, *Financial Management*, vol. 20, no. 4 pp. 101-112.
- Himmelberg, C., Hubbard R.G., Palia, D. (1999) Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance, *Journal of Financial Economics*, vol. 53 pp. 353-384.
- Jensen MC, Meckling W. (1976) Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* vol. 3 no. 4, pp. 305-360.
- La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, Vishny R. (1998) *Law and finance*, *The Journal of Political Economy* vol. 106no. 6, pp. 1113-1155.
- (2000) Agency problems and dividend policies around the world, *Journal of Finance*, vol.55 no.1, pp.1-33.
- La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A. (1999) *Corporate ownership around the world*, *The Journal of Finance* vol 54 no. 2, pp. 471-517.
- Leech, D., Leahy, J. (1991) Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies, *Economic Journal*, no. 101pp. 1418-1437.
- Lehmann, E., Weigand, J. (2000) Does the Governed Corporation Perform Better?, Department of Economics, University of Konstanz.
- Lins KV. (2003) Equity ownership and firm value in emerging markets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* vol. 38 no. 1 pp. 159-184.
- Markin, A. (2004) Family ownership and firm performance in Canada, Research project.
- Maury B. (2006) Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations, *Journal of Corporate Finance* vol. 12 no. 2 pp. 321-341.

- McConaughy DL, Walker MC, Henderson GV, Mishra CS. (1998) Founding family controlled firms: Efficiency and value, *Review of Financial Economics* vol. 7 no. 1 pp. 1-19.
- McConnell, J.J., Servaes, H. (1990) Additional evidence in equity ownership and corporate value, *Journal of Financial Economic*, no. 27pp. 595-612.
- (1995) Equity ownership and the two faces of debt, *Journal of Financial Economics*, vol. 39 no. 1 pp. 131-157.
- Miguel A, Pindado J, de la Torre C. (2004) Ownership structure and firm value: New evidence from Spain, *Strategic Management Journal* vol. 25 no.12 pp. 1199-1207.
- Miller D, Le Breton-Miller I, Lester RH, Cannella AA. (2007) Are family firms really superior performers?, *Journal of Corporate Finance* vol. 13 no. 5 pp. 829-858.
- Morck R, Shleifer A, Vishny RW. (1988) Management ownership and market valuation: An empirical analysis, *Journal of Financial Economics* vol. 20 pp. 293-315.
- Morck, R., Stangeland, D.A., Yeung, B. (2000) Inherited wealth, corporate control, and economic growth: The Canadian disease, in R. Morck (ed.), *Concentrated corporate ownership*, National Bureau of Economic Research Conference Volume, University of Chicago Press, Chicago, IL.
- Mudambi, R. y Nicosia, C. (1998) Ownership structure and firm performance: evidence from the UK financial services industry, *Applied Financial Economics*, vol. 8 pp. 175-180.
- Pedersen, T., Thomsen, S. (1997) European patterns of corporate ownership, *Journal of International Business Studies*, vol. 28 no. 4 pp. 759-778.
- Pindado et al., (2008) Ownership concentration and firm value: Evidence from Western European family firms, 8th Annual IFERA Conference, Breukelen, The Netherlands.
- Salas, V. (1999) El gobierno de la empresa, *Document d'Economia Industrial*, no. 11, Barcelona.
- Schulze, W.S., Lubatkin, M.H., Dino, R.N., Buchholtz, A.K. (2001), Agency relationship in family firms: Theory and evidence, *Organization Science*, vol. 12 no. 9 pp. 99-116.
- Schulze, W.S.; Lubatkin, M.H., Dino, R.N. (2003) Towards a theory of agency and altruism in family firms, *Journal of Business Venturing*, no. 18, pp. 473-490.
- Shleifer A, Vishny RW. (1986) Large shareholders and corporate control, *The Journal of Political Economy* vol. 94 no. 3 pp.461-488.
- (1997) A survey of corporate governance, *The Journal of Finance*, vol. 52 no. 1, pp. 737-783.
- Stiglitz, J. (1985) Credit markets and the control of capital, *Journal of Credit and Banking* vol. 17, pp. 133-152.
- Stulz, R. (1988) Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics* no. 20 pp. 25-54.
- Thomsen S, Pedersen T. (2000) Ownership structure and economic performance in the largest European companies, *Strategic Management Journal* vol. 21 no. 6 pp. 689-705.
- Villalonga B, Amit R. (2006) How do family ownership, control and management affect firm value?, *Journal of Financial Economics* vol. 80 no. 2 pp. 385-418.
- Wang D. (2006) Founding family ownership and earnings quality, *Journal of Accounting Research* vol. 44 no. 3 pp. 619-656.
- Wruck, K. (1989) Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence From Private Equity Financings, *Journal of Financial Economics*, vol. 23, pp. 3-28.