

Desempeño económico y financiero en empresas no familiares y empresas familiares con CEO familiar y externo

Roxana Daniela Nerghes

Graduada en Administración y Dirección de Empresas por la Universidad de Lleida

*Correo de contacto: rn4@alumnes.ud

Recibido 31 de mayo de 2020; Revisado 12 de noviembre de 2020; Aceptado 20 de noviembre de 2020

Resumen

El objetivo de este trabajo es analizar las empresas no familiares y las empresas familiares con CEO familiar y CEO externo, desde un punto de vista económico y financiero, con la finalidad de poder determinar si las empresas familiares con CEO externo presentan un comportamiento similar al de una empresa no familiar. Para poder realizar el estudio, por una parte desde un punto de vista teórico y en base a la literatura se han explicado las características propias la empresa familiar y la influencia que el tipo de CEO ejerce sobre la gestión de la misma. Por otra parte, a partir de una muestra de empresas seleccionada a través de la base de datos SABI durante el periodo comprendido entre el año 2012 y el año 2016 se ha llevado a cabo un análisis financiero empleando una serie de ratios. Los resultados obtenidos corroboran que las empresas familiares con CEO externo se aproximan más a un estilo de gestión propio de una empresa no familiar, ya que tienden a asumir mayores riesgos, presentan mayores niveles de endeudamiento y mayor orientación a beneficios.

Clasificación JEL: G32, L25, M10

Palabras Clave: Empresa familiar, Empresa no familiar, CEO, ratios

1. Introducción

La empresa familiar es el tipo de empresa que predomina tanto a nivel nacional como internacional. Es tanta su importancia, que actualmente este tipo de organizaciones conforman la columna vertebral de la economía de muchos países y es por este motivo que las empresas familiares se han convertido en el objeto de estudio de numerosos autores.

A la hora de estudiar estas compañías, muchos autores han constatado que un factor relevante a tener en cuenta era la naturaleza del CEO, ya que éste genera diferencias en cuanto a la gestión de la empresa y por lo tanto en los resultados obtenidos.

Entonces, si la empresa familiar con CEO externo difiere de la empresa familiar con CEO familiar ¿se puede afirmar que la manera de gestionar la empresa de los CEO externos se asemeja más al de una empresa no familiar? Es por esta cuestión que se ha decidido realizar este trabajo de investigación, que tiene como objetivo general identificar las diferencias y similitudes que puede haber entre las empresas no familiares y las empresas familiares con CEO externo.

Para ello se ha decidido estructurar el trabajo en dos partes:

- En la primera parte se hará una revisión de la bibliografía y se expondrán desde un punto de vista teórico aspectos como el concepto de empresa familiar, las características propias de este tipo de organización, la importancia del CEO en las empresas y la influencia que la naturaleza del CEO ejerce en la gestión de las empresas familiares.
- En el segundo apartado se llevará a cabo un análisis cuantitativo. Se analizarán un conjunto de ratios financieros con la finalidad de poder contrastar los resultados obtenidos con los aspectos teóricos.

2. Empresa familiar vs. Empresa no familiar

2.1. Presencia de la Empresa Familiar en España

Las empresas de origen familiar suponen una parte muy importante del tejido empresarial y, por lo tanto, su importancia desde un punto de vista cuantitativo es significativa en la economía de los diferentes países y regiones, independientemente de su nivel de desarrollo.

Son muchos los estudios realizados en Europa, Estados Unidos y América Latina que ponen de manifiesto que esta figura empresarial llega a suponer entre el 70% y el 90% de total de empresas de un país (Amat, 2004).

En el año 2016 el Instituto de la Empresa Familiar, organización empresarial independiente sin ánimo de lucro que agrupa a un centenar de empresas líderes en sus sectores de actividad, en colaboración con su red de cátedras, publicó el informe La empresa Familiar en España (Instituto de la Empresa Familiar, 2015), que tiene como principal objetivo la estimación del peso que las empresas de tipo familiar tienen en la economía española.

A continuación, en base al trabajo La empresa Familiar en España (Instituto de la Empresa Familiar, 2015) se procederá a explicar de forma resumida la presencia de las empresas familiares tanto a nivel nacional, como por Comunidades Autónomas (CC.AA.) y su incidencia en las principales variables macroeconómicas, como por ejemplo el empleo y el PIB, entre otros.

Según los resultados obtenidos por el Instituto de la Empresa Familiar se estima que 1,1 millones de empresas son familiares en España, esta cifra representa el 88,8 % sobre el total de empresas analizadas.

En cuanto a su distribución por Comunidades Autónomas (CC.AA.) los valores se sitúan entre el 84,4% (País Vasco) y el 94,3 % (Castilla-La-Mancha). No obstante, este

estudio también pone de manifiesto que a la hora de calcular el porcentaje de empresas familiares según el tamaño las cifras varían, y su presencia disminuye a medida que aumenta el tamaño de la empresa.

En cuanto a la distribución por sectores, el estudio muestra una alta presencia de la empresa familiar en todos los sectores económicos, aunque cabe destacar que su presencia predomina en el sector primario, secundario, el sector de la construcción, comercio y hostelería.

Referente al peso que las empresas familiares tienen en los principales agregados macroeconómicos, el Instituto de la Empresa Familiar estima, por una parte, que las empresas de origen familiar representan el 57,1 % del valor añadido bruto generado por las SA y SL existentes en España en 2013, excluyendo los autónomos. Comunidades Autónomas como Extremadura y Galicia son las que más destacan, ya que este índice llega a superar el 80%.

Por otra parte, en cuanto al empleo, los resultados obtenidos por el IEF indican que la empresa familiar española tiene un peso importante en la generación de empleo a nivel nacional. Los resultados obtenidos para España muestran que este tipo de empresas crean el 66,7 % del empleo total, es decir aproximadamente 6,6 millones de puestos de trabajo.

2.2. Definición de Empresa familiar

Debido a la falta de acuerdo sobre qué se entiende por empresa familiar actualmente existe una amplia variedad de definiciones que se han utilizado por la literatura a lo largo del tiempo para tratar de describir este tipo de organizaciones.

En una primera aproximación Shanker y Astrachan (1996) citado en Corona (2005) proponen una clasificación tridimensional de las definiciones:

- en sentido amplio, la empresa familiar se caracteriza por el control efectivo desde la dirección estratégica, con el objetivo de que la familia no pierda su posición dominante como propietaria aunque participe poco en la gestión directa.
- en sentido intermedio, se identifica con una empresa dirigida por el fundador o sus herederos ejerciendo un control legal de las acciones con voto y donde la familia tiene cierta participación en la gestión.
- en sentido restrictivo, se plantea una empresa con gran participación de múltiples generaciones familiares, involucradas en la dirección y en la propiedad donde varios familiares tienen importantes responsabilidades de gestión.

Los tres aspectos contemplados en la mayoría de definiciones y a los que hacen referencia la gran mayoría los autores a la hora de describir las empresas familiares son: la propiedad, la dirección y la continuidad en manos de la familia.

Teniendo en cuenta aspectos como la propiedad y el control Davis y Harveston (1998) definen las empresas familiares como aquellas que se diferencian de las no familiares por encontrarse su propiedad controlada por miembros de la familia lo que les permite al mismo tiempo ejercer una gran influencia en los aspectos específicos de la misma. En este sentido, Barnes y Hershon (1994) definen empresa familiar como aquella en la que

la propiedad de control esta atribuida a algún miembro o miembros de una única familia.

Desde el punto de vista de la dirección Filbeck y Lee (2000) señalan que una empresa familiar es aquella en la que las decisiones más importantes son tomadas por el fundador o por algún descendiente de este.

Por último, en cuanto a la continuidad Ward (1988) define este tipo de empresas como aquella que será transferida a la siguiente generación de la familia para que la dirija o la controle.

La definición oficial del término de Empresa Familiar aprobada en 2008 por las dos principales instituciones internacionales representantes de la Empresa Familiar: en Bruselas, por el Grupo Europeo de Empresa familiares (GEEF), que actualmente se conoce como European Family Business (EFB), y en Milán, por el Board del Family Business Network (FBN) establece lo siguiente:

«Una compañía sin importar su tamaño es considerada familiar si cumple las siguientes condiciones:

- La mayoría de los votos son propiedad de la persona o personas de la familia que fundó o fundaron la compañía; o, son propiedad de la persona que tiene o ha adquirido el capital social de la empresa; o son propiedad de sus esposas, padres, hijo(s) o herederos directos del hijo(s).
- La mayoría de los votos puede ser directa o indirecta.
- Al menos un representante de la familia o pariente participa en la gestión o gobierno de la compañía.
- A las compañías cotizadas se les aplica la definición de Empresa Familiar si la persona que fundó o adquirió la compañía (su capital social), o sus familiares o descendientes poseen el 25% de los derechos de voto a los que da derecho el capital social.»

Uno de los problemas que presenta esta definición es que no tiene en cuenta aspectos de tipo cualitativo, como por ejemplo, el propósito de mantener la empresa de generación en generación, lo que dota a la empresa de un carácter verdaderamente familiar.

Por último, es imprescindible destacar que aunque muchas veces las empresas familiares se han equiparado con las pequeñas y medianas empresas (PYME), éstas no son lo mismo. A pesar de que generalmente suelen ser de pequeña dimensión, las empresas familiares también tienen un papel destacado dentro de las principales y más grandes compañías de un país (Amat, 2004).

2.3. Características de la empresa familiar

- **Financiación**

El interés de los fundadores y sucesores de la empresa familiar por mantener el control y la gestión de la empresa en manos de la familia, junto con la preferencia por evitar la incertidumbre en sus inversiones financieras son los principales objetivos de este tipo de organización.

Tal y como explica Corona (2005) en el Manual de la Empresa Familiar estos dos objetivos condicionaran las decisiones de financiación, las políticas de dividendos, la inversión y por tanto la dimensión y el crecimiento de la empresa.

Las empresas familiares, según apunta Corona (2005) ante la necesidad de financiación, optaran primero por la autofinanciación, es decir por la reinversión de los beneficios, dejando en segundo plano las ampliaciones de capital y el endeudamiento. En cuanto a las ampliaciones de capital el autor señala, que esta alternativa presenta ciertas dificultades ya que, por una parte, las primeras generaciones ya tienen vinculado su patrimonio a la empresa y difícilmente podrán aportar nuevos recursos financieros y, por otra parte, realizar ampliaciones de capital permitiendo la entrada de nuevos socios no familiares chocaría con el interés de sus fundadores por mantener el control de la empresa.

Por lo tanto, realizar ampliaciones de capital no resulta una opción viable para la empresa y esto provoca que las empresas familiares utilicen la reinversión de los beneficios como fuente principal de financiación. No obstante, la capacidad de retención de beneficios se puede ver afectada a medida que nuevas generaciones se incorporan en la empresa ya que aumentaran su demanda de reparto de dividendos reduciendo así la capacidad de retención de beneficios de la empresa (Corona, 2005).

Respecto a la financiación ajena, diversos autores como Agrawal y Nagarajan (1990), Lyagoubi (2006) y Mishra y Mcconaughey (1999) señalan que las empresas familiares son reticentes a acudir al endeudamiento debido al riesgo financiero que esto implica y que puede provocar una pérdida del control de la empresa. Sin embargo, si la autofinanciación es insuficiente para hacer frente a sus necesidades, las empresas familiares preferirán el endeudamiento para cubrir este déficit, utilizando las ampliaciones de capital como último recurso (Mahéroul, 2000).

En definitiva, las empresas familiares como primera opción preferirán la autofinanciación, en segundo lugar el endeudamiento bancario cuando los beneficios retenidos son insuficientes y por ultimo las ampliaciones de capital.

No obstante, las decisiones de financiación que adopten las empresas familiares condicionaran su capacidad de inversión y crecimiento (Corona, 2005). Es decir, optar por la autofinanciación para no perder el control de la empresa puede afectar su estrategia de crecimiento, ya que para crecer necesitará financiación ajena.

- **Tamaño**

El Instituto de la Empresa Familiar, en su estudio “Factores de competitividad y análisis financiero de la Empresa Familiar” presentado en el año 2018 analiza una serie de variables que caracterizan a la empresa familiar en función de su tamaño y el impacto que cada una de ellas ejerce en el crecimiento de la empresa familiar.

La distribución por tamaño oficial de las empresas encuestadas por el Instituto de la Empresa Familiar se puede observar en la siguiente tabla.

Tabla 1. Distribución de las empresas familiares por tamaño

Número de trabajadores	%
Hasta 9 (micro)	24,1
10 a 49 (pequeña)	65,7
50 a249 (mediana)	8,7
Más de 250 (grande)	1,5
Total	100

Fuente: Fuente: Instituto de la Empresa Familiar (2015)

Una de las variables analizadas en dicho trabajo es la naturaleza del CEO. Analizando el tamaño de la empresa según si el CEO es miembro de la familia propietaria o es externo, una de las conclusiones a las que se llegó es que la presencia de un familiar ocupando el cargo de directivo disminuye a medida que aumenta de tamaño la empresa (Tabla 2).

Tabla 2. Porcentaje de CEO familiares por tamaño de empresa

	CEO familiar	CEO no familiar
Micro	93.0%	7.0%
Pequeña	90,3%	9,7%
Mediana	84,1%	15,9%
Grande	55,6%	44,4%

Fuente: Instituto de empresa familiar (2018)

Se aprecia que el 93% de los directivos de las microempresas son de naturaleza familiar. Este porcentaje se ve reducido a medida que las empresas aumentan su tamaño, aunque las variaciones entre las pequeñas y medianas empresas no son significativas. No obstante, cuando nos referimos el grupo de las grandes empresas se observa, que la presencia de CEOs familiares se reduce prácticamente a la mitad. Por lo tanto, estos resultados apoyan la idea de que las empresas familiares no deberían descartar la posibilidad de nombrar a un CEO no familiar.

También se llega a la conclusión de que el nivel de formación del CEO aumenta a medida que se incrementa el tamaño de la empresa (Tabla 3). Esto se debe, probablemente a que una mayor dimensión de la empresa necesita una gestión más profesionalizada que muchas veces es difícil encontrar dentro de la misma familia.

Tabla 3. Formación del CEO por tamaño empresarial

	Estudios no universitarios	Estudios universitarios de perfil económico	Otros estudios universitarios y de postgrado	NS/NC
Micro	49%	28,8%	21,2%	1%
Pequeña	52,5%	28,5%	18,8%	0,02%
Mediana	22,7%	48,9%	28,4%	0%
Grande	0%	44,4%	55,6%	0%

Fuente: Instituto de empresa familiar (2018)

• Nivel de formación

El nivel de formación en las empresas familiares ha sido uno de los principales desafíos a los que ha tenido que hacer frente este tipo de organizaciones a lo largo del tiempo.

Las conclusiones a las que llega el estudio realizado por el Instituto de la Empresa Familiar (2018) se enumeran a continuación:

- el grado de formación se ve reducido a medida que aumenta la antigüedad del CEO
- cuando la propiedad está en manos de la primera y segunda generación es más probable que el nivel de estudios del CEO sea menor.
- las empresas gestionadas por CEO universitarios poseen normalmente órganos de gobierno como consejo de administración, equipo directivo o junta de accionistas.
- el nivel de internalización es menor cuando los directivos carecen de formación universitaria. Por el contrario, si poseen estudios del perfil económico el nivel de internalización aumenta.
- el nivel de formación del CEO también influye en los objetivos estratégicos que se persiguen en la empresa, de manera que cuando el CEO carece de formación universitaria, éste se enfocará principalmente a mantener viva la empresa.
- en cambio, si el CEO posee estudios universitarios es estadísticamente más frecuente que los objetivos estratégicos perseguidos sean aumentar la dimensión de la empresa, así como su valor en el mercado.

3. CEO familiar o CEO externo

3.1. Importancia del CEO en las empresas

CEO son las siglas de Chief Executive Officer y hacen referencia al consejero delegado o director ejecutivo de una empresa. Es decir, el máximo responsable de la gestión y dirección de una compañía.

Castaldi (1986) y Etebari et al. (1987) señalan que el puesto del director ejecutivo es el más importante dentro de una empresa y enumeran una serie de responsabilidades que

éstos deben asumir y un conjunto de actividades de deben llevar a cabo, destacando entre estas las siguientes:

- planificación a largo plazo: los CEO establecen los objetivos a largo plazo de las empresas y también los métodos a través de los cuales se llevarán a cabo dichos objetivos, es decir que establecen lo que quiere conseguir la empresa y de qué manera lo tiene que conseguir.
- elegir a los trabajadores en áreas no operacionales: el CEO es la figura encargada de seleccionar a los profesionales por debajo de él, que ocuparan puestos importantes y a los cuales se les asignarán responsabilidades de las que dependerá el éxito o fracaso de la estrategia que se pretende llevar a cabo en la empresa.
- ejercer de portavoz de la empresa: una de las responsabilidades del CEO es dar la cara ante los grupos de interés periódicamente para valorar los acontecimientos pasados y determinar los pasos a seguir en el futuro
- determinar la estructura organizativa: el CEO establece cuantas personas formarán parte de cada unidad dentro de la organización, cuáles serán sus objetivos y que actividades deberán llevar a cabo.

3.2. Gestión según si el CEO forma parte de la familia o es externo

Para la realización de este apartado se ha tomado como referencia el estudio “Influencia del CEO en la empresa familiar cotizada” escrito por Sánchez et al. (2019)

Este trabajo analiza las diferencias que se pueden presentar dentro de las empresas familiares según el tipo de CEO que las dirige. Es decir, si forma parte de la familia o es un profesional externo.

Los autores, para la elaboración de este estudio, como muestra, seleccionaron 48 empresas familiares españolas, de las cuales 26 tenían un CEO externo, y las 22 restantes tenían un CEO miembro de la familia. En cuanto a los datos financieros empleados para la realización de dicho estudio, éstos se extrajeron de la base de datos SABI.

Una vez seleccionada la muestra, los autores llevaron a cabo dos tipos de análisis. Por una parte, se analizaron las variables relativas a la estructura financiera de la empresa, políticas de crecimiento y de distribución de dividendos. Por otro lado, estimaron un modelo de regresión lineal múltiple, para determinar si la procedencia del CEO ejerce una influencia sobre la rentabilidad económica (ROA).

Los resultados obtenidos de dicho estudio se exponen a continuación de manera resumida:

- en cuanto a la rentabilidad económica, los resultados muestran que las empresas familiares con un CEO externo tienden a obtener mayor rentabilidad económica en términos medios, debido a que este tipo de directivos poseen mejores habilidades de gestión, además de una mayor orientación a beneficios.
- en relación a la estructura financiera, los resultados ponen de manifiesto que las empresas familiares con CEO externo presentan mayores niveles de endeudamiento, mientras que las empresas familiares con CEO familiar muestran preferencia por la

autofinanciación, a causa de una mayor aversión al riesgo y la prioridad por conservar el control de la empresa. El indicador de liquidez muestra que las empresas con CEO familiar optan por mantener mayores niveles de liquidez respecto a las empresas con CEO externo, justificándose de nuevo estos resultados por la mayor aversión al riesgo por parte de los directivos familiares.

- respecto al crecimiento, los resultados obtenidos indican que las empresas familiares con CEO externo experimentan mayores crecimientos en sus niveles de activo, mientras que cuando el CEO forma parte de la familia sucede todo lo contrario.
- por último, en cuanto a la distribución de los resultados este estudio pone de manifiesto que los CEO externos tienden a distribuir mayor proporción de beneficios en relación al beneficio neto obtenido, mientras que los CEO familiares optan por reinvertir los beneficios con el propósito de financiar el crecimiento de la empresa.

Este estudio, también pone de manifiesto una serie de teorías formuladas por varios autores, en las cuales se señalan las diferencias entre los CEO que forman parte de la familia y los CEO externos, en las empresas familiares.

Una de estas teorías es la teoría de la agencia, desarrollada por Jensen y Meckling (1976). Dicha teoría implica la delegación de decisiones por parte de los propietarios (principal) en manos del CEO (agente). Si tanto el principal, como el agente, buscan maximizar su propio beneficio, puede que el CEO tome ciertas decisiones que no estén totalmente alineadas con los objetivos de los propietarios, de modo que aparecerían los costes de agencia, debido a motivaciones diferentes entre agente y principal, asimetría de la información y predisposición a asumir diferentes niveles de riesgo.

Otros trabajos como Jensen y Murphy (1990) y Devers et al. (2007) consideran las posibles actuaciones para intentar mitigar los conflictos de agencia y sus costes, a través de un sistema retributivo que alinearía los intereses del CEO externo con los de la empresa.

Finkelstein y Hambrick (2009) señalan que la naturaleza del CEO puede implicar diferentes habilidades de gestión además de los diferentes tipos de problemas de agencia (Jensen y Meckling 1976). De forma que elegir un CEO externo o familiar, dependerá de las características de cada empresa y de las habilidades de gestión requeridas por cada una de ellas. En este sentido, Lin y Hu (2007) señalan que cuando la empresa requiere de elevadas habilidades gerenciales, el rendimiento de la empresa mejorará si el CEO es externo, debido a que encontrar profesionales cualificados en el mercado laboral resulta más sencillo que encontrarlos dentro de la misma familia.

Duréndez y García (2005) apuntan que en las empresas familiares, ocasionalmente, existe la voluntad de que los miembros de la familia ocupen los cargos de gestión, sin importar si disponen de las cualidades necesarias para poder hacerlo.

Otro de los trabajos citados es el de Burkart et al. (2003). Este trabajo explica que mayores exigencias en habilidades directivas puede conllevar una separación de la propiedad y de la administración, por medio de la contratación de un CEO externo. No obstante, el grado de control que ejerce la familia sobre las actuaciones del CEO externo, puede dificultar las tareas de los directivos, ya que cualquier decisión tomada

por éstos con la intención de mejorar los resultados de la empresa puede chocar con el control ejercido por parte de la familia Burkart et al. (1997).

Todo el conjunto de resultados y teorías expuestas anteriormente, sobre la influencia que ejerce el tipo de CEO dentro de la empresa familiar, ponen de manifiesto que son diferencias significativas en cuanto a la gestión dentro de las empresas familiares en función de la naturaleza del CEO que las dirige.

Por lo tanto, se podría llegar a pensar que las empresas familiares, cuando son dirigidas por directivos no familiares, su comportamiento tiende a aproximarse más al de una empresa no familiar. Esto se podría justificar por la falta de vinculación desde una perspectiva natural con la familia, lo mismo que ocurre en las empresas no familiares.

4. Muestra

La selección de las empresas de la muestra analizada en este estudio se llevó a cabo mediante la base de datos SABI (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos), que constituye la principal base de datos económicos y financieros de empresas españolas.

A la hora de seleccionar la muestra, una de las principales cuestiones a la que nos enfrentamos, es la relativa a la adopción de una definición para la empresa familiar. En este estudio se ha optado por la definición propuesta por el Instituto de la Empresa Familiar (2015). Dicha definición, se basa en los porcentajes de capital en manos de la familia propietaria, no obstante, tiene en cuenta que no es adecuado aplicar los mismos porcentajes para todas las empresas, ya que, en empresas con una propiedad más dispersa, no es necesario un porcentaje de propiedad tan elevado para ejercer el control sobre la compañía. En base a esta consideración, una empresa adquiere la consideración de empresa familiar en los siguientes casos:

- Estructura de propiedad dispersa (ningún accionista posee más del 50% del capital). La empresa será familiar si una persona o familia posee más de un 5% individual o un 20% en su conjunto y además el accionista persona física es miembro del Consejo de Administración o son accionistas con más del 20% del capital y directivo. En caso contrario la empresa será clasificada como no familiar.
- Estructura de propiedad concentrada (algún accionista posee más del 50% del capital). La empresa será familiar cuando el accionista familiar controle la propiedad con un porcentaje elevado (50,01%), o bien en la que existan accionistas-directores con una participación superior al 50,01%. Siendo no familiares las empresas que no cumplan este criterio.

De la aplicación de estos criterios, se distinguieron un total de 94.585 empresas familiares y 24.358 empresas no familiares. Para este estudio, de esta muestra inicial se seleccionó una muestra aleatoria más pequeña de 750 empresas no familiares. En cuanto a las empresas familiares incluidas en este estudio, estas corresponden a una muestra de 1.005 empresas familiares españolas utilizadas en el estudio elaborado por el Instituto de la Empresa Familiar (2018). Dicha muestra se obtuvo de la muestra inicial más amplia de 94.565 empresas españolas que cumplían con la definición de empresa familiar propuesta por el Instituto de la Empresa Familiar (2015).

Los datos económicos y financieros de las empresas se han obtenido a través de la propia base de datos SABI. Mientras que la información relativa a la naturaleza del CEO (si es un miembro de la familia o externo) en las 1.005 empresas familiares de la muestra se obtuvo a través de entrevistas telefónicas realizadas al CEO o máximo responsable de la empresa mediante cuestionario estructurado.

De esta manera, a partir de la muestra inicial de 1.005 empresas familiares resultaron dos muestras: la primera de ellas compuesta por 907 empresas familiares con CEO miembro de la familia y una segunda muestra formada por 98 empresas familiares con CEO externo.

A continuación, una vez seleccionadas las muestras, se ha procedido a clasificar las empresas que las forman según el tamaño de las mismas. Se ha distinguido entre dos dimensiones: PYME y grandes empresas. Para llevar a cabo dicha clasificación se ha considerado la definición de PYME propuesta por la Comisión Europea (2015).

La definición de PYME, según la Comisión Europea, tiene en cuenta los siguientes criterios:

- ocupan menos de 250 personas; y
- cuyo volumen de negocios anual no excede de 50 millones EUR, o bien cuyo balance general anual no excede de 43 millones EUR.

Tras haber aplicado los criterios mencionados anteriormente, los resultados obtenidos se han recogido en la siguiente tabla (Tabla 4):

Tabla 4. Clasificación de las empresas no familiares y las empresas familiares con CEO familiar y CEO externo según su dimensión

	EF CEO familiar		EF CEO no familiar		Empresa no familiar	
PYME	892	98,35%	91	92,86%	651	86,80%
Grande	15	1,65%	7	7,14%	99	13,20%
Total	907	100%	98	100%	750	100%

Fuente: Elaboración propia

Los resultados obtenidos ponen de manifiesto que del total de las 907 empresas que forman la muestra de empresas familiares con un CEO familiar, las Pymes representan un 98,35%, dejando tan solo el 1,65% para las grandes empresas. En el caso de las empresas familiares con un CEO externo el porcentaje de empresas grandes asciende a 7,14% del total de la muestra. Por último, en cuanto a la muestra de empresas no familiares la cifra de empresas clasificadas como grandes empresas se sitúa en 99, y representan el 13,20% de la misma.

Por lo tanto, teniendo en cuenta los resultados obtenidos de la clasificación, se podría llegar a la conclusión de que la naturaleza del CEO, es decir si forma parte de la familia o es externo, afectará la capacidad de crecimiento de la empresa, es decir que un CEO familiar velará más por la supervivencia y los beneficios de la empresa, sus dos

principales objetivos, mientras que el crecimiento ocupará una posición secundaria (Corona, 2005). En cambio, las empresas no familiares, sin esas restricciones al crecimiento, tienden a presentar en términos medios, una mayor dimensión.

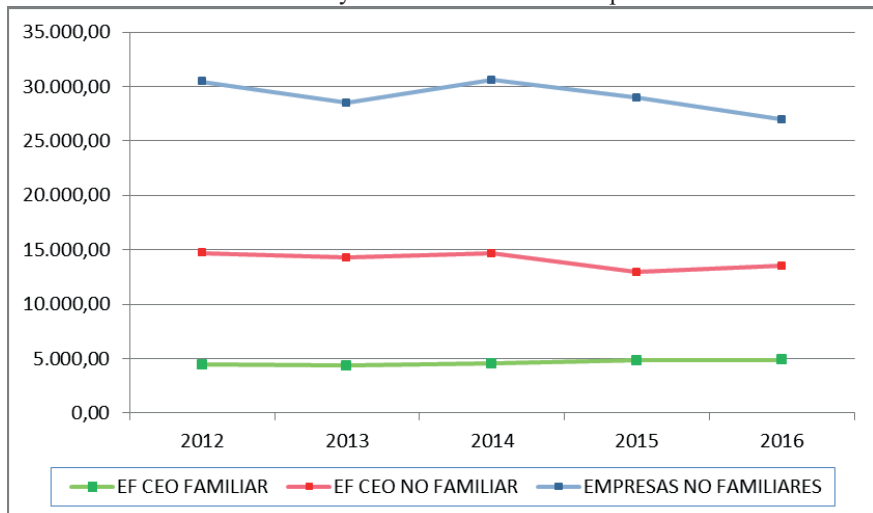
Si se analiza el activo total medio (Tabla 5) de los tres grupos de empresas se observa que las empresas familiares con CEO no familiar y las empresas no familiares han experimentado a lo largo del periodo analizado mayores crecimientos en sus niveles de activo, mientras que las empresas familiares con CEO familiar presentan unos niveles de activo en términos medios muy por debajo de la media de los otros dos grupos de empresas.

Tal y como se ha comentado anteriormente, esto se debe a la preferencia que este tipo de directivos muestran por mantener el control de la empresa lo que limita las posibilidades de crecimiento de la empresa.

Tabla 5. Activo total medio.

Tipo de empresa	2012	2013	2014	2015	2016
EF CEO familiar	4.433,48	4.372,97	4.527,91	4.838,18	4.869,84
EF CEO externo	14.729,19	14.267,63	14.644,99	12.924,53	13.502,23
Empresa no familiar	30.432,78	28.500,33	30.619,03	28.989,26	26.947,22

Figura 1. Evolución del activo total medio de las empresas no familiares y empresas familiares con CEO familiar y CEO externo durante el periodo 2012-2016



5. Resultados

5.1. Estructura financiera

5.1.1. Ratio de garantía

Ratio de garantía= Activo total / Pasivo exigible

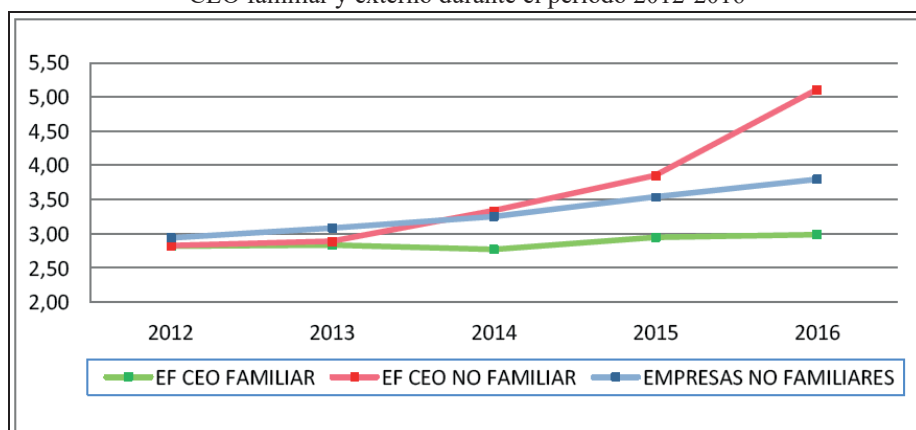
El ratio de garantía nos muestra la capacidad total que tiene la empresa para hacer frente a todas las deudas y obligaciones tanto a largo como a corto plazo con el total de activos de los que dispone. Por lo tanto, cuanto mayor sea este resultado mayor será la garantía y más capacidad tendrá la empresa para liquidar sus deudas. El valor óptimo de este ratio se sitúa entre 1,5 y 2,5. Si el resultado fuera inferior a 1 puede decirse que la empresa no dispone de suficientes bienes y derechos para asumir las obligaciones con los acreedores. A continuación se muestran los resultados siguientes:

Tabla 6. Ratio de garantía.

Tipo de empresa	2012	2013	2014	2015	2016
Empresa familiar CEO familiar	2,82	2,84	2,77	2,95	2,99
Empresa familiar CEO externo	2,83	2,89	3,34	3,85	5,11
Empresa no familiar	2,94	3,09	3,25	3,54	3,80

Según los resultados obtenidos en la tabla podemos observar que el ratio de garantía presenta resultados elevados, situados en torno al 2,5 y 3,5 para los tres grupos de empresas, esto nos indica un buen nivel de garantía.

Figura 2. Evolución ratio de garantía empresa no familiares y empresas familiares con CEO familiar y externo durante el periodo 2012-2016



En el gráfico se puede observar que este ratio se ha mantenido constante durante el periodo analizado para la empresa familiar cuyo CEO pertenece la familia, mientras que en el caso de las empresas con CEO externo y las empresas no familiares se puede observar una tendencia ascendente. Éste ratio ha ido aumentando durante el periodo analizado llegando a alcanzar valores de 3,80 y 5,11 respectivamente en el año 2016.

Uno de los motivos por los cuales las empresas familiares con CEO familiar presentan menor garantía respecto a los otros dos grupos de empresas, podría ser el hecho de que este tipo de empresas ante la necesidad de financiación prefieren optar primero por el endeudamiento bancario que por la ampliación de capital, dado que la ampliación de capital implicaría pérdida de control de la empresa (Corona, 2005).

Otro de los motivos, podría ser el hecho de que las empresas familiares generalmente obtienen mejores condiciones por parte de los acreedores ya que éstos perciben mayor protección de sus intereses gracias a la vinculación de los propietarios con la empresa (Corona, 2005).

Por lo tanto, en cuanto a garantía se observa un comportamiento semejante entre las empresas familiares con CEO externo y las empresas no familiares.

5.1.2. Ratio de Cobertura

Ratio de cobertura = (Patrimonio Neto + Pasivo no corriente) / Activo no corriente

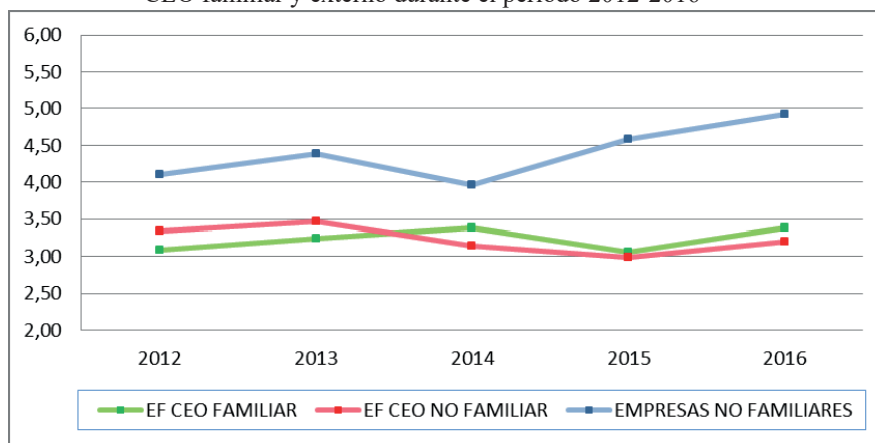
Tabla 7. Ratio de cobertura

Tipo de empresa	2012	2013	2014	2015	2016
Empresa familiar CEO familiar	3,08	3,23	3,38	3,06	3,38
Empresa familiar CEO externo	3,35	3,47	3,15	2,99	3,20
Empresa no familiar	4,11	4,38	3,96	4,59	4,92

El ratio de cobertura indica la capacidad de los recursos permanentes, es decir los recursos propios más los ajenos de la empresa, para financiar el activo no corriente o inmovilizado. Es aconsejable que el valor de este ratio supere la unidad, es decir que los recursos permanentes cubran el total de las inversiones no corrientes y todavía queden recursos excedentes para cubrir una parte del activo corriente.

Como se puede observar en la tabla los resultados no solo superan la unidad sino que están muy por encima para los tres grupos de empresas analizados, lo que significa que las inversiones no corrientes están cubiertas en su totalidad y aún queda excedente para cubrir una parte del activo corriente.

Figura 3. Evolución ratio de cobertura empresa no familiares y empresas familiares con CEO familiar y externo durante el periodo 2012-2016



Si se observa su evolución, por una parte vemos que durante el periodo de análisis las empresas familiares, independientemente de que el CEO sea de la familia o no, no presentan fluctuaciones significativas y que el valor del ratio de cobertura se encuentra entre 3 y 3,5 en ambos casos.

Por otra parte, en cuanto a la muestra de empresas no familiares se puede observar una tendencia creciente, ya que el valor del ratio de cobertura se ha visto incrementado durante este periodo. También se puede observar que el valor de este ratio se sitúa por encima de 4 prácticamente en todos los años analizados.

Finalmente, se puede afirmar que las empresas financian con recursos estables tanto el activo fijo como parte del activo corriente.

5.1.3. Ratio de liquidez o Fondo de Maniobra

Ratio de Liquidez = Activo corriente / Pasivo corriente

Tabla 8. Ratio de liquidez.

Tipo de empresa	2012	2013	2014	2015	2016
Empresa familiar CEO familiar	2,71	2,98	2,86	3,04	3,03
Empresa familiar CEO externo	2,07	2,10	2,45	2,38	3,19
Empresa no familiar	2,29	2,54	2,64	2,72	3,13

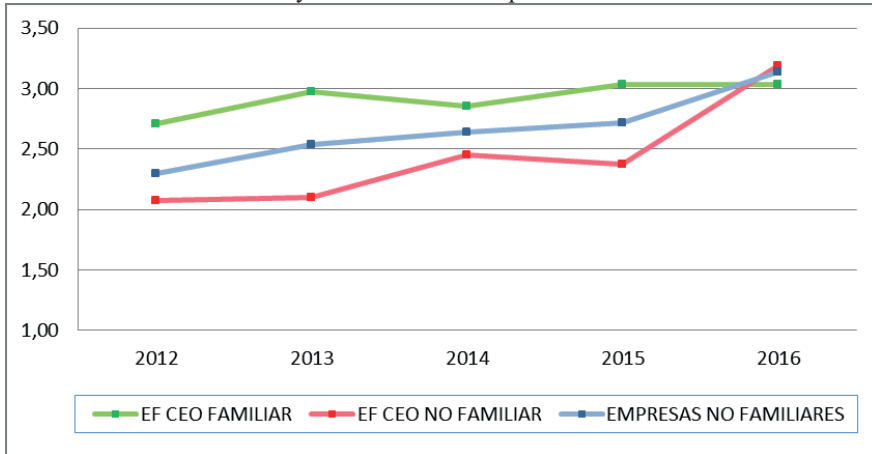
El ratio de liquidez muestra la capacidad que tiene la empresa para afrontar el pago de sus obligaciones más inmediatas. Nos indica cuantos euros tiene la empresa en bienes y derechos del activo corriente por cada euro que tiene de deuda a corto plazo.

Para poder garantizar la seguridad de pago de las deudas a corto plazo con el activo corriente el valor de este ratio tiene que ser superior a 1. Si el resultado es inferior, la

empresa no cuenta con solvencia adecuada para hacer frente a su deuda a corto plazo. En caso contrario, si el valor del ratio de liquidez se sitúa por encima de 1, significa que la empresa cuenta con un fondo de maniobra positivo, es decir que la empresa dispone de circulante suficiente para liquidar las deudas a corto plazo.

En la tabla anterior se puede ver que los resultados del ratio de liquidez son superiores a 2 para los tres tipos de empresas durante todo el periodo de análisis y que incluso llega a superar las 3 unidades en el último año, por lo tanto el fondo de maniobra es positivo y los tres grupos de empresas pueden atender sus obligaciones más inmediatas sin dificultades ya que no presentan problemas de liquidez.

Figura 4. Evolución ratio de liquidez empresa no familiares y empresas familiares con CEO familiar y externo durante el periodo 2012-2016



En cuanto a la evolución, se puede apreciar que el ratio de liquidez ha permanecido fluctuante a lo largo del periodo examinado y que tiene una tendencia creciente en los tres casos.

El ratio de liquidez muestra valores parecidos entre los tres tipos de empresas, aun así, es preciso destacar, que en el caso de las empresas con un CEO familiar este ratio presenta valores superiores respecto a las empresas no familiares y las empresas familiares con CEO externo, en prácticamente todos los años analizados. Por lo tanto, esto pone de manifiesto que, en general, las empresas familiares con un CEO familiar mantienen mayores niveles de liquidez debido a la aversión al riesgo de sus directivos.

En cuanto a las empresas familiares con CEO externo se observa que éstas se asemejan más a las empresas no familiares, ya que optan por mantener niveles de liquidez más bajos.

5.1.4. Ratio de endeudamiento

Ratio de endeudamiento = Pasivo exigible / Patrimonio Neto

El ratio de endeudamiento es el cociente que relaciona el pasivo exigible de la empresa con los recursos propios de la misma, es decir las deudas tanto a largo como a corto

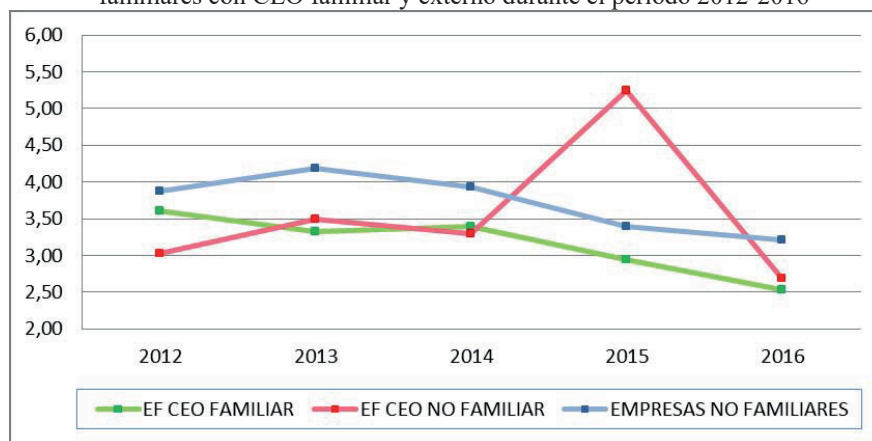
plazo, con su patrimonio neto. Nos indica la financiación ajena con la que cuenta la empresa, de manera que un mayor resultado implica un mayor nivel de endeudamiento por parte de la empresa. En la siguiente tabla se muestran los valores obtenidos:

Tabla 9. Ratio de endeudamiento

Tipo de empresa	2012	2013	2014	2015	2016
Empresa familiar CEO familiar	3,61	3,32	3,39	2,94	2,53
Empresa familiar CEO externo	3,02	3,50	3,30	5,25	2,68
Empresa no familiar	3,87	4,19	3,93	3,40	3,21

Según lo valores obtenidos en la tabla podemos ver que el ratio de endeudamiento presenta valores muy elevados, superiores a 3 prácticamente en todos los años analizados, lo que significa que una parte importante los recursos financieros de los que disponen las empresas provienen de deudas financieras. Este hecho nos indica un nivel excesivo de endeudamiento por parte de las empresas.

Figura 5. Evolución ratio de endeudamiento empresa no familiares y empresas familiares con CEO familiar y externo durante el periodo 2012-2016



En el caso de las empresas familiares con CEO miembro de la familia se observa que el ratio indica resultados más bajos respecto los otros dos grupos de empresas, y que además, este grupo de empresas redujo su dependencia de recursos ajenos significativamente, sin embargo se sigue considerando un volumen de deuda excesivo.

Respecto a la muestra de empresas no familiares se puede decir que estas cuentan con un ratio muy elevado, que incluso llega a superar las cuatro unidades en el año 2013, lo que indica que están muy endeudadas. También cabe señalar que durante este periodo el nivel de endeudamiento ha ido disminuyendo, situándose en 3,21 en el año 2016.

Si compramos los tres grupos de empresas, podemos observar, que tanto las empresas no familiares como las empresas familiares con CEO externo, presentan valores

superiores en términos medios respecto a las empresas familiares con CEO familiar, y por lo tanto mayor endeudamiento y un nivel de riesgo financiero mayor.

Estos resultados ponen de manifiesto la voluntad de los directivos familiares por financiar la empresa con sus propios recursos.

Respecto a las empresas no familiares y las familiares con CEO externo, los resultados obtenidos corroboran una vez más la existencia de un comportamiento parecido entre estos dos tipos de empresas, debido a que muestran una mayor preferencia por el endeudamiento.

5.1.5. Ratio endeudamiento con coste

Ratio de endeudamiento con coste = Recursos ajenos con coste / Patrimonio Neto

Tabla 10. Ratio de endeudamiento

Tipo de empresa	2012	2013	2014	2015	2016
Empresa familiar CEO familiar	2,20	2,06	2,08	1,86	1,53
Empresa familiar CEO externo	1,40	1,72	1,44	1,93	1,47
Empresa no familiar	1,51	1,93	1,67	1,60	1,60

Este ratio, relaciona la proporción de recursos ajenos con coste, con el patrimonio neto o recursos propios. Por lo tanto nos permite conocer qué proporción de deuda representa un coste financiero para la empresa.

Según los resultados que se muestran en la tabla no existen diferencias significativas entre los tres tipos de empresas, aun así, cabe señalar que en el caso de que el CEO no sea miembro de la familia como en el caso de las empresas no familiares, este ratio indica valores ligeramente inferiores respecto a la muestra de empresas familiares cuyo CEO pertenece a la familia.

Tal y como se ha mencionado en apartados anteriores, la empresa familiar, a pesar de tener mayor aversión al riesgo, ante la necesidad de financiación optará por acudir al endeudamiento bancario para evitar la entrada de nuevos socios en la empresa. Esto explicaría el mayor endeudamiento con coste por parte de las empresas familiares con CEO familiar.

5.1.6. Calidad de la deuda

Calidad de la deuda = Pasivo Corriente / Pasivo Total

Tabla 11. Calidad de la deuda

Tipo de empresa	2012	2013	2014	2015	2016
Empresa familiar CEO familiar	67,82%	67,86%	67,95%	68,02%	69,35%
Empresa familiar CEO externo	70,37%	68,52%	68,95%	67,58%	69,03%
Empresa no familiar	73,13%	72,82%	73,66%	73,59%	73,98%

Este cociente relaciona el pasivo corriente, es decir las deudas que tiene la empresa a corto plazo, con el pasivo total, y determina la proporción que representa la deuda a corto plazo sobre el total de la deuda, por lo tanto, cuanto más bajo sea el resultado significa que mayor será la facilidad para devolver los fondos ajenos y mejor será la calidad de la deuda en lo que al plazo se refiere.

Si se observa la tabla anterior, se puede ver que las diferencias que presentan los tres grupos de empresas son mínimas, ya que los resultados obtenidos son muy parecidos en cuanto a la calidad de la deuda. Respecto a la evolución del ratio, éste se ha mantenido constante durante el periodo analizado, ya que no presenta variaciones significativas.

No obstante, si comparamos la proporción de deudas que son exigibles a corto plazo con los niveles de liquidez de cada tipo de empresa, si podemos identificar ciertas diferencias. Anteriormente, se ha podido comprobar que en el caso de que el CEO sea miembro de la familia, las empresas disponen de un nivel liquidez mayor respecto a los otros dos grupos de empresas, es decir que, aunque su nivel de deuda exigible a corto plazo es muy parecido, el activo corriente del que disponen es superior. Por lo tanto, se deduce que este tipo de empresas familiares estarán mejor preparadas para cumplir con sus compromisos de pago a corto plazo.

5.1.7. Coste del endeudamiento

Coste endeudamiento = Gastos financieros / Recursos ajenos con coste

El coste de endeudamiento hace referencia al coste que tiene que soportar una empresa para poder desarrollar su actividad a través de los recursos ajenos, y se mide como el cociente ente los gastos financieros y los recursos ajenos con coste.

Tal y como se puede observar en la tabla, el coste de endeudamiento que soportan los tres grupos de empresas durante el periodo de análisis, oscila entre los valores de 4.5% y 6.5%, aproximadamente.

Tabla 12. Coste de endeudamiento

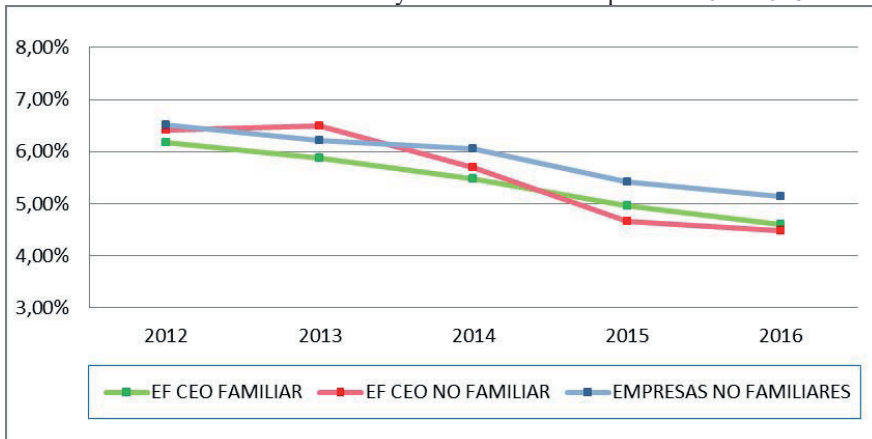
Tipo de empresa	2012	2013	2014	2015	2016
Empresa familiar CEO familiar	6,18%	5,88%	5,48%	4,96%	4,61%
Empresa familiar CEO externo	6,41%	6,49%	5,69%	4,65%	4,49%
Empresa no familiar	6,52%	6,22%	6,04%	5,41%	5,14%

De el grafico se deduce que al inicio del periodo, en el año 2012, no existe una diferencia importante entre los tres grupos de empresas y que el coste aplicado por las entidades financieras en términos medios se sitúa alrededor del 6.5%. A partir del siguiente ejercicio, año 2013, se puede notar como los valores de este ratio van disminuyendo y esta tendencia se mantiene hasta finales del periodo, año 2016.

Analizando el grafico, también se puede observar que las empresas no familiares son las que soportan un mayor coste por parte de las entidades bancarias, seguidas de las empresas familiares con CEO externo, a excepción del ejercicio 2015, año en el que el coste que soporta este tipo de empresas se sitúa por debajo del valor obtenido para las empresas familiares con CEO familiar.

Si bien las diferencias que se presentan no son significativas, en conclusión, se podría decir que son las empresas familiares cuyos CEOs forman parte de la familia las que obtienen mejores condiciones por parte de las entidades financieras. Un resultado que se justificaría por la mayor confianza que las entidades financieras tienen en este tipo de empresas. Esta confianza se explica tanto por el hecho de que los propietarios familiares son conocidos desde hace más años, como sobre todo por el hecho de que la supervivencia es el principal objetivo de las mismas, con lo que sobre el papel es más difícil que se generen impagos por quiebra.

Figura 6. Evolución coste del endeudamiento empresas no familiares y empresas familiares con CEO familiar y externo durante el periodo 2012-2016



5.2. Rentabilidad

5.2.1. ROA

ROA = Beneficio explotación / Total Activo

La rentabilidad económica conocida por las siglas ROA (Return on Assets) mide el beneficio que se obtiene con relación a las inversiones de la empresa mediante el desarrollo de su actividad, es decir el rendimiento que se obtiene por cada euro invertido en activo. En este caso se ha calculado como el cociente entre el beneficio neto y el total de activo de la empresa, ya que es el ratio de rentabilidad económica que proporciona la base de datos SABI.

Si los resultados del ratio de rentabilidad son mayores que el coste de la deuda, entonces la empresa lo puede soportar, en caso contrario, si es inferior o próxima a cero la empresa no tiene futuro a largo plazo, ya que no obtiene rendimientos de sus activos.

Tabla 13. Rentabilidad económica (ROA)

Tipo de empresa	2012	2013	2014	2015	2016
Empresa familiar CEO familiar	2,15%	2,46%	3,09%	4,62%	4,06%
Empresa familiar CEO externo	2,85%	3,81%	3,14%	4,89%	1,78%
Empresa no familiar	1,47%	2,38%	3,52%	5,38%	5,90%

La tabla anterior pone de manifiesto que las empresas familiares con un CEO externo disfrutaban de mayores rentabilidades respecto a las empresas familiares con CEO familiar durante casi todo el periodo analizado, salvo el año 2016 cuando obtienen una rentabilidad inferior que se sitúa en el 1,78%.

Si nos fijamos en los valores del ratio de rentabilidad económica de las empresas no familiares podemos ver que tiene una evolución positiva a lo largo del periodo estudiado. Los valores más bajos para este tipo de empresa se obtienen los dos primeros años, y el más alto en el ejercicio 2016.

En cuanto a la evolución del ratio de rentabilidad económica de los tres grupos de empresas observamos que en general su tendencia es ascendente.

Por lo tanto, tal y como se ha mencionado en el apartado 3.2 de este mismo trabajo, una mayor rentabilidad por parte de las empresas familiares con CEO externo se podría justificar por la mayor orientación a beneficios que presentan este tipo de directivos, lo que muestra de nuevo un comportamiento más parecido al de una empresa no familiar.

5.2.2. Efecto apalancamiento

Efecto apalancamiento = ROA – Coste del endeudamiento (i)

El efecto apalancamiento relaciona la rentabilidad de la empresa con el coste de los recursos ajenos. De manera que tenemos tres posibilidades:

- **(ROA - i) > 0: apalancamiento positivo.** Indica que la empresa dispone de oportunidades de inversión capaces de proporcionar unas rentabilidades superiores al coste de utilización de la deuda y por lo tanto será beneficioso para los accionistas que la empresa se endeude ya que llevara a una mejora de la rentabilidad de los fondos propios.
- **(ROA - i) = 0: apalancamiento neutro.** El empleo de capital ajeno no afecta la rentabilidad, es decir para la empresa es indiferente financiarse con deuda o con recursos propios.
- **(ROA - i) < 0: apalancamiento negativo.** Indica que la rentabilidad obtenida de las inversiones es inferior al coste de la deuda lo que significa que el empleo de capital ajeno provocara una reducción de la rentabilidad de los recursos propios.

En conclusión, siempre y cuando el coste de utilización de la deuda sea inferior a la rentabilidad de las inversiones, el endeudamiento será beneficioso para la empresa.

En la siguiente tabla se muestran los resultados obtenidos:

Tabla 14. Efecto apalancamiento

Tipo de empresa	2012	2013	2014	2015	2016
Empresa familiar CEO familiar	-4,03%	-3,42%	-2,39%	-0,34%	-0,55%
Empresa familiar CEO externo	-3,56%	-2,68%	-2,55%	0,24%	-2,71%
Empresa no familiar	-5,04%	-3,85%	-2,53%	-0,04%	0,76%

Los resultados muestran que los tres grupos de empresas, excepto las empresas no familiares en el ejercicio 2016, presentan un apalancamiento negativo durante todo el periodo objeto de análisis, lo que indica que la rentabilidad obtenida de las inversiones es inferior al coste del capital ajeno que tienen que soportar por lo tanto el endeudamiento no resulta beneficioso para las empresas.

6. Conclusiones

Desde un punto de vista teórico y según los estudios realizados por varios autores ya citados anteriormente en este trabajo, se ha podido observar, que la procedencia del CEO que dirige la empresa familiar, es decir si es miembro de la familia o externo, influye en la forma gestión de la misma. Estos dos tipos de empresas, empresas familiares con CEO familiar y CEO externo, han mostrado diferencias en cuanto a políticas de endeudamiento, dimensión, crecimiento, y políticas de distribución de beneficios.

El objetivo principal de este trabajo ha sido determinar si realmente éste estilo de gestión de los CEO externos en las empresas familiares se aproxima más a un estilo característico de los directivos de las empresas no familiares.

Para ello, se ha llevado a cabo un estudio empírico basado en las muestras de los tres tipos de empresas durante el periodo 2012-2016, con la ayuda del cual, se ha podido comprobar que el estilo de gestión de los CEO externos se asemeja al de una empresa no familiar. Estos dos tipos de empresas presentan resultados similares en cuanto a:

- a) **Dimensión y crecimiento:** mayores crecimientos en términos medios en sus niveles de activos.
- b) **Estructura financiera:**
- Liquidez: se ha observado que mantienen niveles de liquidez más bajos respecto a las empresas familiares con CEO familiar, ya que tienden a asumir más riesgos.
 - Endeudamiento: ante la necesidad de financiación muestran una mayor preferencia por el endeudamiento bancario.
 - Calidad de la deuda: las empresas no familiares y las empresas familiares con CEO externo están peor preparadas para cumplir con sus compromisos de pago a corto plazo debido a que sus niveles de liquidez se mantienen bajos.
 - Coste del endeudamiento: soportan mayor coste por parte de las entidades financieras respecto a las empresas familiares con CEO familiar. Esto se explica por el hecho de que el objetivo principal de los propietarios familiares es la supervivencia de la empresa.
- c) **Rentabilidad:** las empresas con CEO familiar obtienen menores rentabilidades, lo que se justifica por la mayor orientación a beneficios de los directivos de las empresas no familiares y los CEO externos de las empresas familiares.

Referencias:

- Agrawal, A. y Nagarajan, N.J. (1990). "Corporate Capital Structure, Agency Costs, and Ownership Control: The Case of All-Equity Firms". *The Journal of Finance*, 4, 1325–31.
- Amat, J.M. (2004). "La Continuidad de La Empresa Familiar". [Barcelona]: Gestión 2000.
- Barnes, L.B. y Hershon, S.A. (1994). "Transferring Power in the Family Business". *Family Business Review*, 53(4), 105–14.
- Burkart, M.; Gromb, D. y Panunzi, F. (1997). "Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm". *The Quarterly Journal of Economics*, 112, 693–728.
- Burkart, M.; Panunzi, F. Shleifer, A. (2003). "Family Firms". *Journal of Finance*, 58, 2167–2202.
- Castaldi, R.M. (1986). "An Analysis of the Work Roles of CEOs of Small Firms". *American Journal of Small Business*, 11(1), 53–64.
- Comisión Europea. (2015). "Guía Del Usuario Sobre La Definición Del Concepto de Pyme". *Oficina de Publicaciones de la Unión Europea*.
- Corona, J. (2005). *Manual de La Empresa Familiar*. Barcelona : Deusto.
- Davis, P.S. y Harveston. P.D. (1998). "The Influence of Family on the Family Business Succession Process: A Multi-Generational Perspective". *Entrepreneurship Theory and Practice*, 22(3), 31–53.

- Devers, C.E., Cannella, A.A. Reilly, G.P. y Yoder, M.E. (2007). "Executive Compensation: A Multidisciplinary Review of Recent Developments". *Journal of Management*, 33(6), 1016–72.
- Duréndez, A. y García, D. (2005). "Diferencias Económico-Financieras Entre Las Empresas Familiares y Las No Familiares". *Revista de Contabilidad y Dirección*, 2, 243–67.
- Etebari, A., Horrigan, J.O. y Landwehr, J.L. (1987). "To Be Or Not to Be - Reaction of Stock Returns to Sudden Deaths of Corporate Chief Executive Officers". *Journal of Business Finance & Accounting*, 14(2), 255–78.
- Filbeck, Greg, y Lee, S. (2000). "Financial Management Techniques in Family Businesses". *Family Business Review*, 13(3), 201–16.
- Finkelstein, S. y Hambrick, C.D. (2009). "Strategic Leadership: *Top Executive and Their Effects on Organizations*". *The Academy of Management Review*, 22(3), 802-805.
- Instituto de empresa familiar. (2018). "Factores de Competitividad y Analisis Financiero de La Empresa Familiar". *Editado por IEF*.
- Instituto de la Empresa Familiar. (2015). "La Empresa Familiar En España". *Editado por IEF*.
- Jensen, M.C. y Meckling, W.H.. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, 3, 305–60.
- Jensen, M.C. y Murphy, K.J. (1990). "Performance Pay and Top-Management Incentives". *Journal of Political Economy*, 98(2), 225–64.
- Lin, S.H. y Hu, S.Y. (2007). "A Family Member or Professional Management? The Choice of a CEO and Its Impact on Performance". *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1348–62.
- Lyagoubi, M. (2006). "Family Firms and Financial Behavior: How Family Shareholder Preferences Influence Firms' Financing". In *Handbook of Research on Family Business*. Ed. Poutziouris, P.Z.; Smyrnios, KX. Y Klein, S.B.
- Mahéroul, L. (2000). "The Influence of Going Public on Investment Policy: An Empirical Study of French Family-Owned Businesses". *Family Business Review*, 13(1), 71-79.
- Mishra, C.S. y McConaughy, D.L. (1999). "Founding Family Control and Capital Structure: The Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt". *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23(4), 53–64.
- Sánchez, L.; Gallizo, J.L. y Moreno, J. (2019). "Influencia Del CEO En La Empresa Familiar Cotizada". *Intangible Capital*, 15(2), 1–20.
- Shanker, M.C. y Astrachan, J.H. (1996). "Myths and Realities: Family Businesses' Contribution to the US Economy- a Framework for Assessing Family Business Statistics". *Family Business Review*, 9(2), 107-123.
- Ward, J.L. (1988). "The Special Role of Strategic Planning for Family Businesses". *Family Business Review*, 1(2), 105-117.